



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

BCE ECB EZB EKT EKP

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

**BOLLETTINO MENSILE  
GENNAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2004

Nel 2004 tutte  
le pubblicazioni della BCE  
saranno caratterizzate  
da un motivo tratto  
dalla banconota  
da 100 euro

© Banca Centrale Europea, 2004

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main - Germany

**Indirizzo postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main - Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 14 gennaio 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di gennaio 2004  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*

# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
-------------------	----------

## **ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI**

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	11
Prezzi e costi	27
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	34
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	39
Riquadri:	
1 Tendenze recenti a livello mondiale degli aggregati monetari	12
2 Nuove statistiche della BCE sulle transazioni di azioni quotate	18
3 L'impatto della dinamica delle imposte indirette e dei prezzi amministrati sull'inflazione	28

## **ARTICOLI**

L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio	45
Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi	57
La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro	69

## **STATISTICHE** **SI**

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2003	V

## **GLOSSARIO** **IX**

## SIGLARIO

### PAESI

BE	Belgio
DK	Danimarca
DE	Germania
GR	Grecia
ES	Spagna
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Lussemburgo
NL	Paesi Bassi
AT	Austria
PT	Portogallo
FI	Finlandia
SE	Svezia
UK	Regno Unito
JP	Giappone
US	Stati Uniti

### 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
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

## EDITORIALE

Nella riunione tenuta l'8 gennaio 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariato, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

Tale decisione riflette il giudizio del Consiglio direttivo secondo cui l'attuale orientamento di politica monetaria è adeguato per preservare la stabilità dei prezzi nel medio termine. La valutazione secondo cui nell'area dell'euro è in atto una ripresa economica non è sostanzialmente mutata. La crescita delle esportazioni, malgrado probabili effetti frenanti esercitati dal recente andamento del cambio, dovrebbe infatti continuare a beneficiare della dinamica espansione dell'economia mondiale; le condizioni per un recupero della domanda interna rimangono inoltre favorevoli. Al tempo stesso, per effetto dell'apprezzamento dell'euro, anche l'evoluzione dei prezzi all'importazione nell'area dovrebbe divenire leggermente più propizia, contribuendo al contenimento dei rischi inflazionistici. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione tutti gli sviluppi suscettibili di influenzare la propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Per quanto concerne i tassi di cambio, nelle attuali circostanze attribuiamo particolare rilevanza alla stabilità e ci preoccupano le loro eccessive fluttuazioni.

Per quanto concerne l'analisi economica, gli indicatori recentemente disponibili confermano il procedere dell'espansione economica mondiale. Anche per l'area dell'euro, gli ultimi dati sulla produzione e sul clima di fiducia sono coerenti con una ripresa in corso dell'attività; la crescita dovrebbe inoltre acquistare vigore nel corso del 2004. Questa valutazione è confortata da tutte le previsioni disponibili, provenienti da fonti sia ufficiali che private, ed è in linea con l'andamento dei mercati finanziari.

Dal lato esterno, la recente evoluzione del cambio ha un impatto negativo sulla competitività di

prezzo degli esportatori dell'area dell'euro. Tuttavia, data l'espansione in atto della domanda mondiale, le esportazioni dell'area dovrebbero, nel complesso, continuare ad aumentare. All'interno dell'area, la crescita degli investimenti dovrebbe beneficiare degli sforzi di aggiustamento ancora profusi dal settore societario per accrescere la produttività e la redditività, nonché del basso livello dei tassi di interesse e delle condizioni di finanziamento generalmente favorevoli. I consumi privati dovrebbero essere sostenuti dall'incremento del reddito disponibile reale, indotto in parte dagli effetti propizi sulle ragioni di scambio e sull'inflazione derivanti dall'apprezzamento dell'euro.

Nel breve periodo queste prospettive permangono soggette a rischi bilanciati. Su orizzonti temporali più lunghi, l'incertezza continua a essere legata a perduranti squilibri esterni in alcune regioni del mondo e alle loro potenziali ripercussioni sulla sostenibilità della crescita economica mondiale. Questa è una sfida che va affrontata mediante politiche macroeconomiche sostenibili e riforme strutturali atte a promuovere un sano equilibrio fra risparmio e investimento in tutti i principali paesi partner, ad accrescere il potenziale produttivo nell'area dell'euro e a sostenere l'ulteriore espansione degli scambi di beni e servizi a livello mondiale.

Per quanto concerne i prezzi, ci si attende ancora che il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC oscilli intorno al 2 per cento nel breve periodo, dopo il 2,1 indicato dalla stima rapida dell'Eurostat per lo scorso dicembre. L'andamento avverso dei prezzi del greggio e dei prodotti alimentari e gli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno sfavorevolmente influenzato le prospettive di breve periodo per l'inflazione.

Tuttavia, il tasso di inflazione sui dodici mesi dovrebbe diminuire in corso d'anno, per poi attestarsi su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. Tale aspettativa si basa sull'ipotesi che la dinamica salariale permanga moderata a fronte di una graduale ripresa dell'economia. Inoltre, l'apprezzamento dell'euro dovrebbe

attenuare le pressioni sui prezzi influenzando su quelli all'importazione. Un calo dell'inflazione trova riscontro anche nelle previsioni e proiezioni disponibili. È tuttavia importante ricordare il carattere condizionale di questi esercizi orientati al futuro e pertanto tenere presente tutti gli elementi di rischio associati alle prospettive per la stabilità dei prezzi. Nella stessa ottica, sarà necessario continuare a seguire da vicino le aspettative di inflazione.

Passando all'analisi monetaria, la forte espansione degli aggregati osservata negli ultimi anni implica che la liquidità disponibile nell'area dell'euro eccede considerevolmente il livello necessario a finanziare una crescita non inflazionistica. Al tempo stesso, i prestiti al settore privato hanno registrato un'accelerazione nel corso degli ultimi mesi, beneficiando del basso livello dei tassi di interesse e del generale miglioramento del contesto economico.

L'accumulo di liquidità in eccesso non dovrebbe suscitare preoccupazioni per la stabilità dei prezzi, purché la ripresa economica proceda in maniera graduale. Se invece l'eccesso di liquidità dovesse rimanere elevato in presenza di un significativo rafforzamento dell'attività economica, ciò potrebbe generare pressioni inflazionistiche. È quindi importante tenere sotto attenta osservazione l'andamento della moneta.

In sintesi, l'analisi economica continua a indicare che lo scenario principale per l'evoluzione dei prezzi nel medio periodo è in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. Sebbene in una fase di ripresa possano svilupparsi alcuni rischi, questo quadro generale trova conferma anche da una verifica incrociata con l'analisi monetaria.

Quanto alle politiche di bilancio, l'anno in corso sarà fondamentale per il rafforzamento della credibilità dell'assetto istituzionale e della fiducia nella solidità delle finanze pubbliche di tutti i paesi membri dell'area dell'euro. Insieme alle disposizioni del Trattato, il quadro di riferimento complessivo per le politiche fiscali definito dal Patto di stabilità e crescita resta

di importanza cruciale e deve essere rispettato integralmente. Queste sono le fondamenta su cui poggia la fiducia nell'Unione economica e monetaria. Esse non sono essenziali soltanto per la stabilità ma anche per la crescita e costituiscono un presupposto per il mantenimento di premi al rischio contenuti nei mercati finanziari. Pertanto, il Consiglio direttivo esorta vivamente i governi e il Consiglio Ecofin a farsi carico delle proprie responsabilità e a onorare gli impegni assunti lo scorso novembre.

Infine, il Consiglio direttivo sostiene con decisione gli sforzi attualmente compiuti dai governi per avanzare sul cammino delle riforme strutturali nel settore della finanza pubblica e nei mercati del lavoro e dei beni e servizi. Procedendo sulla scorta delle misure già intraprese, occorre realizzare ulteriori riforme per rispondere efficacemente alle principali sfide fronteggiate dall'area dell'euro; fra queste figurano, in particolare, la riduzione dell'alto livello di disoccupazione strutturale, l'espansione del potenziale produttivo, l'aumento della produttività, la limitazione delle inefficienze dei sistemi tributari, nonché l'adeguamento dei regimi sanitari e pensionistici per far fronte all'invecchiamento della popolazione. Il processo di riforma strutturale trarrebbe notevole beneficio se le parti sociali si impegnassero appieno nei confronti dell'obiettivo di rendere l'area dell'euro un'economia più dinamica, innovativa e competitiva. Tale impegno agevolerebbe inoltre una migliore comunicazione al pubblico dei vantaggi delle riforme strutturali.

La veste grafica del Bollettino mensile è stata modificata al fine di agevolarne la consultazione. A partire dalla presente edizione la parte sugli andamenti economici e monetari comprenderà una sintesi all'inizio di ciascuna sezione, nonché una nuova sezione dal titolo *Il contesto esterno all'area dell'euro*. Sono state inoltre riorganizzate le *Statistiche dell'area dell'euro* ed è stato introdotto un glossario di termini economici.

Questa edizione del Bollettino contiene tre articoli. Il primo illustra le esperienze maturate nel-

l'area dell'euro dagli inizi degli anni novanta per quanto riguarda la conduzione delle politiche di bilancio. Il secondo descrive i diversi modi in cui l'analisi economica può utilizzare i risultati delle indagini congiunturali sull'evoluzione dell'attività, dei prezzi e dei mercati del lavoro nell'area dell'euro. Il terzo esamina infine l'evoluzione delle misure dei profitti nell'area dell'euro.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Il contesto esterno rimane complessivamente positivo per l'area dell'euro. La ripresa dell'attività economica e del commercio mondiale continua a rafforzarsi e le condizioni finanziarie sono favorevoli. In aggiunta, nelle altre principali economie le pressioni inflazionistiche interne permangono relativamente modeste benché i prezzi in dollari del petrolio e delle altre materie prime siano andati aumentando (pur restando relativamente invariati se espressi in euro).*

## ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

In base a dati recenti, la ripresa dell'economia mondiale continua a rafforzarsi, sostenuta sia dal recupero generalizzato degli scambi sia dalla maggiore domanda interna e dalle condizioni di finanziamento favorevoli in gran parte dei paesi.

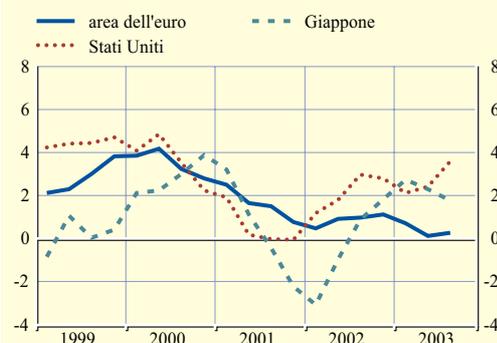
Negli Stati Uniti, gli ultimi andamenti confermano la prosecuzione della ripresa. I consumi privati in termini reali sono sorretti dalla riduzione delle imposte personali sul reddito e dal maggiore incremento dei salari reali, che hanno più che compensato la crescita ancora esitante dell'occupazione. Dati di recente pubblicazione indicano il protrarsi del recupero delle spese in conto capitale delle imprese, iniziato nel secondo trimestre 2003. In particolare, gli indicatori delle indagini congiunturali suggeriscono che l'attuale ripresa del settore manifatturiero concorre in misura crescente all'espansione degli investimenti delle imprese private. Gli sviluppi sui mercati finanziari restano favorevoli sia ai consumi sia agli investimenti privati come indicato dalla prosecuzione della ripresa dei corsi azionari, dal basso livello dei tassi d'interesse e dalla riduzione dei differenziali sulle obbligazioni societarie. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa all'1,8 per cento in novembre, mentre il tasso calcolato escludendo i beni alimentari ed energetici è calato all'1,1 per cento (cfr. figura 1).

In Giappone, la crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre 2003 è stata rivista al ribasso (0,3 per cento sul secondo trimestre, dallo 0,6 per cento stimato precedentemente). L'inchiesta Tankan pubblicata a dicembre dalla Banca del Giappone indica tuttavia un miglioramento generalizzato delle condizioni economiche correnti. Nonostante l'andamento incoraggiante dell'attività, persiste una lieve deflazione. I prezzi al consumo, rimasti invariati in ottobre, sono calati in novembre dello 0,5 per cento sui dodici mesi; al netto dei prezzi degli alimentari freschi la flessione è stata dello 0,1 per cento.

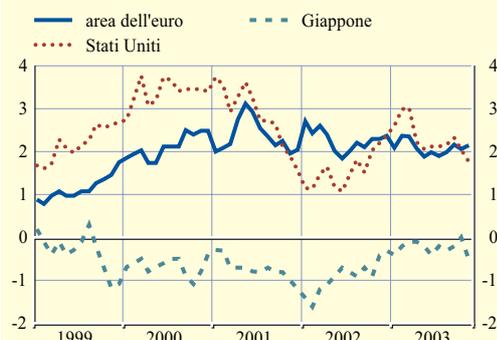
Nel Regno Unito, dove continua la ripresa, la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è salita allo 0,8 per cento nel terzo trimestre. Il

**Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate**

**Crescita del PIL<sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



**Tassi di inflazione<sup>2)</sup>**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per l'area dell'euro sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. Per tutti i paesi i dati del PIL sono stati destagionalizzati.

2) Basati sullo IAPC.

10 dicembre il governo britannico ha annunciato un nuovo obiettivo di inflazione, ridefinito in termini di indice IAPC (al quale ci si riferisce come CPI nel Regno Unito) invece che RPIX. L'obiettivo, precedentemente definito come un aumento sui dodici mesi dell'RPIX del 2,5 per cento, è ora quantificato in un incremento del 2 per cento dello IAPC, sempre sui dodici mesi. In novembre, l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa all'1,3 per cento. Le prospettive per l'economia del Regno Unito segnalano un aumento costante della spesa per consumi, associato a una vigorosa crescita della spesa pubblica e a una modesta espansione degli investimenti delle imprese.

I paesi asiatici diversi dal Giappone – tra i quali la Cina permane l'economia più dinamica – continuano a registrare un'espansione molto sostenuta, grazie soprattutto alle esportazioni.

Nei paesi aderenti all'Unione europea le prospettive di crescita generali migliorano ulteriormente. Informazioni recenti sull'America latina mostrano che l'attività ha perso gran parte del precedente vigore, frenata dalla situazione sostanzialmente stagnante di Messico e Brasile.

#### MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Il prezzo del petrolio è andato aumentando a partire dagli inizi di dicembre 2003, e il 14 gennaio 2004 il greggio di qualità Brent veniva quotato a 32 dollari. L'incremento rispecchia la vivacità della domanda negli Stati Uniti e in Asia, il netto calo delle scorte negli Stati Uniti e i timori circa la stabilità politica in Medio Oriente. L'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC), inoltre, ha difeso i prezzi elevati per compensare il calo di potere di acquisto dei proventi petroliferi connesso al deprezzamento del dollaro statunitense. Nella seconda metà del 2003 i prezzi in dollari delle altre materie prime hanno registrato un aumento relativamente forte, sostenuti dalle migliori condizioni dell'economia mondiale (cfr. figura 2); vari prezzi si avvicinano oggi a valori massimi non più osservati da molti anni. Se espresso in euro, tuttavia, l'incremento dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime è stato più modesto.

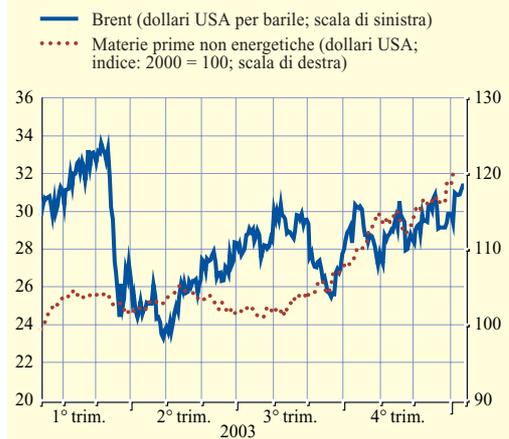
#### PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nella situazione attuale, le previsioni ufficiali e quelle del settore privato segnalano il protrarsi della ripresa economica nel 2004. Gli Stati Uniti sembrano restare il principale motore della crescita mondiale, anche se l'espansione del PIL statunitense potrebbe moderarsi dopo gli elevati tassi di crescita osservati recentemente. Uno stimolo aggiuntivo al recupero dell'economia e dell'interscambio mondiale dovrebbe inoltre continuare a provenire dall'Asia, e più in particolare dalla Cina.

Nel complesso, i rischi per la ripresa economica mondiale sembrano sostanzialmente bilanciati. Da un lato permangono frizioni e squilibri economici. In primo luogo, le famiglie, le imprese e le amministrazioni pubbliche hanno accumulato ingenti debiti e sono pertanto più esposte a shock avversi. Nel caso degli Stati Uniti, sulle prospettive pesano gli ampi disavanzi di conto corrente e di bilancio. In secondo luogo, i prezzi delle materie prime sono relativamente elevati e potrebbero rimanere tali durante tutto il 2004. Dall'altro lato, l'eventuale persistere dei segnali di crescita degli investimenti delle imprese negli Stati Uniti potrebbe fornire un ulteriore sostegno all'espansione del prodotto.

**Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**

(dal 14 gennaio 2003 al 13 gennaio 2004)



Fonti: Datastream e Istituto per l'economia internazionale, Amburgo.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita di M3 è diminuita dopo il picco dell'estate 2003, anche se lentamente. Sembra che gli investitori dell'area dell'euro abbiano cominciato solo con grande cautela a riallocare i propri investimenti dalle attività monetarie verso attività finanziarie a più lungo termine, incoraggiati dal miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e dalla riduzione dell'incertezza sulle prospettive economiche. Nel contempo il basso livello dei tassi di interesse ha continuato a sospingere la domanda di attività liquide. In questo contesto, la dinamica dei prestiti delle IFM al settore privato ha segnato una ripresa nei mesi recenti. Nel complesso, l'economia dell'area dell'euro continua a presentare un livello di liquidità significativamente superiore a quello necessario a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

L'aggregato monetario ampio M3 ha ristagnato sul mese precedente in novembre, dopo la vigorosa espansione di ottobre. Il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso al 7,4 per cento, dopo l'8,1 di ottobre e il 7,5 di settembre (cfr. figura 3). Tale andamento riflette in gran misura l'inversione di cospicue operazioni delle Amministrazioni pubbliche, che in ottobre avevano sospinto al rialzo la crescita di M3. Guardando oltre le dinamiche mensili molto variabili, anche se il picco estivo della crescita monetaria sembra superato, il rallentamento è stato piuttosto graduale. Il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e la diminuzione dell'incertezza sulle prospettive dell'economia sembrano avere accresciuto la propensione degli agenti economici ad investire in attività finanziarie a più lungo termine. Nel contempo, tuttavia, il livello molto basso dei tassi di interesse e i conseguenti bassi costi opportunità associati alla detenzione di moneta hanno continuato ad alimentare la crescita monetaria.

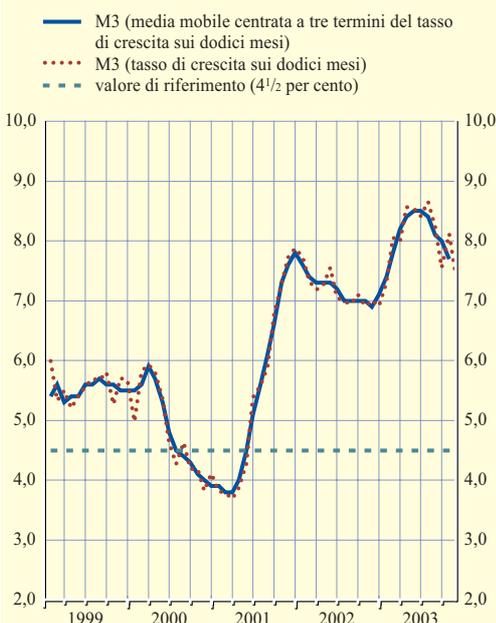
Nonostante la moderazione dell'espansione di M3, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente superiore a quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Nell'attuale contesto di graduale ripresa economica dell'area, l'abbondanza di liquidità non costituisce una fonte di preoccupazione per la stabilità dei prezzi. Se tuttavia dovesse persistere anche in presenza di un significativo rafforzamento dell'attività economica, l'eccesso di liquidità potrebbe produrre pressioni inflazionistiche. È pertanto importante tenere sotto attenta osservazione gli andamenti futuri della liquidità accumulata e i suoi usi, soprattutto in considerazione del fatto che la forte preferenza degli investitori per la liquidità è un fenomeno che si è manifestato, in larga misura, a livello globale (cfr. riquadro 1).

#### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 è rimasto elevato in

**Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento**

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



Fonte: BCE.

## Riquadro I

### TENDENZE RECENTI A LIVELLO MONDIALE DEGLI AGGREGATI MONETARI

Negli ultimi anni gli andamenti monetari nei principali paesi industrializzati hanno mostrato numerose analogie. Nel presente riquadro si analizza l'evoluzione degli aggregati monetari ampi, a partire dai primi anni ottanta, nelle cinque maggiori aree economiche sviluppate. Inoltre, al fine di analizzare il nesso tra moneta e altre variabili macroeconomiche a livello mondiale, viene considerato un aggregato monetario globale, costruito come la somma semplice – in euro – degli aggregati monetari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti, del Regno Unito, del Giappone e del Canada.

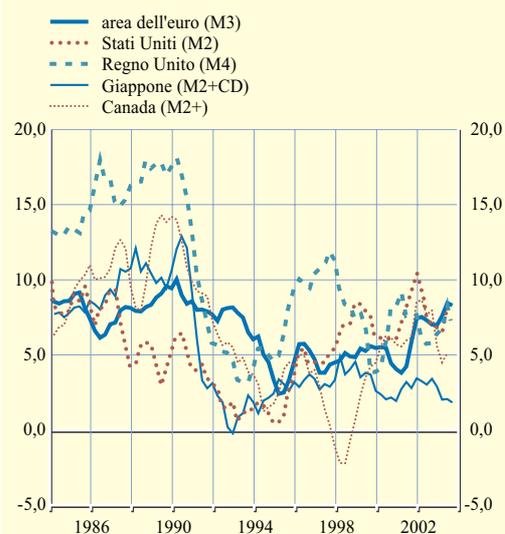
#### Evoluzione degli aggregati monetari ampi nelle maggiori aree economiche sviluppate

La figura A riporta il tasso di crescita sui dodici mesi degli aggregati monetari più rilevanti per area dell'euro, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Canada<sup>1)</sup>, nella rispettiva valuta. Su orizzonti temporali più lunghi emergono alcuni ampi comovimenti; gli anni ottanta, in particolare, sono stati caratterizzati da un'elevata crescita monetaria, seguita da un rallentamento significativo agli inizi degli anni novanta e, successivamente, da una nuova lieve ripresa.

Nella figura B vengono illustrati in maggiore dettaglio gli sviluppi recenti nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito<sup>2)</sup>. In tutte e tre le aree economiche la crescita monetaria è stata piuttosto sostenuta negli ultimi anni, in particolare in considerazione dei bassi tassi di inflazione. Nel Regno Unito, la crescita di M4 ha iniziato ad aumentare nel 2000, mentre negli Stati Uniti

**Figura A** Crescita dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro e all'esterno dell'area

(variazioni sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

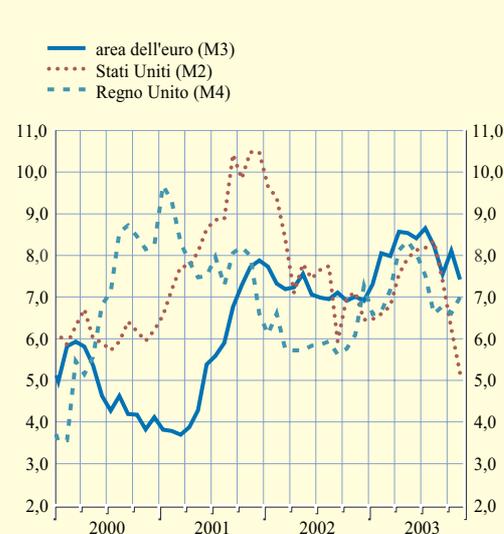


Fonti: BCE e BRI.

Nota: i dati sono espressi in valuta nazionale.

**Figura B** Crescita dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito

(tassi di variazione sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: BCE e BRI.

Nota: i dati sono espressi in valuta nazionale.

- 1) Gli aggregati considerati sono M3 per l'area dell'euro, M2 per gli Stati Uniti, M4 per il Regno Unito, M2 più certificati di deposito per il Giappone e M2+ per il Canada.
- 2) Gli andamenti in Giappone e Canada sembrano aver risentito ampiamente di fattori interni e mostrano una analogia minore con quelli dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Regno Unito.

e nell'area dell'euro gli aggregati monetari ampi sono cresciuti significativamente nel 2001; in entrambi i casi la crescita è stata sospinta da riallocazioni di portafoglio a scapito delle attività scambiate nei mercati finanziari. Sebbene questi andamenti siano in parte il frutto di fattori specifici delle singole aree, essi sono stati altresì influenzati da importanti fattori comuni, tra cui l'accresciuta volatilità dei mercati azionari, un prolungato calo dei prezzi delle azioni e l'accentuarsi dell'incertezza economica, anche a causa degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001.

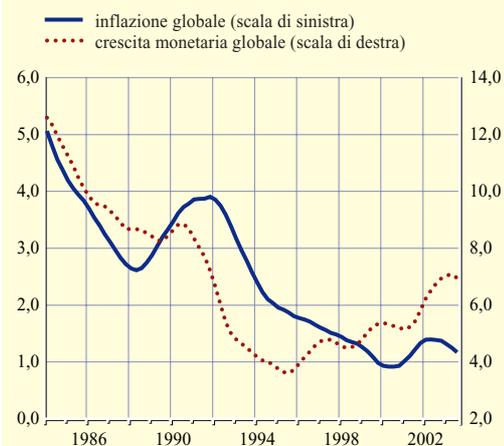
Analogamente, è possibile osservare un andamento parallelo al rialzo nelle tre serie monetarie agli inizi del 2003, innescato presumibilmente dalla maggiore incertezza degli investitori in connessione al contesto geopolitico allora prevalente. Anche il livello relativamente basso dei tassi di interesse ha contribuito in misura significativa all'aumento della crescita monetaria. Essa sembra tuttavia essersi recentemente stabilizzata e presenta alcuni segnali di moderazione, in concomitanza con alcune riallocazioni di portafoglio a favore dei mercati azionari avvenuti in un contesto di condizioni di mercato meno volatili.

### Nesso tra crescita monetaria e altre variabili macroeconomiche a livello globale

La figura C evidenzia l'andamento del tasso di crescita sui dodici mesi di un aggregato monetario (in termini nominali) e del tasso di inflazione (misurato dal deflatore del PIL), entrambi a livello mondiale. Sebbene vi siano vari episodi in cui gli andamenti delle due variabili sembrano solo debolmente collegati, nel complesso inflazione globale e crescita monetaria globale presentano una correlazione positiva. Dal grafico emerge che il calo nella crescita della moneta ha preceduto la disinflazione nella prima metà degli anni novanta. Il legame intercorrente tra le due variabili risulta tuttavia meno chiaro a partire da metà 1995: sebbene da allora la moneta

**Figura C Crescita monetaria globale e inflazione globale**

(media mobile a due anni dei tassi di variazione sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

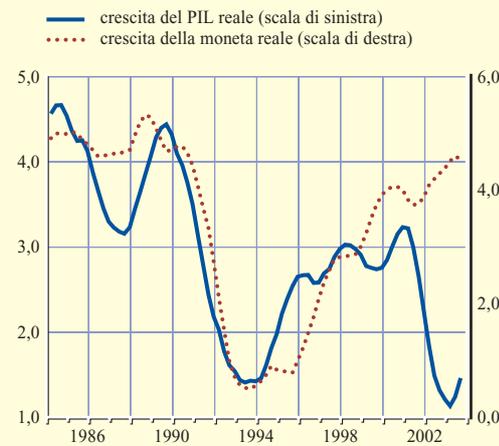


Fonti: BCE, Eurostat, BRI e OCSE.

Nota: la massa monetaria globale è la somma non ponderata degli aggregati monetari ampi di area dell'euro, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Canada espressi in euro utilizzando i tassi di conversione determinati dalle parità dei poteri di acquisto; l'inflazione globale è la media ponderata, in base al PIL, dei tassi di inflazione (misurati sui deflatori del PIL) di area dell'euro, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Canada.

**Figura D Crescita del PIL reale globale e della massa monetaria reale globale**

(media mobile a due anni dei tassi di variazione sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE, Eurostat, BRI e OCSE.

Nota: la crescita del PIL reale globale è la media ponderata, in base al PIL, della crescita di area dell'euro, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Canada; la massa monetaria reale globale è la massa monetaria globale deflazionata utilizzando il deflatore del PIL dell'area dell'euro.

abbia iniziato a crescere a ritmi più sostenuti, è proseguito il calo dell'inflazione, che è tornata ad aumentare soltanto dal 2001.

Nella figura D vengono raffrontati gli andamenti dell'aggregato monetario e del PIL (entrambi in termini reali) a livello mondiale. Come già osservato per l'inflazione, la crescita della moneta in termini reali risulta positivamente correlata con l'espansione dell'attività economica reale: nei periodi caratterizzati da una crescita relativamente elevata del prodotto globale in termini reali anche la crescita della moneta globale in termini reali appare relativamente elevata, e viceversa. La principale eccezione è rappresentata dal periodo iniziato a metà 2001, durante il quale la crescita sul periodo corrispondente della moneta globale in termini reali è considerevolmente aumentata, mentre quella del PIL è calata in misura significativa. È questa un'ulteriore indicazione del fatto che le forti turbolenze nei mercati finanziari (collegate alla maggiore incertezza economica, finanziaria e geopolitica degli ultimi anni) hanno accresciuto la preferenza degli operatori per attività sicure e liquide, come quelle comprese negli aggregati monetari ampi. Il divario tra crescita reale della moneta e crescita reale del PIL su scala mondiale (in termini di medie mobili a due anni) ha raggiunto un massimo storico a 3,4 punti percentuali nel primo trimestre del 2003, diminuendo solo lievemente nei due trimestri successivi.

Nel complesso, il raffronto mostra come la recente divergenza riscontrabile tra crescita monetaria e andamento del PIL in termini nominali non sia stato un fenomeno circoscritto all'area dell'euro. In realtà, molti fattori comuni avrebbero contribuito a determinare andamenti analoghi in altre importanti economie. In prospettiva, non vi è certezza riguardo all'uso che sarà fatto dell'attuale elevata liquidità in eccesso. Benché sia possibile che la maggiore preferenza manifestata dagli operatori per la detenzione di attività liquide in portafoglio divenga un fenomeno strutturale, vi è altresì il rischio che la liquidità in eccesso provochi in futuro un aumento dell'inflazione globale o nuove bolle dei prezzi delle attività<sup>3)</sup>. Per questo motivo è auspicabile che gli ulteriori sviluppi concernenti tali disponibilità monetarie siano oggetto di un attento monitoraggio.

3) Cfr. inoltre il riquadro intitolato *I possibili effetti dell'eccesso di liquidità accumulatosi nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino (pagg. 8-10).

novembre (cfr. tavola 1), continuando a riflettere presumibilmente il processo di ricostituzione delle disponibilità di circolante tanto all'interno che all'esterno dell'area, dopo l'introduzione del contante in euro nel gennaio 2002. Il basso costo opportunità dei depositi a vista ha continuato a sostenere l'attrattiva di questo tipo di depositi.

Dopo i cali registrati dal maggio 2003, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è rimasto sostanzialmente stabile in novembre. Vi sono inoltre i primi segnali che la riduzione del differenziale di crescita fra i depositi a breve scadenza a termine (ossia i depositi con durata prestabilita fino a due anni) e quelli a risparmio (ossia i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), in atto dalla fine del 2002, possa essersi conclusa. Il netto calo è stato collegato a cospicue ricomposizioni di portafoglio dai depositi a breve scadenza con durata prestabilita a favore di quelli a risparmio, a loro volta principalmente sospinte dal calo del differenziale fra i rispettivi tassi di interesse corrisposti dalle IFM. La recente stabilizzazione del differenziale d'interesse potrebbe essere il motivo per cui gli agenti economici hanno apparentemente interrotto le riallocazioni di portafoglio a sfavore dei depositi a breve scadenza con durata prestabilita.

Infine, il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili inclusi in M3 (la cui componente principale sono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari) è sceso al 6,4 per

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie per l'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie 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					
		2002	2003	2003	2003	2003	2003
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ott.	nov.
<b>M1</b>	<b>42,9</b>	<b>8,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>12,2</b>	<b>10,7</b>
Banconote e monete in circolazione	6,2	12,9	39,1	35,8	29,6	26,1	26,3
Depositi a vista	36,7	8,2	6,5	8,0	8,9	10,2	8,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,1	4,8	4,3	5,4	5,6	4,4	4,6
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,1	1,5	0,4	-0,2	-1,6	-4,0	-3,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,0	7,6	7,5	9,8	11,4	11,0	10,7
<b>M2</b>	<b>85,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>	<b>7,6</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,0	8,5	10,5	9,8	7,4	7,6	6,4
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>	<b>169,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>
Credito alle Amministrazioni pubbliche	36,4	2,0	2,1	3,4	4,8	6,7	7,1
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche	13,5	-1,2	-1,2	-0,5	1,0	1,4	1,5
Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	132,9	4,7	4,8	5,1	5,5	5,5	6,0
Prestiti al settore privato	115,5	4,8	5,0	4,6	4,9	5,1	5,6
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>	<b>51,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>

Fonte: BCE.

1) Alla fine di novembre 2003. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

cento in novembre. Guardando oltre le dinamiche mensili molto variabili, la moderazione di tale crescita, in atto dal secondo trimestre dello scorso anno, indica che gli investitori potrebbero aver gradualmente intrapreso riallocazioni di portafoglio a favore di attività a più lungo termine, non incluse in M3.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le principali contropartite di M3 nel bilancio consolidato del settore delle IFM, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al settore privato è salito al 5,6 per cento in novembre, dal 5,1 di ottobre (cfr. tavola 1), confermando i precedenti segnali di ripresa della crescita di tale aggregato. L'aumento della domanda di prestiti da parte del settore privato è probabilmente riconducibile al miglioramento delle prospettive economiche e al perdurante basso livello dei tassi di interesse sul credito bancario nell'area dell'euro. Nel contempo va considerato che le modifiche alla legislazione e alla normativa fiscale potrebbero avere un impatto al rialzo sulla crescita dei prestiti nel periodo a cavallo della fine dell'anno. Pertanto, bisognerà verificare se la ripresa della crescita dei prestiti delle IFM verrà confermata nel 2004.

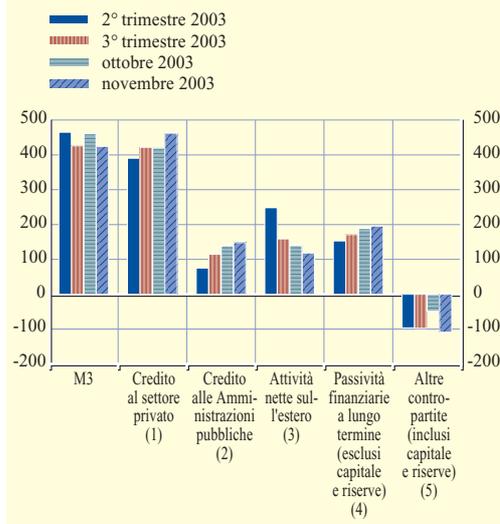
Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato più ampio del credito delle IFM al settore privato (che comprende, oltre ai prestiti, anche i titoli emessi dal settore privato e detenuti dalle IFM) è aumentato significativamente in novembre, al 6,0 per cento. Nello stesso periodo, il tasso di incremento del credito alle Amministrazioni pubbliche ha continuato a salire e si è collocato al 7,1 per cento (dal 6,7 in ottobre), riflettendo l'aumento dei disavanzi di bilancio.

Nel corso del 2003 la domanda di depositi a più lungo termine e di obbligazioni bancarie ha registrato una crescita graduale, probabilmente riconducibile all'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti che ha reso tali strumenti relativamente più appetibili rispetto ad attività a più breve termine. Di conseguenza, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitali e riserve) è salito gradualmente al 6,6 per cento in novembre, dal 5,0 di marzo. Anche ciò suggerisce il possibile inizio di una cauta riallocazione degli investimenti finanziari a favore di attività a più lungo termine.

Infine, nei dodici mesi fino a novembre le attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro sono diminuite in termini di flussi per il quinto mese consecutivo. Le variazioni di tale contropartita di M3 riflettono per lo più le operazioni, regolate tramite le IFM dell'area, fra non residenti e residenti diversi dalle IFM. Secondo i dati della bilancia dei pagamenti (disponibili fino a ottobre) il calo delle attività nette sull'estero, in termini di flussi nei dodici mesi, è principalmente riconducibile all'aumento degli acquisti di obbligazioni e azioni estere da parte dei residenti. Al contrario, il netto aumento osservato fra la metà del 2001 e la metà del 2003 rifletteva soprattutto un calo degli acquisti di azioni estere da parte dei residenti e, successivamente, un aumento degli acquisti di obbligazioni dell'area da parte di non residenti. Il calo degli ultimi cinque mesi sembra quindi riflettere l'inversione di alcune precedenti ricomposizioni di portafoglio, collegata all'attenuarsi della forte incertezza sui mercati finanziari.

**Figura 4 Variazioni di M3 e delle sue contropartite**

(flussi sui dodici mesi calcolati su dati di fine periodo; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.  
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

In sintesi, la moderazione della crescita di M3 nei mesi recenti è stata principalmente sospinta dall'aumento della crescita delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) e da un calo delle attività nette sull'estero (cfr. figura 4). Considerati congiuntamente, questi fattori segnalano la possibilità che gli agenti economici dell'area abbiano iniziato, sia pure con cautela, ad aumentare gli investimenti in attività finanziarie a più lungo termine e a ridurre quelli negli strumenti a breve termine compresi in M3. Nel contempo il forte aumento della crescita sui dodici mesi del credito delle IFM sia al settore privato sia alle Amministrazioni pubbliche ha continuato ad alimentare la crescita di M3.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha registrato un lieve aumento in ottobre. Uno sviluppo degno di nota è l'incremento del tasso di crescita dei titoli emessi dalle società non finanziarie, che ha parzialmente compensato il leggero calo osservato nei mesi estivi. La crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate da parte di residenti dell'area è proseguita a un ritmo moderato in ottobre.*

### TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è salito al 7,1 per cento in ottobre, dal 6,9 in settembre (cfr. figura 5). All'origine di questo risultato vi è la maggiore crescita sia dei titoli a breve termine (al 10,3 per cento, con un aumento di 0,9 punti percentuali) sia di quelli a lungo termine (al 6,8 per cento, con un aumento di 0,2 punti percentuali).

La scomposizione per settore emittente indica che la crescita dei titoli emessi da società non finanziarie è salita al 9,4 per cento, dall'8,8 del mese precedente (cfr. tavola 2), compensando par-

zialmente il lieve calo osservato durante i mesi estivi. Con riferimento alle società finanziarie non monetarie, l'incremento sui dodici mesi delle emissioni si è mantenuto elevato in ottobre, al 28,2 per cento. Tale crescita vigorosa ha in parte riflesso le emissioni effettuate indirettamente da società non finanziarie, soprattutto nei settori delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità, attraverso società finanziarie controllate.

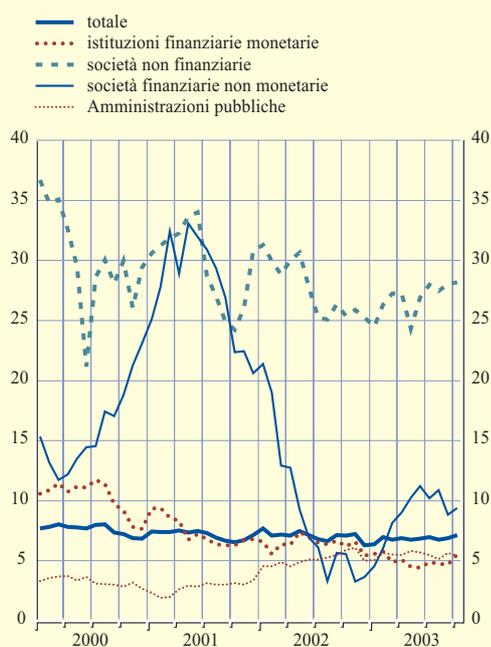
Per quanto attiene al settore pubblico, il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle Amministrazioni centrali è stato pari al 4,6 per cento in ottobre, sostanzialmente in linea con la crescita media in tale settore fra gennaio e ottobre. La crescita dei titoli di debito emessi dal resto del settore delle Amministrazioni pubbliche, che comprende principalmente le Amministrazioni statali e locali, è rimasta sostenuta.

### AZIONI QUOTATE

Dall'aprile 2003 il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è oscillato fra l'1,0 e l'1,3 per cento (cfr. figura 6, tavola 2 e il riquadro 2, *Nuove statistiche della BCE sulle transazioni di azioni quotate*), collocandosi all'1,1 per cento in ottobre. A livello settoriale, la crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie (pari a circa i tre quarti delle consistenze totali) e dalle IFM è rimasta invariata fra settembre e ottobre, rispettivamente all'1,0 e all'1,1 per cento. Per quanto attiene alle società finanziarie non monetarie (ovvero le società di assicurazione, i fondi pensione e altri intermediari finanziari diversi dalle IFM) la crescita sui dodici mesi è stata pari all'1,9 per cento in ottobre, invariata rispetto al mese precedente.

**Figura 5 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro**

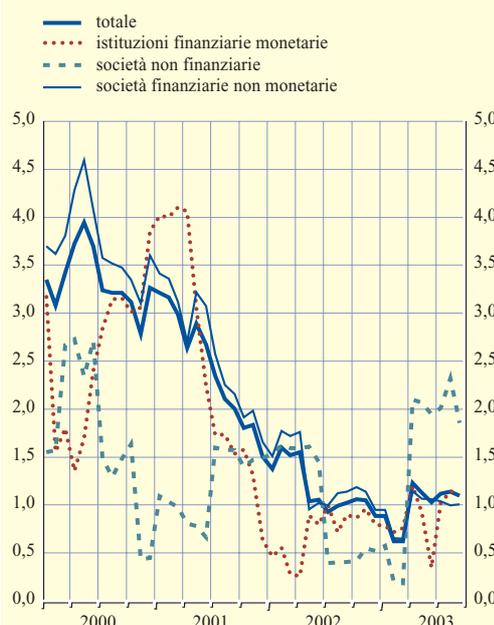
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.  
Nota: i tassi di crescita sono basati sulle transazioni finanziarie e pertanto sono calcolati al netto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

**Figura 6 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.  
Nota: i tassi di crescita sono basati sulle transazioni finanziarie e pertanto sono calcolati al netto di rivalutazioni e di ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

**Tavola 2 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro**

Settore emittente	Consistenze, (miliardi di euro) 2003 3° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2002	2003	2003	2003	2003	2003
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ott.	nov.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>8.657</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>
IFM	3.264	6,1	5,4	4,7	4,8	4,7	5,5
Società finanziarie non monetarie	641	25,5	26,0	26,2	27,8	28,0	28,2
Società non finanziarie	577	4,2	6,2	10,2	10,0	8,8	9,4
Amministrazioni pubbliche	4.173	5,7	5,4	5,7	5,4	5,7	5,4
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	3.964	4,8	4,4	4,7	4,7	4,9	4,6
Altre Amministrazioni pubbliche	209	28,4	31,4	28,8	22,0	23,2	21,3
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>3.304</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
IFM	495	0,9	0,8	0,8	1,1	1,1	1,1
Società finanziarie non monetarie	307	0,5	0,3	2,0	2,1	1,9	1,9
Società non finanziarie	2.502	1,1	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0

Fonte: BCE.

1) Per le azioni quotate e i titoli di debito, medie trimestrali di variazioni percentuali mensili sui dodici mesi.

## Riquadro 2

### NUOVE STATISTICHE DELLA BCE SULLE TRANSAZIONI DI AZIONI QUOTATE

In questo numero del Bollettino mensile vengono riportate per la prima volta le statistiche sulle transazioni mensili in azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro, con gennaio 1999 come periodo di riferimento iniziale (cfr. tavola 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). Esse integrano le statistiche già pubblicate sulle consistenze in essere apportando informazioni sulle nuove emissioni e sui rimborsi di azioni quotate. Il principale apporto positivo delle nuove statistiche è costituito dal fatto di rendere disponibili misure accurate dei fondi raccolti tramite le emissioni di azioni quotate. Tali misure si differenziano da quelle basate sul confronto delle consistenze in essere in quanto non includono rivalutazioni, riclassificazioni e altre variazioni non derivanti da transazioni. Dal punto di vista della politica monetaria è interessante seguire da vicino le emissioni di azioni a causa della loro importanza quale fonte di finanziamento. L'accesso diretto ai fondi sui mercati azionari è un'alternativa al ricorso ai mercati dei titoli di debito o a intermediari finanziari quali le banche. Nel corso del tempo, gli spostamenti tra diverse forme di finanziamento possono influire anche sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Questo riquadro descrive le nuove statistiche e ne evidenzia una serie di caratteristiche principali, tra cui le fluttuazioni delle emissioni di azioni quotate nel corso degli ultimi anni.

#### Descrizione delle nuove statistiche

Le azioni comprendono tutte le attività finanziarie che rappresentano diritti di proprietà nei confronti di società. Di norma, tali attività finanziarie attribuiscono ai loro possessori il diritto a una quota degli utili della società e, in caso di liquidazione, a una quota dell'attivo netto. Nella maggior parte dei casi esse conferiscono ai possessori anche il diritto di voto in occasione delle assemblee generali della società. Le azioni garantiscono in genere ai detentori un parziale diritto di proprietà sulla società mentre, nel caso dei titoli di debito, i detentori sono dei creditori. La categoria "azioni quotate" comprende tutte le azioni i cui prezzi sono quotati in una borsa riconosciuta o in altre forme di mercato regolamentato<sup>1)</sup>.

1) Cfr. anche il riquadro *Il recente miglioramento delle statistiche sulle emissioni di titoli* nel numero di gennaio 2003 di questo Bollettino.

Le statistiche sulle azioni quotate distinguono tra emissioni di società non finanziarie, istituzioni finanziarie monetarie e società finanziarie non monetarie.

I dati sulle transazioni in azioni quotate forniscono informazioni sulla quantità di fondi raccolti dall'emittente. Le transazioni rappresentano le emissioni di azioni quotate in cui l'emittente vende titoli a fronte di contante (emissioni lorde) oppure tutti i riacquisti di azioni quotate da parte dell'emittente in cui l'investitore riceve contante a fronte di titoli (rimborsi). Le emissioni lorde includono tanto le operazioni in cui le azioni delle società vengono quotate in borsa per la prima volta (*initial public offerings*) quanto quelle relative agli aumenti di capitale (*secondary public offerings*). Un esempio di rimborso è un riacquisto di azioni, da parte di una società, che porta a una riduzione di capitale. Le emissioni nette corrispondono alla differenza tra le emissioni lorde e i rimborsi.

Le transazioni e le consistenze in essere di azioni quotate sono riportate al valore di mercato. Per le transazioni, ciò significa che le emissioni nette e i rimborsi sono valutati al prezzo a cui sono avvenute le operazioni. Per le consistenze in essere, il valore di mercato è calcolato moltiplicando il numero di azioni in essere alla fine del periodo di riferimento per l'ultima quotazione azionaria per quel periodo. Ciò implica che le consistenze in essere riportate sono rivalutate ogni mese in base all'ultima quotazione.

Tuttavia, ai fini della misurazione dell'attività di emissione in termini di tassi di crescita, non si addicono raffronti intertemporali delle consistenze in essere ai prezzi di mercato, in quanto il loro contenuto informativo sarebbe distorto da variazioni non derivanti da transazioni quali i movimenti delle quotazioni azionarie. Per evitare tale inconveniente, i dati di nuova pubblicazione sulle transazioni di azioni quotate sono combinati con le consistenze in essere per produrre un "indice" delle consistenze nozionali finalizzato a calcolare i tassi di crescita sui dodici mesi per le azioni quotate, come già avviene per i titoli di debito e per gli aggregati monetari e le loro contropartite nel bilancio delle IFM.

### Andamenti recenti delle emissioni di azioni quotate

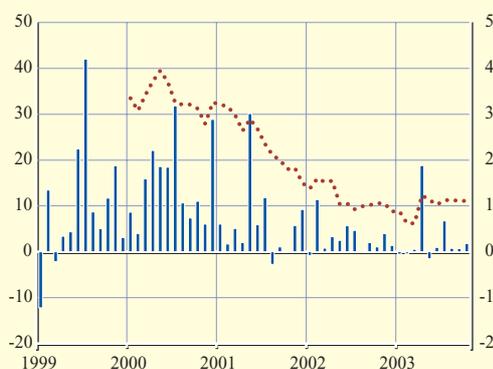
La decisione di un'impresa di emettere titoli è principalmente determinata dalle proprie necessità di finanziamento e la scelta degli strumenti per farvi fronte riflette, in larga misura, i prezzi relativi degli strumenti e considerazioni in merito alla tassazione, ai costi di fallimento, ai costi di agenzia e all'asimmetria informativa.

L'emissione di azioni quotate da parte di residenti nell'area dell'euro ha registrato alcune fluttuazioni negli ultimi anni <sup>2)</sup>. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro si è collocato attorno al 3,0 per cento nella prima

**Figura A Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro: emissioni nette e variazioni percentuali sui dodici mesi**

(dati mensili)

■ emissioni nette (scala di sinistra, miliardi di euro)  
●●● variazioni percentuali sui dodici mesi (scala di destra, variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

2) Cfr. anche il riquadro *Tendenze recenti delle emissioni di titoli azionari nell'area dell'euro* nel numero di marzo 2003 di questo Bollettino.

metà del 2000 prima che i corsi azionari cominciassero a calare (cfr. figura A). Successivamente, tale tasso ha subito una sostanziale e prolungata riduzione, scendendo allo 0,6 per cento nel marzo 2003. Più di recente si è osservato un parziale recupero e, da aprile 2003, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni è stato leggermente superiore all'1,0 per cento.

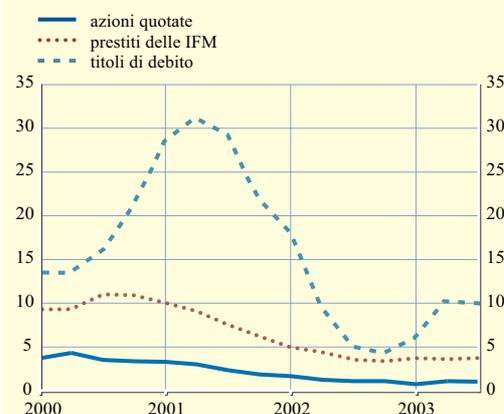
La moderata dinamica dell'attività economica nel 2001 e nel 2002 e il dissiparsi della bolla speculativa nel settore tecnologico hanno probabilmente contribuito al calo dell'attività di emissione sui mercati azionari. Nello stesso periodo, la significativa flessione dei corsi, l'elevata volatilità dei mercati azionari e molto probabilmente l'accrescersi del premio per il rischio azionario, unitamente a bassi livelli dei tassi di interesse, hanno determinato un costo del capitale di rischio relativamente elevato e hanno inoltre ridotto l'interesse di molte società per il finanziamento tramite i mercati azionari. Per contro, la ripresa delle quotazioni azionarie dall'ultimo minimo toccato nel marzo 2003 ha concorso a ridurre il costo delle emissioni azionarie; insieme al miglioramento della situazione economica generale, questo è stato uno dei principali motivi alla base dell'aumento nel 2003 del tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro.

L'emissione complessiva di azioni quotate è stata sospinta principalmente dall'attività di emissione delle società non finanziarie (cfr. figura 6 del testo principale). Tale settore ha concorso per tre quarti alle emissioni totali in essere alla fine di ottobre 2003 e rappresenta pertanto di gran lunga il maggiore segmento del mercato delle azioni quotate.

L'utilizzo di azioni quotate da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro è tuttavia diminuito rispetto agli altri metodi di finanziamento esterno. La figura B mostra che, per le società non finanziarie, dal 2000 il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse è stato significativamente inferiore ai corrispondenti tassi di crescita dei titoli di debito emessi e dei prestiti concessi dalle IFM. Inoltre, i dati annuali sulle transazioni desunti dai conti finanziari indicano che tra il 1999 e il 2002 è calata anche la proporzione di azioni quotate emesse rispetto alle azioni non quotate e altre partecipazioni. In termini di struttura complessiva del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro, alla fine del 2002 le consistenze in essere delle

**Figura B Finanziamento delle società non finanziarie: confronto fra azioni quotate, titoli di debito e prestiti delle IFM**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati trimestrali<sup>1)</sup>)

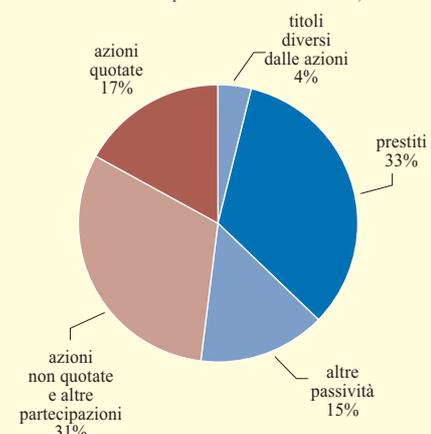


Fonte: BCE.

1) Per le azioni quotate e i titoli di debito, medie trimestrali di variazioni percentuali mensili sui dodici mesi.

**Figura C Composizione del finanziamento delle società non finanziarie**

(percentuali sul totale delle passività alla fine del 2002)



Fonte: BCE.

Nota: le altre passività includono i crediti commerciali e i pagamenti anticipati ricevuti.

azioni quotate hanno rappresentato solo il 17 per cento delle passività del settore (cfr. figura C), mentre è degno di nota che l'importanza, come fonte di finanziamento, delle azioni non quotate e delle altre partecipazioni sia stata quasi doppia rispetto a quella delle azioni quotate.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Dopo un leggero aumento in novembre, i tassi di interesse del mercato monetario sono nuovamente calati nel corso di dicembre e nella prima metà di gennaio. La flessione è stata particolarmente accentuata per le scadenze più lunghe, con una conseguente attenuazione dell'inclinazione positiva della curva dei rendimenti del mercato monetario.

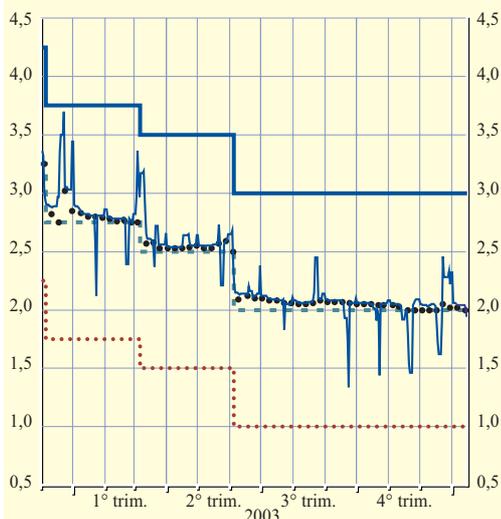
Per la maggior parte del periodo compreso tra la fine di novembre 2003 e il 14 gennaio 2004 il tasso di interesse *overnight* misurato dall'Eonia si è mantenuto su valori di poco superiori al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema del 2 per cento. Nella seconda metà di dicembre l'Eonia ha registrato alcune fluttuazioni, influenzato dal mutare delle percezioni circa le condizioni di liquidità verso la fine del periodo di mantenimento delle riserve e, successivamente, dal consueto effetto di fine anno risultante dalla volontà delle istituzioni finanziarie di riequilibrare i propri bilanci in chiusura di esercizio (cfr. figura 7).

I tassi di interesse Euribor sono diminuiti fra la fine di novembre e il 14 gennaio. In tale data l'Euribor a dodici mesi è sceso di 28 punti base, al 2,19 per cento. Il calo dei tassi di interesse per le scadenze

**Figura 7 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight***

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

- tasso di finanziamento marginale
- tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale
- - - tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso *overnight* (EONIA)
- tasso marginale nelle operazioni di rifinanziamento principali

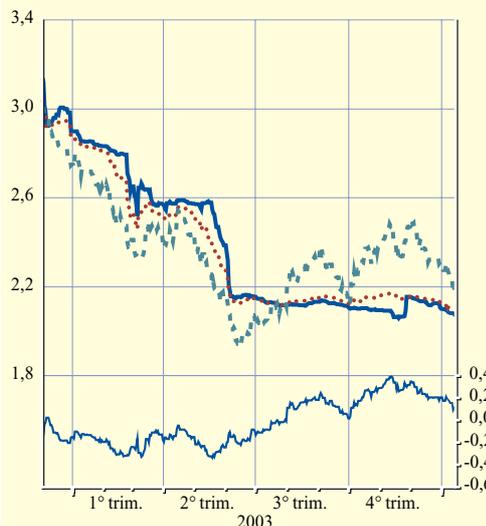


Fonti: BCE e Reuters.

**Figura 8 Tassi di interesse a breve termine e inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario**

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

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



Fonte: Reuters.

più brevi è stato meno pronunciato. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dalla differenza tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, si è ridotta, scendendo dai 32 punti base di fine novembre a 12 punti il 14 gennaio (cfr. figura 8). Nello stesso giorno, i tassi con scadenza fino a sei mesi si sono collocati su livelli relativamente prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema del 2 per cento.

La flessione dei tassi a breve termine del mercato monetario ha trovato in genere corrispondenza nell'evoluzione del tasso Euribor a tre mesi implicito nei prezzi dei contratti *future*. Ad esempio, il tasso implicito nei contratti con scadenza in settembre 2004 è calato di 61 punti base tra la fine di novembre e il 14 gennaio, portandosi in tale data al 2,25 per cento. Ciò indica che in quel periodo gli operatori di mercato hanno rivisto al ribasso le proprie aspettative circa l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine.

In dicembre e nella prima metà di gennaio i tassi di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono stati relativamente prossimi al tasso minimo di offerta fissato per tali operazioni. Nel corso di quel periodo il tasso marginale e quello medio si sono collocati, in media, rispettivamente 1 e 4 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 18 dicembre tali tassi sono risultati molto prossimi all'Euribor a tre mesi allora prevalente, rimanendo pressoché invariati rispetto all'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 27 novembre.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti tra la fine di novembre 2003 e il 14 gennaio 2004. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è rimasta stabile in tale periodo, ma si è mantenuta su livelli elevati, specie negli Stati Uniti.*

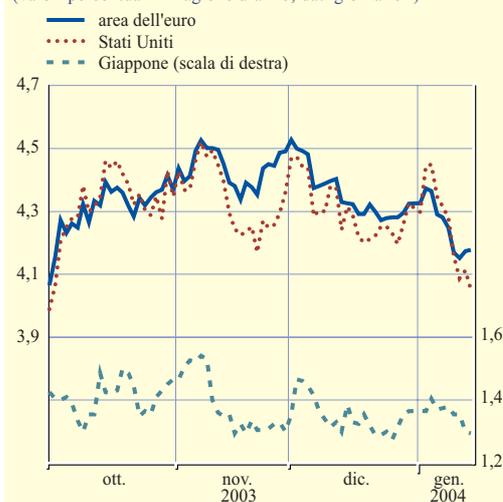
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono calati di 30 punti base tra la fine di novembre e il 14 gennaio, per collocarsi al 4 per cento in tale ultima data (cfr. figura 9). I rendimenti obbligazionari sono stati influenzati da diversi fattori nel periodo in esame. Da un lato, gli operatori di mercato hanno cominciato ad aspettarsi che la Federal Reserve manterrà i tassi di riferimento per la politica monetaria ai bassi livelli correnti più a lungo di quanto anticipato in precedenza. Dall'altro lato, pubblicazioni di dati macroeconomici positivi hanno occasionalmente esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari.

Le attese d'inflazione a lungo termine degli investitori sono sembrate diminuire lievemente tra la fine di novembre e il 14 gennaio, come indicato dalla flessione di 10 punti base del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni misurato

**Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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

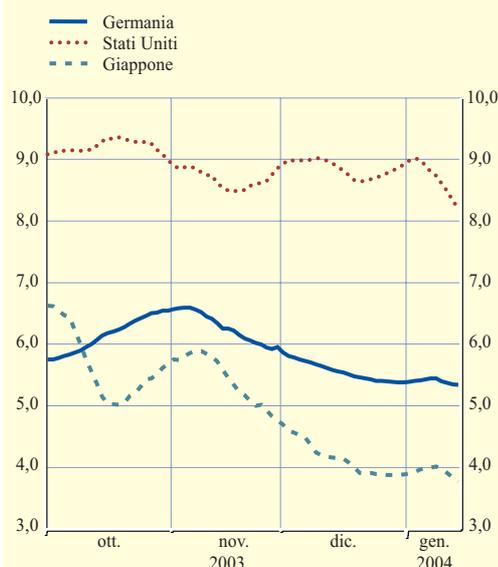


Fonte: Reuters.

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

**Figura 10 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari**

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

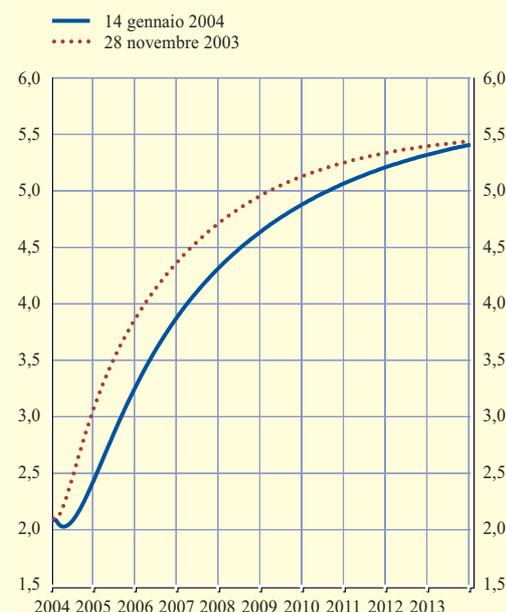


Fonte: Bloomberg.

Nota: la serie della volatilità implicita riportata nella figura è ottenuta considerando, per ogni data, la volatilità implicita derivata dalle opzioni sul generico contratto future più prossimo a scadenza, purché con vita residua superiore a 20 giorni, così come definito da Bloomberg. Questo significa che 20 giorni prima della scadenza di ogni contratto vengono effettuati avvicendamenti nel gruppo di contratti utilizzato come riferimento per il calcolo della volatilità implicita, dal contratto più prossimo a scadenza a quello successivo.

**Figura 11 Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap**

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



Fonte: stima della BCE.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino (pag. 26). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti swap.

dal differenziale di rendimento fra i titoli di Stato nominali e quelli indicizzati all'inflazione comparabili. La volatilità implicita del mercato obbligazionario – una misura dell'incertezza degli operatori di mercato circa gli andamenti futuri dei rendimenti obbligazionari – negli Stati Uniti è diminuita leggermente in dicembre e nella prima metà di gennaio (cfr. figura 10), pur mantenendosi su livelli elevati in una prospettiva di più lungo periodo.

## GIAPPONE

In Giappone i rendimenti obbligazionari a lungo termine in dicembre e nella prima metà di gennaio sono rimasti sostanzialmente stabili all'1,3 per cento circa. Ciò è parso riflettere le attese da parte degli operatori di mercato che nel medio periodo i tassi a breve termine rimarranno sugli attuali livelli molto bassi. L'incertezza tra gli operatori di mercato dovrebbe essere diminuita nel periodo in esame, come indicato da un calo della volatilità implicita del mercato obbligazionario.

## AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato hanno subito riduzioni su tutte le scadenze nel periodo compreso tra la fine di novembre e il 14 gennaio. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono calati di 30 punti base al 4,2 per cento. La generale flessione dei rendimenti obbligazionari è sembrata in parte rispecchiare aspettative tra gli operatori di mercato che nell'area dell'euro i tassi di interesse a breve termine rimarranno su livelli bassi più a lungo di quanto anticipato alla fine di novembre (cfr. figura 11). Gli effetti di pubblicazioni di dati macroeconomici sostanzialmente corroboranti lo scenario

di una ripresa nell'area dell'euro sono stati in parte controbilanciati dalle preoccupazioni degli operatori circa il potenziale impatto negativo del recente forte apprezzamento dell'euro sulla competitività di prezzo degli esportatori dell'area. Le aspettative medie di crescita a lungo termine degli investitori sono parse diminuire tra la fine di novembre e il 14 gennaio, come indicato dalla riduzione di 20 punti base dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco), collocatisi all'1,9 per cento nell'ultima data. Inoltre, nello stesso periodo si è registrato un lieve calo di circa 10 punti base del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni derivato dal differenziale fra i rendimenti nominali dei titoli a dieci anni e quelli sui titoli con pari scadenza indicizzati all'inflazione armonizzata dell'area dell'euro (esclusi i tabacchi).

Il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro è variato poco nelle ultime settimane in base ai recenti andamenti della volatilità implicita del mercato obbligazionario. Il 14 gennaio tale volatilità si collocava a un livello lievemente inferiore alla media registrata dal gennaio 1999.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE DELLE IFM

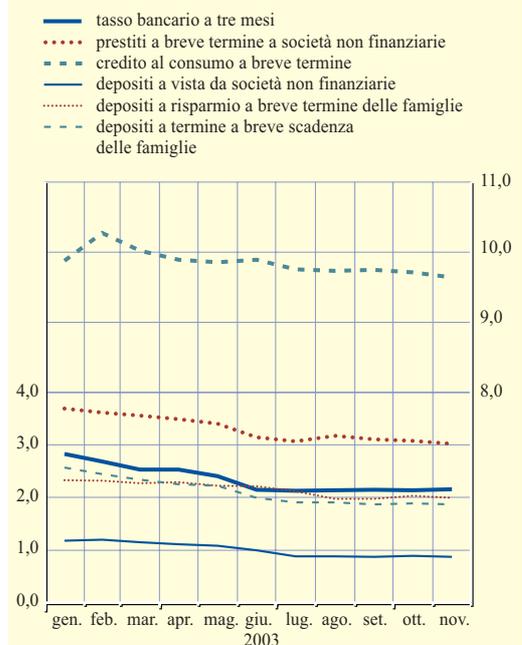
*Nel periodo compreso tra giugno e novembre 2003 i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui contratti nuovi sono rimasti invariati, mentre quelli a lungo termine hanno mostrato andamenti contrastanti.*

### TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE DELLE IFM

Dopo essere calati nella prima metà del 2003, in novembre la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM sono rimasti sostanzialmente invariati, come nei quattro mesi precedenti (cfr. figura 12). Di conseguenza, tra gennaio e novembre i tassi applicati ai depositi a risparmio a breve termine delle famiglie (ossia ai depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e ai depositi a vista di società non finanziarie sono scesi di oltre 30 punti base, mentre il tasso applicato ai depositi a termine a breve scadenza delle famiglie (ossia a quelli con durata prestabilita fino a un anno) è diminuito di 70 punti base. Nello stesso periodo i tassi sui prestiti a breve termine a società non finanziarie (vale a dire quelli superiori al milione di euro a tasso variabile o con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) e il tasso applicato ai conti correnti attivi (scoperti di conto) delle famiglie sono calati rispettivamente di circa 65 e 25 punti base. È utile raffrontare gli andamenti dei tassi a breve termine delle IFM con i movimenti dei tassi del mercato monetario. Il tasso del mercato monetario a tre mesi, ad esempio, ha registrato una riduzione complessiva di circa 65 punti base tra gennaio e novembre.

**Figura 12 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine**

(variazioni percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.

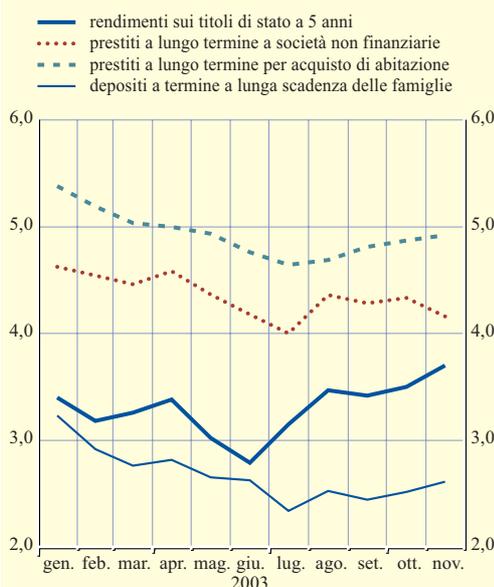
Nota: i prestiti a breve termine a società non finanziarie includono i prestiti superiori a un milione di euro a tasso variabile o con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno. I depositi a risparmio e quelli a termine a breve scadenza delle famiglie comprendono i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi e quelli con durata prestabilita fino a un anno, rispettivamente.

## TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE DELLE IFM

In novembre i tassi a lungo termine applicati dalle IFM ai nuovi contratti hanno fatto osservare andamenti contrastanti (cfr. figura 13). I tassi sui depositi a termine a lunga scadenza e sui prestiti a lunga scadenza per l'acquisto di abitazioni sono aumentati, mentre per le società non finanziarie i tassi sui prestiti a lunga scadenza e sui depositi a termine sono diminuiti. Gli andamenti della maggior parte dei tassi a lungo termine sono stati piuttosto differenziati anche da giugno, il mese a partire dal quale i rendimenti dei titoli di Stato hanno iniziato a segnare una tendenza al rialzo. Da giugno a novembre il tasso sui depositi a termine a lunga scadenza delle famiglie (ossia su quelli con durata prestabilita superiore a due anni) è rimasto sostanzialmente immutato. Nello stesso periodo, il tasso sui prestiti a lungo termine per l'acquisto di abitazioni (vale a dire su quelli con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni) sono aumentati di circa 15 punti base, mentre il tasso sui prestiti a lungo termine a società non finanziarie (vale a dire su quelli superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) è rimasto sostanzialmente invariato.

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

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



Fonte: BCE.

Nota: i prestiti a lungo termine a società non finanziarie sono prestiti superiori al milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni. I prestiti a lungo termine per acquisto di abitazione sono prestiti con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni. I depositi a termine a lunga scadenza comprendono i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*Dopo gli aumenti dei mesi precedenti, le quotazioni azionarie mondiali sono ulteriormente salite in dicembre e nella prima metà di gennaio. Gli incrementi potrebbero avere rispecchiato in parte alcune pubblicazioni di dati macroeconomici favorevoli e nuovi segnali di miglioramento della redditività delle imprese. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita nel periodo. Questa riduzione, unitamente a una crescente propensione al rischio da parte degli investitori, sembra avere altresì contribuito al rialzo delle quotazioni azionarie.*

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentate del 7 per cento circa tra la fine di novembre 2003 e il 14 gennaio 2004 (cfr. figura 14). Tale rialzo è sembrato riflettere, in certa misura, annunci di utili in genere superiori al previsto da parte delle società, in particolare del settore finanziario, e una valutazione leggermente più ottimistica delle prospettive sugli utili a breve termine da parte degli investitori. In aggiunta, i recenti incrementi delle quotazioni potrebbero essere riconducibili all'elevato livello dei prezzi del petrolio e al suo impatto positivo sugli utili delle società del settore energetico. Di fatto, in dicembre gli aumenti degli indici azionari hanno tratto origine principalmente nei settori energetico e finanziario. L'incertezza del mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita derivata dal prezzo delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500,

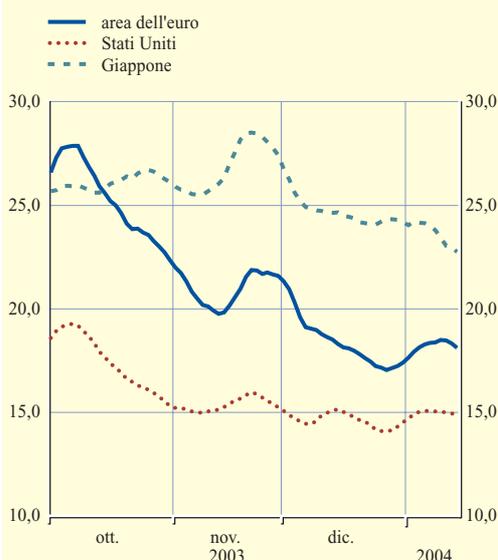
è lievemente diminuita tra la fine di novembre e il 14 gennaio, collocandosi alla fine del periodo in esame su un livello significativamente inferiore alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 15).

### GIAPPONE

In Giappone le quotazioni azionarie sono complessivamente aumentate in dicembre e nella prima metà di gennaio in un contesto piuttosto volatile. L'incremento complessivo dei corsi azionari è parso dipendere dalla pubblicazione di dati macroeconomici nazionali per lo più positivi, a indicazione che gli operatori di mercato sono divenuti più ottimisti circa le prospettive economiche del paese. Inoltre, una riduzione dell'incertezza del mercato azionario può altresì aver concorso al rialzo. La volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, che misura l'incertezza del mercato azionario nipponico, è calata notevolmente tra la fine di novembre e il 14 gennaio (cfr. figura 15), portandosi a un livello di poco inferiore alla media registrata dal 1999.

**Figura 15 Volatilità implicita dei mercati azionari**

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

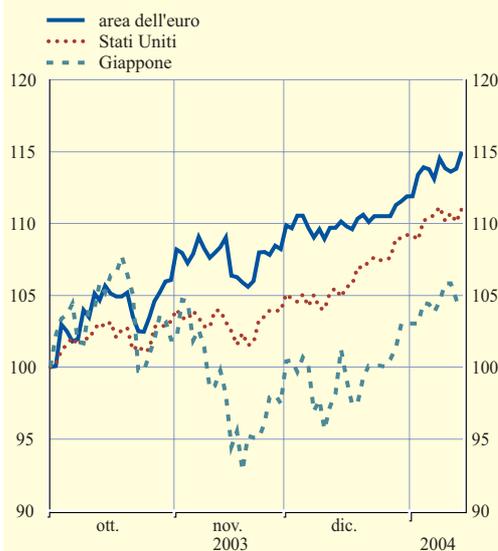


Fonte: Bloomberg.

Nota: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei prezzi dei titoli azionari su un periodo fino a tre mesi, derivata dai prezzi delle opzioni sugli 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.

**Figura 14 Indici dei corsi azionari**

(indici: 1° ottobre 2003 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

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

### AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono cresciute del 6 per cento circa tra la fine di novembre e il 14 gennaio. Come nel caso degli Stati Uniti tale andamento potrebbe riflettere una valutazione più positiva da parte degli operatori di mercato circa le prospettive per gli utili a breve termine. L'aumento degli indici è parimenti riconducibile al forte contributo del settore energetico, che ha beneficiato del livello relativamente elevato dei prezzi del petrolio, e a quello del settore finanziario, che è parso trarre vantaggio, tra le altre cose, da aspettative di un ulteriore risanamento all'interno del settore. I corsi azionari sono stati sostenuti anche dai cali nell'area sia dei tassi di interesse reali a lungo termine che dell'incertezza tra gli operatori di mercato. La riduzione dell'incertezza degli operatori di mercato è indicata dal marcato calo della volatilità implicita derivata dal prezzo delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 tra la fine di novembre e il 14 gennaio (cfr. figura 15). In tale ultima data la volatilità implicita del mercato azionario si collocava in prossimità dei minimi registrati dall'inizio della Terza fase dell'UEM.

## 3 PREZZI E COSTI

I prezzi dei prodotti energetici e alimentari sembrano essere i principali fattori sottostanti all'andamento dell'inflazione armonizzata negli ultimi due mesi del 2003; in novembre, infatti, hanno contribuito in misura significativa all'aumento dell'inflazione al 2,2 per cento (dal 2,0 per cento in ottobre), mentre in dicembre hanno concorso alla sua riduzione al 2,1 per cento, secondo la stima rapida dell'Eurostat. Nonostante l'aumento in novembre del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni industriali, gli ultimi sviluppi non indicano vigorose spinte al rialzo sui prezzi ai primi stadi della catena produttiva. Ciò è in larga misura riconducibile all'effetto moderatore dell'apprezzamento dell'euro. Per quanto riguarda il costo del lavoro, gli andamenti più recenti continuano a indicare una stabilizzazione della crescita salariale nell'area dell'euro dall'inizio del 2002. Alla luce di quanto detto, e in assenza di ulteriori shock sui prezzi, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe scendere sotto il 2 per cento nel 2004, per poi attestarsi su valori in linea con la stabilità dei prezzi.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER DICEMBRE 2003

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area si è attestata al 2,1 per cento in dicembre (cfr. tavola 3), ossia 0,1 punti percentuali in meno rispetto a novembre. Malgrado le incertezze che caratterizzano le prime stime, la flessione sembra in parte dovuta al calo del tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi dell'energia, a sua volta in parte spiegabile con l'apprezzamento dell'euro. Pare inoltre che il forte aumento dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, verificatosi l'estate scorsa, stia cominciando a riassorbirsi. La stima rapida implicherebbe un tasso medio di inflazione misurata sullo IAPC per il 2003 al 2,1 per cento.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA A NOVEMBRE 2003

A causa principalmente di un effetto base sui prezzi dell'energia, ma anche di alcuni ulteriori aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari dovuti alle imposte sui tabacchi, l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,2 per cento in novembre, rispetto al 2,0 in ottobre. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è rimasto invariato al 2,0 per cento, a indicare che l'aumento del tasso di crescita dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati ha compensato la lieve flessione del tasso di variazione

Tavola 3 Prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2003 lug.	2003 ago.	2003 set.	2003 ott.	2003 nov.	2003 dic.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,3	.	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1
Beni energetici	-0,6	.	2,0	2,7	1,6	0,7	2,2	.
Alimentari non trasformati	3,1	.	2,7	3,3	4,2	3,9	4,0	.
Alimentari trasformati	3,1	.	3,1	3,0	3,2	3,5	3,9	.
Beni industriali non energetici	1,5	.	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	.
Servizi	3,1	.	2,3	2,5	2,5	2,5	2,4	.
<b>Altri indicatori di prezzo</b>								
Prezzi alla produzione dei beni industriali	-0,1	.	1,3	1,3	1,1	0,9	1,4	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	25,0	26,5	23,9	24,7	24,6	24,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	-7,5	-5,2	-4,7	-3,7	0,2	-0,2

Fonti: Eurostat, (Thomson Financial Datastream) e HWWA (Istituto per l'economia internazionale di Amburgo).

1) L'inflazione misurata sullo IAPC in dicembre 2003 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi.

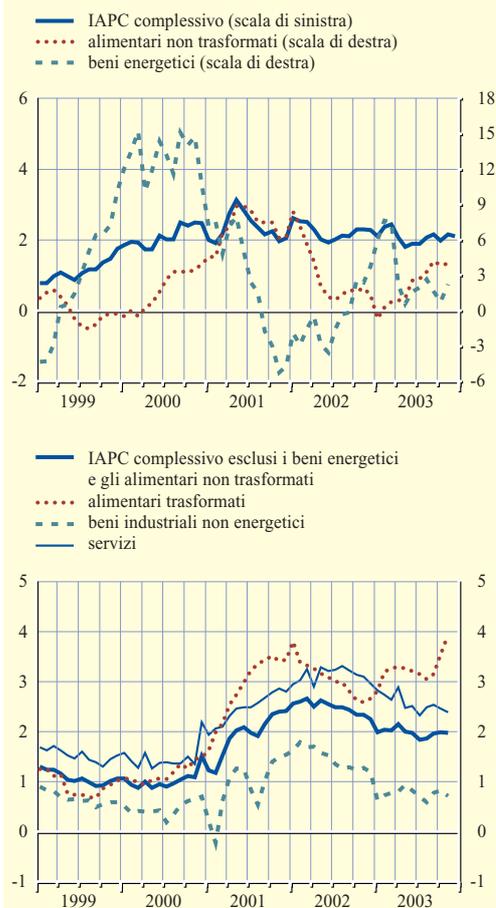
In novembre, entrambe le componenti dello IAPC caratterizzate da maggiore volatilità hanno contribuito, pur in misura diversa, all'aumento dell'inflazione. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia è salito al 2,2 per cento in novembre, rispetto allo 0,7 del mese precedente (cfr. figura 16). Questo incremento è riconducibile a un effetto base, in quanto in novembre i prezzi dell'energia sono lievemente diminuiti rispetto al mese precedente, principalmente a causa dell'andamento dei prezzi del gas. Al contempo, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati è lievemente aumentato in novembre al 4,0 per cento. Esistono alcune differenze tra i paesi dell'area in relazione all'andamento dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati. In alcuni paesi sembrano essere rientrati gli effetti delle eccezionali condizioni climatiche dell'estate scorsa, mentre in altri i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle verdure sono aumentati ancora in novembre.

Inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è aumentato al 3,9 per cento, sempre a novembre, rispetto al 3,5 del mese precedente, principalmente a causa dell'aumento delle imposte sui tabacchi in Francia. Nei prossimi mesi sono previsti ulteriori aumenti delle imposte sui tabacchi in numerosi Stati membri. Il riquadro 3

esamina più dettagliatamente i recenti andamenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati e i loro effetti sull'inflazione armonizzata. A differenza dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi è sceso

**Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

### RIQUADRO 3

#### L'IMPATTO DELLA DINAMICA DELLE IMPOSTE INDIRETTE E DEI PREZZI AMMINISTRATI SULL'INFLAZIONE

Negli anni recenti i prezzi amministrati e le imposte indirette (soprattutto sui tabacchi) hanno esercitato un impatto crescente sull'inflazione dell'area dell'euro e hanno costituito uno dei fattori responsabili della relativa vischiosità dell'inflazione al consumo negli ultimi due anni. Nei prossimi mesi ci si attende un ulteriore lieve impatto al rialzo, di cui tuttavia non è possibile definire con certezza né i tempi precisi né l'entità.

## Imposte indirette

Le imposte indirette gravano su molti beni e servizi, sia sotto forma di imposte sul valore aggiunto (che interessano un'ampia gamma di beni e servizi diversi), sia sotto forma di imposte specifiche (relative ad alcuni beni e servizi, quali i tabacchi e l'energia). Mentre le imposte sui tabacchi hanno subito numerosi incrementi dal gennaio 2002, le altre imposte indirette sono aumentate in modo meno pronunciato.

L'aumento delle accise sul tabacco in diversi paesi dell'area dell'euro fra il 2002 e il 2003 viene per lo più ricondotto agli sforzi per disincentivarne il consumo, a fini di tutela della salute pubblica, ma può anche riflettere la necessità dei governi di aumentare le entrate per fare fronte alle pressioni di bilancio. Dal gennaio 2002 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi del tabacco nell'area dell'euro è aumentato in misura significativa (cfr. figura A), principalmente sospinto dall'aumento delle imposte, salendo all'11,6 per cento nel novembre 2003. Per il 2004, ci si attende che gli aumenti approvati o proposti delle imposte indirette abbiano un ulteriore impatto al rialzo sui prezzi in diversi paesi dell'area.

Anche le altre imposte indirette, come le tasse sull'energia o l'imposta sul valore aggiunto (IVA), hanno un impatto sulla dinamica dei prezzi. Tuttavia, le aliquote IVA sono rimaste per lo più invariate negli ultimi due anni e le imposte sull'energia hanno subito aumenti meno pronunciati rispetto alle imposte sul tabacco.

## I prezzi amministrati

Come per le imposte indirette, la dinamica dei prezzi amministrati riveste un certo interesse in quanto non è necessariamente sospinta, almeno nel breve termine, da fattori macroeconomici generali, quali i prezzi e i costi esterni e interni o il ciclo economico. L'analisi dei prezzi amministrati, tuttavia, è complicata dalle difficoltà associate alla loro definizione, soprattutto a livello di area, in quanto quelli che sono prezzi amministrati in un paese possono essere prezzi definiti dal mercato in un altro, e anche all'interno di uno stesso paese non è sempre facile distinguere fra prezzi di mercato e prezzi amministrati. La figura B illustra la dinamica di una misura dei prezzi amministrati al-

**Figura A Prezzi dei tabacchi e inflazione complessiva misurata sullo IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi e punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Prezzi amministrati e inflazione complessiva misurata sullo IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi e punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

l'interno della componente dei servizi dello IAPC<sup>1)</sup>, la cui interpretazione deve essere soggetta alle cautele derivanti dalla considerazione delle problematiche appena accennate. Dal gennaio 2001 la variazione sui dodici mesi di tale misura è stata superiore a quella dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo. Il contributo dei prezzi amministrati all'inflazione, tuttavia, è aumentato più di quanto implicato dai tassi di variazione dei prezzi amministrati e dello IAPC complessivo, e ciò in seguito all'inclusione nello IAPC, a partire dal gennaio 2001, di alcuni prezzi relativi ai servizi sanitari, di protezione sociale e istruzione. Va sottolineato che queste stime tengono conto di un insieme piuttosto limitato di prezzi amministrati. Esistono altri prezzi completamente o parzialmente amministrati (come i canoni di locazione regolamentati) che non sono stati considerati in questa analisi. Guardando al futuro, è possibile che nel 2004 le misure proposte o approvate abbiano un ulteriore impatto al rialzo sui prezzi amministrati di beni e servizi in diversi paesi dell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

### **Possibili sviluppi futuri**

Come già indicato, le misure proposte o approvate consentono di prevedere un ulteriore impatto al rialzo delle imposte sui tabacchi e dei prezzi amministrati nel 2004. Tuttavia, è importante sottolineare che tali effetti non possono sempre essere individuati e quantificati in anticipo. Le procedure di bilancio variano a seconda dei paesi, cosicché l'attuazione di alcune misure può essere resa nota con anticipo, mentre per altre vengono fornite poche informazioni. Inoltre, i dati sui prezzi assoluti (in euro) di beni e servizi specifici, necessari per ottenere una stima quantitativa precisa dell'impatto sull'inflazione, non sono facilmente disponibili. Infine, nei casi in cui i prezzi vengono applicati per la prima volta o in cui le regole di definizione dei prezzi sono complesse, è possibile che la trasmissione o l'impatto sullo IAPC non siano facilmente determinabili in anticipo.

Per gli orizzonti temporali più lunghi, come il 2005 e superiori, non sono disponibili informazioni sufficienti sulle possibili modifiche alle imposte indirette e ai prezzi amministrati. Poiché tali misure sono spesso definite solo poco prima della loro attuazione, esse potranno implicare delle revisioni alle previsioni di inflazione precedentemente pubblicate. Questo perché la maggior parte degli esercizi di previsione o proiezione, compresi quelli della BCE, tengono generalmente conto soltanto delle misure fiscali già pianificate o che siano state già oggetto di decisioni formali.

- 1) Considerate le differenze fra i paesi dell'area dell'euro, la misura dei prezzi amministrati non può che essere molto rudimentale e limitata. Le voci incluse in questa misura sono la raccolta dei rifiuti (ponderazione nello IAPC nel 2003 dello 0,5 per cento), la raccolta dei rifiuti speciali (0,5 per cento), i servizi medici e farmaceutici (0,9), i servizi dentistici (0,6), i servizi ospedalieri (0,7), il trasporto ferroviario passeggeri (0,4), i servizi postali (0,2), l'istruzione (0,9) e la protezione sociale (0,9). Il loro peso aggregato nello IAPC è del 5,6 per cento.
- 2) Le modifiche previste ai prezzi amministrati nel 2004 interessano i prezzi tanto di beni che di servizi, soprattutto sanitari.

di 0,1 punti percentuali, rispettivamente allo 0,7 e al 2,4 per cento. Per la prima componente, il rallentamento è stato relativamente generalizzato in tutte le voci. Ciò indica che l'andamento dei prezzi dei beni industriali non energetici è stato contenuto dall'apprezzamento dell'euro. Peraltro, è difficile valutare con esattezza quanto l'apprezzamento dell'euro possa avere influito, considerata la stagionalità relativamente marcata che caratterizza alcuni di tali prezzi.

## **3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA**

Grazie in larga misura all'effetto moderatore dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, la pressione sui prezzi ai primi stadi della catena produttiva è al momento contenuta. In particolare

l'apprezzamento ha contribuito a contenere l'aumento delle quotazioni delle materie prime non petrolifere conseguente all'incremento della relativa domanda mondiale. Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione (IPP) per l'area, al netto delle costruzioni, è salito all'1,4 per cento in novembre, dallo 0,9 del mese precedente (cfr. figura 17). Questo andamento ha rispecchiato principalmente un aumento dei tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici. Di conseguenza, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPP, al netto dell'energia, è aumentato solamente di 0,1 punti percentuali rispetto a ottobre 2003.

I prezzi alla produzione dell'energia sono aumentati del 3,4 per cento in novembre sui dodici mesi, rispetto all'1,7 del mese precedente. Questo aumento è interamente imputabile a un effetto base connesso al netto calo dei corsi petroliferi espressi in euro nel novembre 2002. Nel novembre di quest'anno il prezzo del greggio espresso in euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. Sempre in novembre, i prezzi nel comparto dei beni di investimento sono aumentati dello 0,5 per cento sui dodici mesi. Sebbene questo tasso di crescita sia rimasto immutato rispetto ai due mesi precedenti, è prematuro concludere se ciò rappresenti un'interruzione dell'andamento al rialzo iniziato nei primi mesi del 2003. Nei comparti dei beni di consumo e intermedi, il tasso di variazione sui dodici mesi si è attestato, rispettivamente, all'1,5 e allo 0,3 per cento, con un aumento per entrambi di 0,2 punti percentuali rispetto al mese precedente. L'apprezzamento dell'euro avrebbe esercitato su questi prezzi un effetto moderatore, controbilanciato, rispettivamente, dai prezzi più elevati dei tabacchi e dall'aumento dei corsi internazionali delle materie prime.

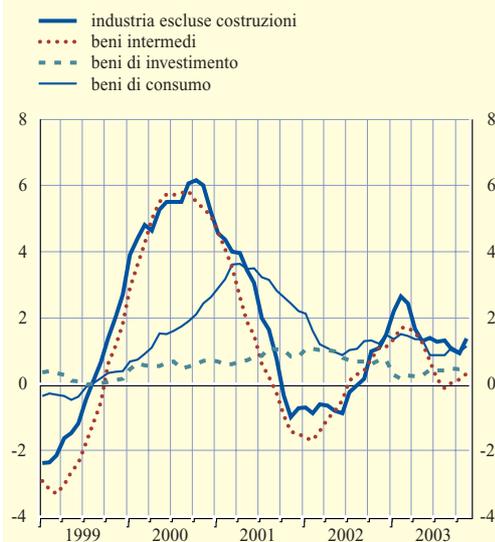
In dicembre, l'*Eurozone Input Price Index* per il settore manifatturiero (EPI), basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti, è salito ulteriormente a 53,6, a indicare un aumento contenuto delle pressioni sui prezzi ai primi stadi della catena produttiva. Questa crescita sarebbe dovuta al rafforzamento della domanda internazionale per molte materie prime, segnatamente i metalli. L'EPI è in crescita dal luglio dello scorso anno e negli ultimi tre mesi è rimasto sopra il valore soglia di 50, che segna la linea di demarcazione tra il calo e l'aumento dei prezzi.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Per quanto riguarda il costo del lavoro, i più recenti andamenti continuano a indicare una stabilizzazione della crescita salariale nell'area dell'euro dall'inizio del 2002 (cfr. figura 18). Ad esempio, secondo le stime pubblicate dall'Eurostat (cfr. tavola 4), la crescita dei redditi per occupato nell'area e quella del costo totale del lavoro per ora lavorata nel settore delle imprese non agricole si sono entrambi ridotte, sul periodo corrispondente, tra il secondo e il terzo trimestre del 2003, attestandosi rispettivamente al 2,5 e al 3,0 per cento. A livello settoriale, il tasso di crescita dei

**Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

**Tavola 4 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2001	2002	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,4	2,5
Costo orario complessivo del lavoro	3,3	3,5	3,2	3,5	3,1	3,3	3,0
Retribuzioni lorde mensili	2,9	3,0	3,1	3,1	2,9	2,8	2,6
Redditi per occupato	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,2	0,4	0,6	0,9	0,6	0,0	0,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,5	2,1	1,9	1,5	2,0	2,7	2,4

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

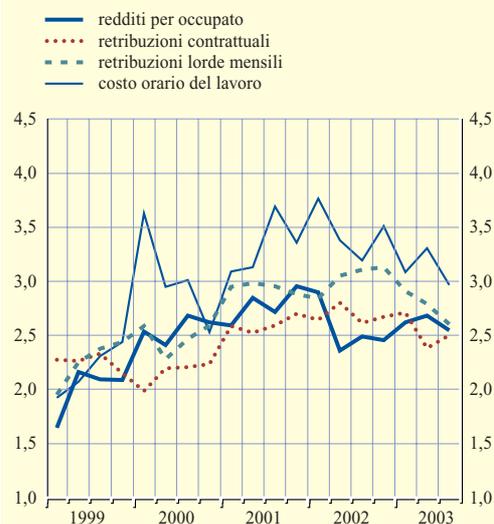
redditi per occupato è risultato inferiore sia nell'industria (comprese le costruzioni), sia nel settore dei servizi di mercato. Nel contempo, tra il secondo e terzo trimestre del 2003, è diminuito anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni lorde mensili (dal 2,8 al 2,6 per cento), mentre l'indicatore delle retribuzioni contrattuali ha fatto segnare una lieve accelerazione (dal 2,4 al 2,5 per cento). È importante rilevare che le indicazioni di una stabilizzazione della crescita salariale nell'area trovano conferma negli andamenti su un orizzonte temporale più ampio. Ad esempio, il tasso di crescita medio dei redditi per occupato nei primi tre trimestri del 2003 è risultato sostanzialmente invariato rispetto al valore medio del 2002, mentre gli altri tre indicatori hanno presentato tassi di crescita inferiori.

Peraltro, il tasso medio di variazione del costo del lavoro per unità di prodotto nei primi tre trimestri del 2003 è stato superiore all'aumento medio del 2002. Ciò riflette in larga misura il rallentamento ciclico della produttività. Nel terzo trimestre del 2003, tuttavia, la crescita della produttività sul periodo corrispondente è aumentata, per quanto lievemente, allo 0,2 per cento. Data la flessione

della crescita dei redditi per occupato, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto è sceso al 2,4 per cento. Tale tasso di crescita è inferiore di 0,3 punti percentuali a quello del secondo trimestre e rappresenta la prima decelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto dalla fine del 2002.

**Figura 18 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Alla luce di queste evoluzioni, le prospettive per l'inflazione nell'area dell'euro rimangono sostanzialmente immutate. Nel brevissimo termine permane qualche incertezza sugli effetti sui prezzi delle misure fiscali previste per l'inizio del 2004. Oltre il brevissimo periodo, e in assenza di ulteriori shock sui prezzi, l'inflazione armonizzata dovrebbe scendere sotto il 2 per cento nel 2004, per poi attestarsi su valori in linea con la stabilità dei prezzi. In particolare, l'andamento favorevole dei prezzi all'importazione, dovuto

all'apprezzamento dell'euro, dovrebbe moderare le spinte al rialzo sui prezzi ai vari stadi della catena produttiva. In tale contesto è importante che le indicazioni di una stabilizzazione della crescita del costo del lavoro trovino conferma nella costante moderazione delle dinamiche salariali.

Le previsioni e le proiezioni disponibili sono sostanzialmente concordi nel prevedere un'inflazione in linea con la stabilità dei prezzi per l'area dell'euro. Le varie previsioni, benché non comparabili in senso stretto (in quanto basate su ipotesi diverse e formulate in periodi differenti), indicano tutte una riduzione delle pressioni sui prezzi nel prossimo periodo; l'andamento del tasso di cambio contribuirebbe a contenere i rischi inflazionistici.

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

*Il PIL in termini reali nell'area dell'euro ha segnato una ripresa nel terzo trimestre del 2003, grazie in particolare a una forte crescita delle esportazioni. Gli indicatori congiunturali fanno ritenere che il recupero sia proseguito nel quarto trimestre, anche se in dicembre i risultati delle indagini sono in parte peggiorati. Le condizioni sul mercato del lavoro sono rimaste deboli nel terzo trimestre dello scorso anno. Le prospettive per l'attività non hanno subito variazioni di rilievo nel complesso. Le condizioni per una ripresa della domanda interna restano favorevoli. Sebbene sia probabile che i recenti movimenti del tasso di cambio abbiano un effetto frenante, la crescita dell'export dovrebbe continuare a beneficiare della forte espansione dell'economia mondiale.*

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima del PIL in termini reali per l'area dell'euro nel terzo trimestre del 2003 ha confermato la stima preliminare e le precedenti attese di una ripresa nella seconda metà dell'anno. Dopo essere stata prossima allo zero per tre trimestri, la crescita è stata stimata allo 0,4 per cento rispetto al periodo precedente (cfr. figura 19). Si tratta della prima espansione del tasso di crescita sul periodo precedente a partire dal temporaneo miglioramento registrato agli inizi del 2002.

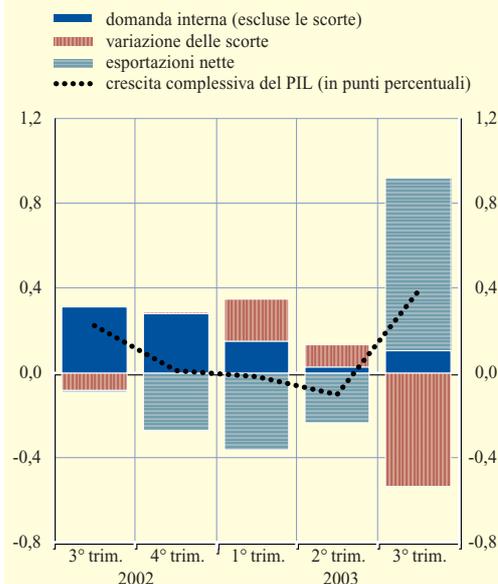
La seconda stima ha comportato revisioni soltanto modeste alle componenti del PIL dal lato della spesa, senza pertanto modificare gli andamenti sottostanti la crescita. Il dato complessivo per il terzo trimestre è stato determinato da un contributo di 0,8 punti percentuali delle esportazioni nette, il più elevato contributo al tasso di crescita sul periodo precedente a partire dal 1993, che ha rispecchiato sia una decisa ripresa delle esportazioni che un ulteriore calo delle importazioni. Il contributo fortemente positivo delle esportazioni nette è stato in parte controbilanciato da quello negativo della domanda interna. Quest'ultimo è derivato principalmente da un significativo decumulo delle scorte, che potrebbe riflettere la loro cospicua ricostituzione nella prima metà dell'anno e l'aumento della domanda di esportazioni. Di conseguenza, il contributo alla crescita proveniente dalla variazione delle scorte è sceso a -0,5 punti percentuali. Il contributo della domanda interna finale (al netto delle variazioni delle scorte) è stato soltanto lievemente positivo, a causa della debole crescita dei consumi privati e di un ulteriore decremento degli investimenti fissi.

#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La ripresa dell'attività nel terzo trimestre del 2003 ha interessato la maggior parte dei settori. Il prodotto, misurato dal valore aggiunto in termini reali, è aumentato rispetto al trimestre precedente dello 0,6 per cento nell'industria (al netto delle costruzioni) e dello 0,5 per cento

**Figura 19 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti**

(contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

nei servizi di mercato. A questi due settori è riconducibile più del 70 per cento del valore aggiunto reale complessivo dell'area dell'euro. La crescita del prodotto nei restanti settori, essenzialmente servizi pubblici e costruzioni, è stata di poco inferiore.

I dati di ottobre sembrano indicare che l'aumento della produzione nell'industria è proseguito nel quarto trimestre. Eurostat rileva che la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è notevolmente aumentata in ottobre, dopo i risultati decisamente più deboli di agosto e settembre. Di conseguenza, il tasso di crescita rispetto ai tre mesi precedenti (calcolato come la media del periodo agosto-ottobre sulla media del periodo maggio-luglio) è risultato leggermente superiore che in passato. Il corrispondente tasso di crescita dei nuovi ordini nei settori manifatturieri, il cui andamento anticipa di poco la produzione industriale, ha segnato un forte aumento, facendo ritenere che il recupero dell'attività sia continuato nel quarto trimestre dello scorso anno.

Le industrie produttrici di beni di investimento hanno fatto registrare un aumento particolarmente rilevante in ottobre, ma il relativo tasso di crescita rispetto ai tre mesi precedenti, alla luce dei deboli risultati di agosto e settembre, è salito in misura soltanto marginale. Più positivo è stato il miglioramento segnato dalle industrie produttrici di beni intermedi, che hanno fornito il maggiore contributo alla crescita della produzione industriale (al netto di costruzioni ed energia) nel periodo agosto-ottobre (cfr. figura 20).

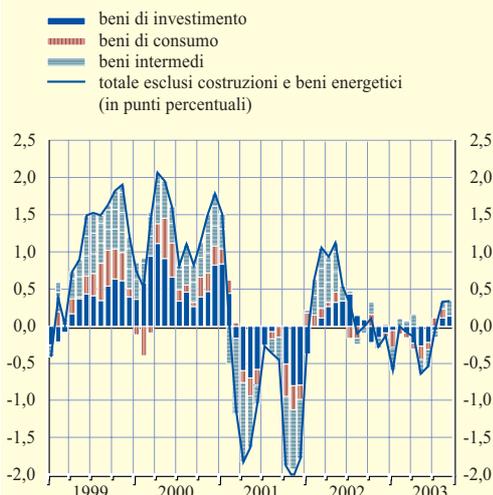
#### RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

Se nel complesso del quarto trimestre del 2003 gli indicatori dell'attività provenienti dalle indagini sono nettamente migliorati, i risultati di dicembre sono stati in media lievemente peggiori di quelli dei mesi precedenti. A cominciare dal settore manifatturiero, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea è leggermente diminuito in dicembre, dopo i due aumenti consecutivi registrati nel periodo agosto-novembre. Il calo è principalmente riconducibile al deterioramento delle aspettative di produzione, in particolare nelle industrie produttrici di beni di investimento. La valutazione del livello degli ordini (compresi quelli dall'estero) è rimasta invariata, mentre quella delle scorte è peggiorata, seppur di poco.

L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è nuovamente salito in dicembre, e questo per il sesto mese consecutivo. I più recenti andamenti implicano pertanto il proseguire della ripresa della produzione industriale per il quarto trimestre (cfr. figura 21). Tuttavia, l'aumento in dicembre del PMI è stato inferiore a quello dei mesi precedenti e appare piuttosto modesto per le fasi iniziali di una ripresa. L'incremento del PMI complessivo rispecchia principalmente un miglioramento dell'indice relativo ai tempi di consegna dei fornitori, il cui nuovo allungamento fornisce segnali positivi per l'attività manifatturiera. Gli indicatori della produzione e dei nuovi ordini sono migliorati in misura solo marginale, mentre quelli relativi

**Figura 20 Contributi alla crescita della produzione industriale**

(contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

all'occupazione e alle scorte di prodotti acquistati non hanno subito variazioni; il divario tra gli indici della produzione e dei nuovi ordini, da un lato, e quelli dell'occupazione e delle scorte di prodotti acquistati, dall'altro, risulta più elevato che in analoghe fasi iniziali del ciclo economico. Ciò indica che le imprese sono tuttora soggette a pressioni relativamente forti per ridurre i costi.

I risultati delle indagini di dicembre per i settori dei servizi di mercato sono stati simili a quelli del settore manifatturiero, giacché al miglioramento di un indicatore si è contrapposto il deterioramento dell'altro. L'indice del clima di fiducia nel settore dei servizi della Commissione europea è ancora lievemente salito, per il nono mese consecutivo. Al suo interno, sono ulteriormente migliorate entrambe le componenti relative alla valutazione dell'andamento recente della domanda e del clima di fiducia delle imprese, mentre sono lievemente peggiorate le attese sulla domanda futura, rimaste su livelli abbastanza costanti da settembre. L'indice dell'attività delle imprese tratto dall'indagine PMI sui servizi è sceso in dicembre, per la prima volta dal marzo 2003. Il calo non è stato particolarmente pronunciato, considerando i sostanziali aumenti dei mesi precedenti, ma si è accompagnato a peggioramenti nella maggior parte delle altre componenti dell'indagine.

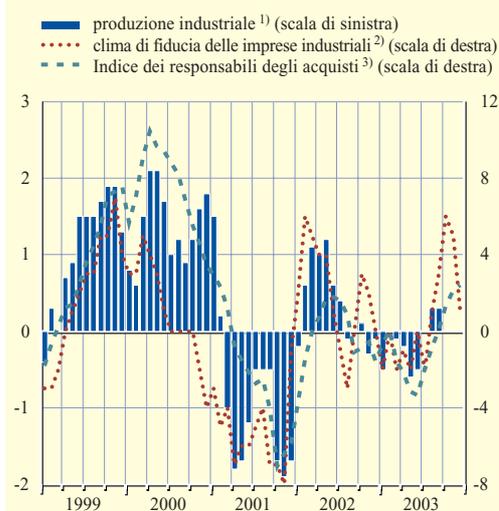
#### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

I consumi privati sono ristagnati nel terzo trimestre del 2003, mentre per il quarto trimestre gli indicatori congiunturali forniscono segnali contrastanti. Da una parte, i volumi delle vendite al dettaglio sono nuovamente cresciuti in ottobre, indicando una possibile stabilizzazione del livello delle vendite nel quarto trimestre. Si tratterebbe di un miglioramento rispetto ai cali osservati nel secondo e nel terzo trimestre. Dall'altra, nonostante il lieve aumento in novembre, il tasso di crescita delle immatricolazioni di nuove autovetture nel quarto trimestre dovrebbe risultare inferiore rispetto al terzo.

L'indicatore della Commissione europea del clima di fiducia dei consumatori è rimasto invariato in dicembre, dopo il modesto aumento del mese precedente. I miglioramenti fatti registrare dall'indicatore nella seconda metà dello scorso anno sono stati contenuti, e il suo valore medio nel quarto trimestre ha superato solo di poco quello del trimestre precedente (cfr. figura 22). Il risultato complessivo di dicembre riflette andamenti contrastanti delle singole componenti. Mentre le aspettative riguardo alla situazione finanziaria e alla capacità di risparmio delle famiglie hanno subito un deterioramento, quelle relative alla situazione economica generale non sono variate e le attese sulla disoccupazione sono addirittura ancora migliorate. Il clima di fiducia nel commercio al dettaglio è nuovamente peggiorato in dicembre, a causa di una valutazione meno favorevole della situazione economica presente e attesa, ma nella media del quarto trimestre è stato comunque leggermente superiore alla media del trimestre precedente.

**Figura 21 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le imprese e i consumatori, Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.  
 2) Saldi percentuali; variazioni rispetto al precedente intervallo di tre mesi.  
 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

### DISOCCUPAZIONE

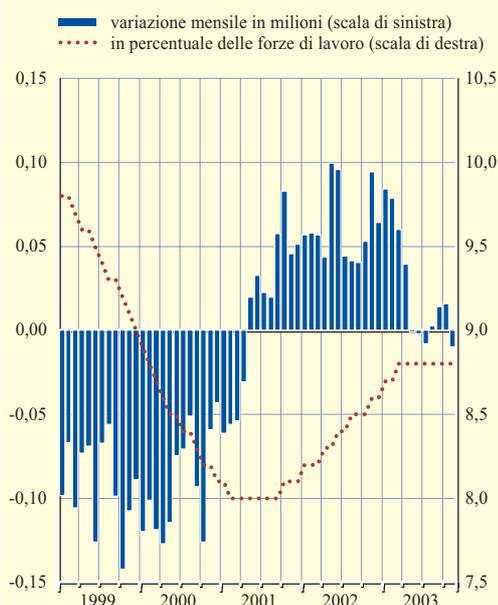
Le condizioni del mercato del lavoro rimangono deboli. A novembre il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è stato pari all'8,8 per cento, invariato dallo scorso marzo (cfr. figura 23). Tuttavia, si stima che il numero di disoccupati sia lievemente diminuito di circa 10.000 unità. Sono rimasti invariati anche i tassi di disoccupazione disaggregati per classi di età e sesso. Al contempo, rispetto alla primavera scorsa, si è lievemente ridotto sia il divario tra il tasso di disoccupazione femminile e quello maschile, sia il divario fra il tasso relativo alle persone di età inferiore ai 25 anni e quelle con almeno 25 anni di età.

### OCCUPAZIONE

Nel terzo trimestre dello scorso anno il livello dell'occupazione è rimasto invariato, mantenendosi sostanzialmente stabile da un anno e mezzo (cfr. tavola 5). Unitamente alla ripresa dell'attività nello stesso periodo, ciò implica un

Figura 23 Disoccupazione

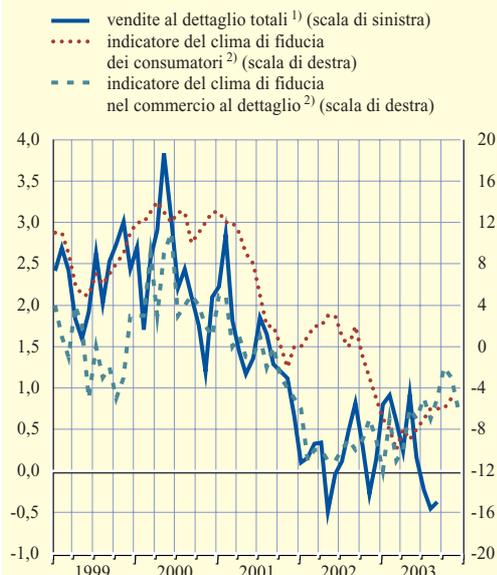
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Figura 22 Vendite al dettaglio, clima di fiducia dei consumatori e nel settore del commercio al dettaglio

(dati mensili)



Fonti: indagini presso le imprese e presso i consumatori della Commissione europea.

- 1) Variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati al netto della media.

miglioramento della produttività. Considerato il lieve aumento del numero di disoccupati, sempre nel terzo trimestre, la stagnazione del livello dell'occupazione implica anche che sostanzialmente non vi è stata crescita delle forze di lavoro.

Nel terzo trimestre è continuato lo spostamento dell'occupazione dall'industria al settore dei servizi, come avviene normalmente nei periodi di modesta attività economica complessiva. Nell'industria (escluse le costruzioni) l'occupazione è calata ulteriormente, a un ritmo sostanzialmente invariato dello 0,5 per cento circa sul trimestre precedente, mentre nel settore dei servizi ha continuato ad aumentare stabilmente a un ritmo dello 0,2 per cento. I dati delle indagini congiunturali disponibili fino a dicembre indicano che tale dinamica si sarebbe sostanzialmente ripetuta anche nel quarto trimestre. Sia l'indicatore della Commissione europea relativo alle attese sull'occupazione nel comparto manifatturiero sia l'indice di occupazione

## Tavola 5 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2001	2002	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.
Totale economia	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-0,6	-2,2	-0,6	-0,4	-0,7	-0,2	-0,4
Industria	0,4	-1,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6
Escluse le costruzioni	0,3	-1,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,5
Costruzioni	0,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,3	-0,9
Servizi	1,9	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Commercio e trasporti	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Finanziari e alle imprese	3,9	2,3	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3
Amministrazioni pubbliche	1,3	1,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti sono migliorati, anche se solo lievemente rispetto al terzo trimestre, segnalando che l'occupazione nell'industria (escluse le costruzioni) si sarebbe ulteriormente ridotta. Quanto al settore dei servizi di mercato, l'indice di occupazione basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti e le attese sull'occupazione nell'indagine della Commissione europea mostrano un lieve miglioramento rispetto al terzo trimestre, benché entrambi gli indicatori siano ancora su livelli relativamente bassi.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati e le informazioni più recenti forniscono ulteriore conferma della tesi secondo cui la ripresa è iniziata nella seconda metà del 2003. Nel complesso, gli indicatori congiunturali disponibili suggeriscono che la ripresa del PIL nel terzo trimestre dello scorso anno si è protratta anche nel quarto. Tutte le previsioni e le proiezioni disponibili indicano che la crescita dovrebbe rafforzarsi nel corso di quest'anno.

In linea con le precedenti attese, le esportazioni sono state il principale fattore trainante della ripresa del PIL nel terzo trimestre del 2003, riflettendo il rafforzamento della crescita e del commercio internazionali. I recenti andamenti del tasso di cambio stanno esercitando un impatto negativo sulla competitività di prezzo degli esportatori dall'area, benché nel complesso le esportazioni dovrebbero continuare a crescere grazie alla perdurante espansione della domanda internazionale. Inoltre, le condizioni per una ripresa della domanda interna rimangono favorevoli. I bassi livelli dei tassi di interesse, le condizioni di finanziamento nel complesso favorevoli e gli aggiustamenti in atto da parte delle imprese per accrescere la redditività costituiscono un forte stimolo alla ripresa degli investimenti. I consumi privati dovrebbero beneficiare della crescita del reddito disponibile reale riconducibile al miglioramento delle ragioni di scambio derivante dall'apprezzamento dell'euro.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*Dopo essere stato relativamente stabile in ottobre e lievemente in calo nella prima parte di novembre, l'euro ha segnato un forte recupero in termini effettivi nominali. La fase di rialzo è sostanzialmente continuata in dicembre e nella prima metà di gennaio nel contesto di una flessione generalizzata del dollaro statunitense.*

Nel periodo in esame (fine novembre 2003 – 14 gennaio 2004) l'euro si è apprezzato su gran parte delle valute principali. Il rafforzamento è stato particolarmente pronunciato nei confronti del dollaro statunitense, in un contesto in cui quest'ultimo ha perso terreno rispetto a un ampio gruppo di valute. La moneta unica europea si è apprezzata – seppur in misura inferiore – anche rispetto allo yen giapponese, mentre ha registrato un lieve indebolimento rispetto alla sterlina britannica.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

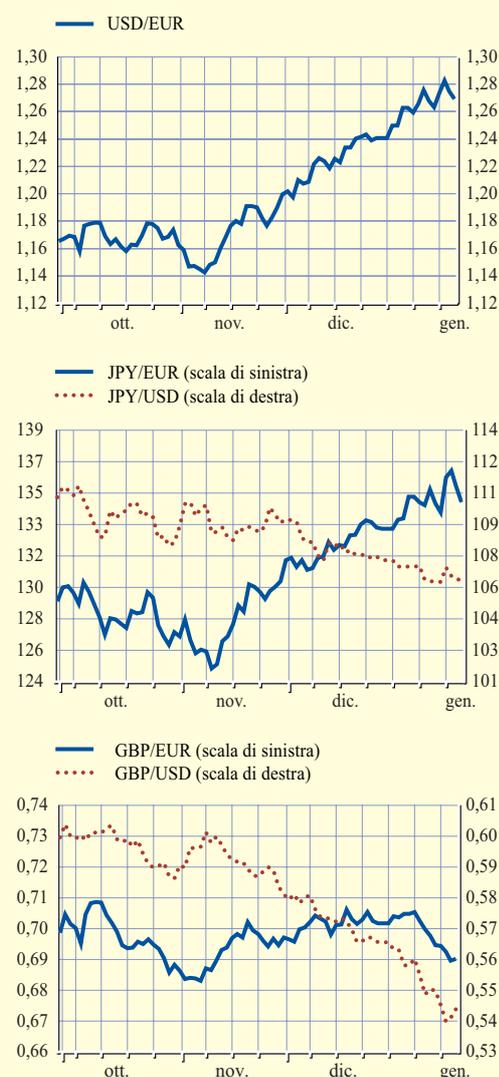
In dicembre e nella prima metà di gennaio, l'euro si è apprezzato notevolmente nei confronti del dollaro statunitense (cfr. figura 24) in presenza di persistenti timori del mercato circa il finanziamento del disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti. La moneta americana ha accusato un calo diffuso nonostante gli ulteriori segnali di miglioramento delle prospettive economiche statunitensi. Più in particolare, i consumi privati sono rimasti sostenuti mentre la crescita vigorosa degli investimenti delle imprese indicava il rafforzamento delle prospettive per il settore delle imprese. L'espansione dell'attività manifatturiera e lo stabilizzarsi del clima di fiducia dei consumatori ai livelli precedenti il conflitto in Iraq hanno costituito altri elementi positivi. All'inizio di gennaio, tuttavia, sul dollaro ha pesato la pubblicazione di dati relativi al mercato del lavoro statunitense inferiori alle attese. Il 14 gennaio, l'euro è stato scambiato a 1,27 dollari, un valore superiore del 5,8 per cento a quello di fine novembre e del 12,2 per cento alla media del 2003.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Nel periodo in rassegna l'euro si è apprezzato anche sullo yen giapponese, sebbene meno che sul dollaro (cfr. figura 24). Dopo essere rimasta

Figura 24 Tassi di cambio

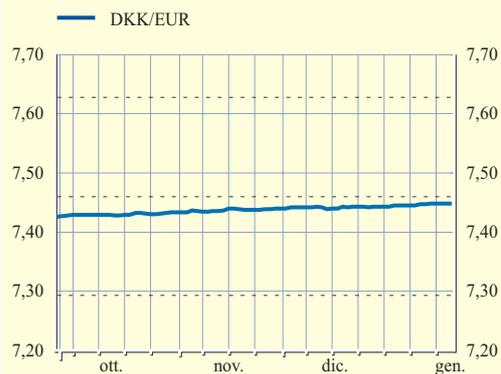
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 25 Tasso di cambio negli AEC II**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.  
Nota: le linee orizzontali indicano la parità centrale (7,46 corone danesi) e i margini di oscillazione ( $\pm 2,25\%$ )

relativamente stabile in novembre, la moneta nipponica è salita notevolmente rispetto a quella statunitense nonostante le indicazioni di una possibile ripresa degli interventi sui mercati valutari da parte delle autorità giapponesi al fine di stabilizzare il cambio yen/dollaro. Il 14 gennaio, l'euro è stato quotato a 134,7 yen, un livello superiore del 2,6 per cento a quello di fine novembre e del 2,8 per cento alla media del 2003.

#### STERLINA BRITANNICA/EURO

In dicembre e nella prima metà di gennaio l'euro si è lievemente indebolito rispetto alla sterlina britannica, che nel contempo ha registrato un ulteriore apprezzamento sul dollaro statunitense fino a toccare il suo massimo dal settembre 1992 (cfr. figura 24). Il rafforzamento complessivo della sterlina è stato associato alla pubblicazione di dati generalmente positivi, come conferma la revisione verso l'alto del PIL per il terzo trimestre 2003. Il 14 gennaio, l'euro è stato scambiato a 0,69 sterline, un valore inferiore dell'1 per cento a quello di fine novembre e prossimo alla media del 2003.

#### ALTRE VALUTE EUROPEE

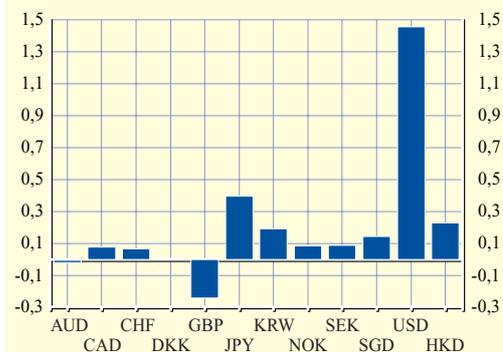
All'interno degli AEC II, la corona danese ha continuato a oscillare in un intervallo molto ristretto in prossimità della parità centrale (cfr. figura 25). Per quanto riguarda le altre valute europee, nel periodo in esame l'euro ha guadagnato lo 0,8 per cento sul franco svizzero e l'1,4 per cento sulla corona svedese. L'apprezzamento del 5 per cento registrato dalla moneta unica europea nei confronti della corona norvegese rispetto alla fine di novembre potrebbe essere parzialmente ascrivibile all'entrata in vigore – il 18 dicembre – della decisione della Norges Bank di abbassare il tasso di interesse di riferimento di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento.

**Figura 26 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 28 novembre 2003 al 14 gennaio 2004 (in punti percentuali)



Fonte: BCE.  
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di dodici paesi partner.  
2) Le variazioni sono calcolate, utilizzando pesi basati sull'inter-scambio commerciale, nei confronti di dodici importanti partner commerciali.

**TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO**

Alla luce dei suddetti andamenti, il 14 gennaio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 12 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 2,4 per cento al livello di fine novembre e del 5 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 26). Il rafforzamento dell'euro in termini effettivi è riconducibile soprattutto al suo recupero nei confronti del dollaro statunitense e – in misura inferiore – al suo rafforzamento rispetto allo yen e a gran parte delle altre divise asiatiche ancorate al dollaro; tali andamenti sono stati solo parzialmente controbilanciati dal leggero deprezzamento rispetto alla sterlina britannica.

**5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI**

*Nonostante il recente apprezzamento dell'euro, in ottobre le esportazioni di beni hanno continuato a registrare una crescita sostenuta riconducibile soprattutto alla vigorosa domanda estera. L'aumento significativo delle importazioni di beni osservato in ottobre, dopo l'evoluzione piuttosto modesta dei mesi precedenti, potrebbe riflettere in parte la maggiore domanda interna dell'area dell'euro. Tali andamenti hanno concorso a far scendere l'avanzo del conto corrente dell'area a 5,6 miliardi di euro in termini destagionalizzati. Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti riconducibili ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.*

**CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE**

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in ottobre un avanzo di 5,6 miliardi di euro (corrispondente a un avanzo di 8,1 miliardi in termini non destagionalizzati). Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni sia in quello dei servizi, in parte compensati da disavanzi nei conti dei redditi e dei trasferimenti correnti. In ottobre l'avanzo del conto corrente destagionalizzato è sceso di 2,4 miliardi di euro rispetto a settembre (cfr. tavola 6). Ciò ha riflesso un

**Tavola 6 Principali voci della bilancia dei pagamenti**

(miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

							Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 set.	2003 ott.	2002 ott.	2003 ott.
<b>Conto Corrente (saldo)</b>	<b>17,5</b>	<b>4,4</b>	<b>2,5</b>	<b>12,1</b>	<b>8,0</b>	<b>5,6</b>	<b>55,8</b>	<b>39,4</b>
Beni (saldo)	29,1	25,0	26,9	34,4	13,7	11,5	127,9	117,7
Esportazioni	262,9	258,2	255,1	259,9	87,3	88,2	1.052,7	1.036,7
Importazioni	233,8	233,3	228,2	225,5	73,6	76,7	924,8	919,0
Servizi	3,7	5,7	2,0	3,8	1,8	2,3	8,7	16,6
Redditi	-4,4	-13,9	-11,8	-9,8	-2,3	-6,6	-29,9	-43,5
Trasferimenti correnti	-10,9	-12,4	-14,6	-16,4	-5,2	-1,6	-50,9	-51,4
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>-48,5</b>	<b>-25,1</b>	<b>-41,3</b>	<b>-22,8</b>	<b>-13,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-71,1</b>	<b>-126,4</b>
Totale investimenti diretti e di portafoglio	36,0	6,2	47,5	-82,9	1,0	18,2	71,7	4,3
Investimenti diretti	-6,0	-0,9	5,4	-12,4	-6,6	-8,3	-27,3	-15,3
Investimenti di portafoglio	42,0	7,0	42,2	-70,5	7,6	26,5	98,9	19,6
Azioni	5,1	14,5	-1,9	6,2	7,6	13,1	64,8	38,3
Titoli di debito	36,9	-7,5	44,0	-76,7	0,0	13,4	34,1	-18,6

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti. Nel conto finanziario un segno positivo (negativo) indica un afflusso (deflusso) netto. Nel sito internet della BCE è disponibile un insieme di tavole statistiche con dati dettagliati riguardanti la bilancia dei pagamenti nell'area dell'euro.

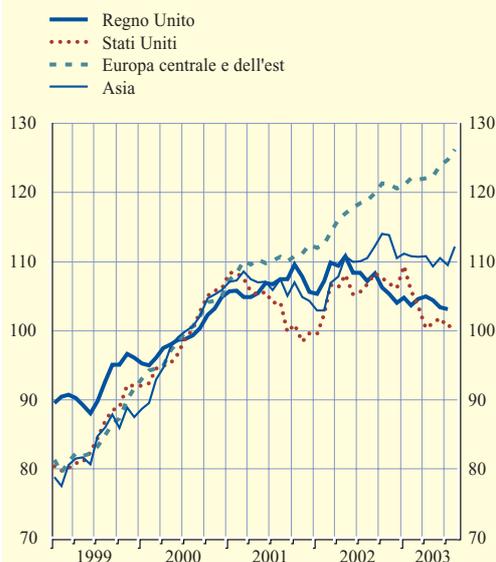
1) Dati non destagionalizzati.

aumento (di 4,3 miliardi di euro) del disavanzo dei redditi e un calo (di 2,2 miliardi) dell'avanzo dei beni, solo in parte compensati dal maggiore avanzo dei servizi (salito di 0,5 miliardi di euro) e dal minore disavanzo dei trasferimenti correnti (sceso di 3,6 miliardi).

In una prospettiva di più lungo periodo, in ottobre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un avanzo di 39,4 miliardi di euro, un livello inferiore di circa 16 miliardi rispetto a quello registrato nell'ottobre del 2002. Tale flessione è principalmente ascrivibile al calo dell'avanzo dei beni e all'aumento del disavanzo dei redditi. Nei mesi immediatamente precedenti ottobre, tuttavia, l'avanzo cumulato del conto corrente ha smesso di scendere, in parte per l'effetto congiunto della crescita del valore delle esportazioni di beni e dell'andamento debole delle importazioni (cfr. figure 27, 29 e 30 della tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). In calo durante la prima metà del 2003, nel mese di luglio le esportazioni hanno iniziato a risalire e in ottobre hanno messo a segno un aumento dell'1 per cento (sul mese precedente). Tale ripresa va ricondotta alla maggiore crescita della domanda estera, solo parzialmente controbilanciata dagli effetti ritardati dell'apprezzamento dell'euro. Nello stesso tempo, le importazioni di beni sono andate diminuendo in termini di valore a partire dall'inizio del 2003 per la debole domanda interna, soprattutto per investimenti fissi e scorte, categorie di spesa a elevata intensità di importazioni. In ottobre, tuttavia, sono salite del 4 per cento circa rispetto al mese precedente. In parte riconducibile al rialzo delle quotazioni petrolifere, quest'ultimo andamento potrebbe anche riflettere le prime indicazioni di una ripresa della domanda interna dell'area dell'euro.

**Figura 28 Volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali <sup>1)</sup>**

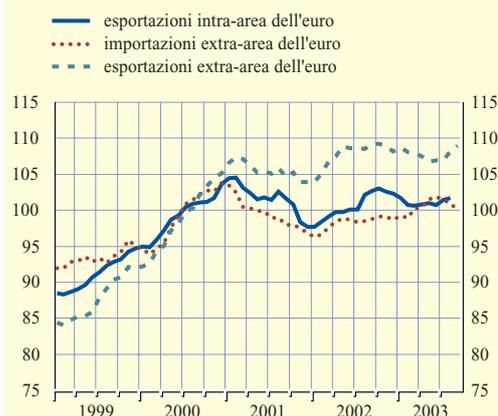
(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.  
1) Le osservazioni più recenti si riferiscono ad agosto 2003.

**Figura 27 Commercio tra i paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo, in volume <sup>1)</sup>**

(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.  
1) Le ultime osservazioni relative al resto del mondo si riferiscono a settembre 2003, mentre quelle relative all'interno dell'area dell'euro si riferiscono ad agosto 2003; entrambe sono in parte basate su stime.

Nello stesso tempo, le importazioni di beni sono andate diminuendo in termini di valore a partire dall'inizio del 2003 per la debole domanda interna, soprattutto per investimenti fissi e scorte, categorie di spesa a elevata intensità di importazioni. In ottobre, tuttavia, sono salite del 4 per cento circa rispetto al mese precedente. In parte riconducibile al rialzo delle quotazioni petrolifere, quest'ultimo andamento potrebbe anche riflettere le prime indicazioni di una ripresa della domanda interna dell'area dell'euro.

I dati disponibili fino a settembre mostrano che l'incremento di valore delle esportazioni all'esterno dell'area registrato a partire da luglio 2003 va ricondotto principalmente all'aumento di volume delle stesse (cfr. figura 27). I volumi diretti nei paesi dell'Europa centrale e orientale in Asia e sono cresciuti in modo relativamente rapido rispetto a quelli destinati altrove (cfr. figura 28). Da un esame della composizione dei volumi esportati nel terzo trimestre emerge che la crescita maggiore ha riguardato i beni d'inve-

stimento, saliti di circa il 4,5 per cento rispetto al periodo precedente. Per quanto concerne le importazioni, il calo di volume osservato nello stesso periodo (cfr. figura 27) si spiega con la flessione di tutte le principali categorie di prodotto e in particolare dei beni di consumo e di investimento (la ripartizione dei volumi degli scambi commerciali per categoria di prodotto figura nella tavola 7.3 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

### CONTO FINANZIARIO

Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 18,2 miliardi di euro in ottobre. Tale risultato ha riflesso i flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (26,5 miliardi), solo in parte compensati dai flussi netti in uscita per investimenti diretti (8,3 miliardi). Rispetto a settembre, gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono aumentati di 17,2 miliardi di euro a causa dei maggiori acquisti netti di tutte le sottocategorie di titoli di portafoglio dell'area dell'euro da parte di non residenti (cfr. la tavola 7.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

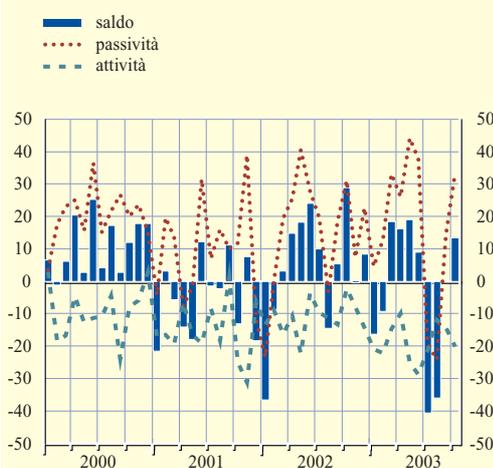
In un contesto di tassi d'interesse e di differenziali dei rendimenti azionari sostanzialmente stabili, soprattutto nei confronti degli Stati Uniti, gli afflussi netti in titoli azionari e strumenti di debito osservati in ottobre potrebbero essere connessi alle attese di un apprezzamento dell'euro. Inoltre, gli acquisti netti di strumenti di debito dell'area effettuati da non residenti nei mesi di settembre e ottobre hanno in parte compensato i disinvestimenti di luglio e agosto, che erano probabilmente ascrivibili all'aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine registrato nel corso dell'estate (cfr. figura 29).

Gli investimenti diretti fra l'area dell'euro e il resto del mondo sono stati ancora modesti se comparati agli anni precedenti. In settembre e ottobre, tuttavia, gli investimenti diretti effettuati dall'area verso l'estero sono aumentati, forse a causa delle migliori prospettive economiche mondiali, mentre quelli dall'estero verso l'area sono rimasti piuttosto contenuti.

In un'ottica di più lungo termine, gli afflussi netti cumulati su dodici mesi per investimenti diretti e di portafoglio sono scesi gradualmente in ottobre, raggiungendo una posizione di sostanziale pareggio a 4,3 miliardi di euro (un livello inferiore di 67,4 miliardi a quello dell'ottobre 2002). Ciò riflette principalmente la consistente riduzione dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, in parte riconducibile ai deflussi netti (76,7 miliardi di euro) per titoli di debito registrati in luglio e agosto. I dati cumulati sui dodici mesi evidenziano inoltre che gli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari sono diminuiti a partire dal secondo trimestre del 2002, per poi stabilizzarsi nei mesi più recenti per i quali sono disponibili dati. La stabilizzazione potrebbe essere riconducibile al fatto che sulle decisioni riguardanti gli investimenti hanno inciso gli andamenti favorevoli dei mercati azionari internazionali e il miglioramento delle prospettive dell'economia mondiale osservati nello stesso periodo.

Figura 29 Investimenti di portafoglio in titoli di debito

(miliardi di euro, dati mensili)



Fonte: BCE.



# L'UEM E LA CONDUZIONE DELLE POLITICHE DI BILANCIO

*Questo articolo analizza l'evoluzione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dagli inizi degli anni novanta. Per l'insieme dell'area, vi è una netta differenza fra il periodo precedente alla decisione sui paesi che avrebbero adottato la moneta unica sin dall'inizio (1992-1997) e quello successivo (1998-2003). Il primo periodo è stato caratterizzato da esiti molto positivi dell'azione volta a eliminare i disavanzi pubblici eccessivi, secondo quanto stabilito dal Trattato di Maastricht (il Trattato). La prolungata tendenza a registrare forti e persistenti squilibri di bilancio e crescenti rapporti fra il debito pubblico e il PIL è stata invertita. Il risanamento tuttavia si è basato in gran parte sulle entrate e la spesa totale esclusa quella per interessi in rapporto al PIL ha persino mostrato un ulteriore lieve incremento.*

*Il secondo periodo (1998-2003) presenta un quadro più vario poiché gli obiettivi fissati dal Patto di stabilità e crescita sono stati conseguiti solo in parte. Se da un lato molti paesi hanno raggiunto solide posizioni di bilancio entro il 2000, dall'altro alcuni non hanno avviato adeguate misure di risanamento nella fase di vigorosa crescita economica, allentando persino l'orientamento di politica di bilancio con il conseguente permanere o riemergere di squilibri dei conti pubblici. Quando l'attività economica si è indebolita e gli stabilizzatori automatici hanno operato come previsto, i margini di sicurezza sono stati in alcuni casi insufficienti a evitare disavanzi eccessivi. In numerosi paesi il rapporto debito pubblico/PIL si è mantenuto su livelli elevati. Le strategie di bilancio hanno continuato a porre un'enfasi troppo limitata sul contenimento della spesa primaria, mentre il risparmio connesso con la minore spesa per interessi sul debito (il "premio UEM") non è stato destinato al risanamento delle finanze pubbliche.*

*Questa esperienza ci insegna che una rigorosa applicazione del quadro di riferimento per le politiche di bilancio nell'UE è necessaria indipendentemente dal contesto prevalente, e in particolare nei periodi di crescita economica più sostenuta. Allo stadio attuale, occorre compiere ulteriori progressi nel conseguimento di solide posizioni di bilancio, affinché le dinamiche del disavanzo e del debito possano essere saldamente indirizzate verso un percorso sostenibile. A tal fine, sarebbe d'aiuto un'ambiziosa strategia di riforma dal lato della spesa che consentirebbe al tempo stesso di finanziare un'ulteriore riduzione dell'imposizione e di potenziare il dinamismo dell'economia.*

### I INTRODUZIONE: LE RAGIONI DELLE REGOLE DI BILANCIO NELL'UEM

Fra la metà e la fine degli anni novanta i paesi dell'area dell'euro hanno registrato un eccezionale miglioramento dei saldi di bilancio, dopo anni di deterioramento delle finanze pubbliche. La riduzione dei disavanzi ha fatto sì che diminuissero anche i rapporti fra il debito pubblico e il PIL.

Negli ultimi anni, tuttavia, alcuni paesi hanno avuto difficoltà a rispettare gli impegni assunti e l'osservanza delle regole di bilancio vigenti nell'UE è stata insufficiente. Queste difficoltà, accompagnate dal lento procedere delle riforme strutturali, sollevano due importanti interrogativi, ossia in che misura il quadro di riferimento definito dalle regole europee sia stato in grado

di promuovere solide politiche di bilancio nell'area dell'euro, e quali insegnamenti si possono trarre per il futuro.

Prima di procedere a questa valutazione, giova ricordare gli elementi principali di tale quadro di riferimento istituzionale per le politiche di bilancio. L'impegno a promuovere finanze pubbliche solide è sancito dal Trattato, entrato in vigore nel novembre 1993, il quale dispone che gli Stati membri devono evitare disavanzi eccessivi. Questi ultimi sono definiti sulla base dei valori di riferimento fissati per i rapporti fra disavanzo pubblico e PIL e fra debito pubblico e PIL, pari rispettivamente al 3 e al 60 per cento.

Nel periodo precedente all'avvio della Terza fase dell'UEM (adozione della moneta unica), il

processo di convergenza ha reso necessaria una rigorosa osservanza del tetto del 3 per cento stabilito per il disavanzo e una sufficiente e continua diminuzione del rapporto debito/PIL, nel caso in cui questo fosse stato superiore al 60 per cento. Per migliorare il coordinamento delle politiche nella Terza fase, gli aspetti operativi delle regole di bilancio prescritte dal Trattato sono stati chiariti nel Patto di stabilità e crescita adottato nel 1997. Il patto prevede che gli Stati membri si adoperino per conseguire nel medio termine posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo e stabilisce le procedure di sorveglianza e di coordinamento delle politiche fiscali. Esso inoltre definisce in maggior dettaglio la procedura per i disavanzi eccessivi, la cui funzione è dissuadere i governi dall'incorrere in disavanzi eccessivi predisponendo una serie di misure, che vanno dalla *peer pressure*, ossia la pressione esercitata reciprocamente dagli Stati membri, fino alla possibilità di infliggere sanzioni. Il patto specifica inoltre che il superamento temporaneo e straordinario del valore di riferimento per il disavanzo, risultante da eventi fuori dal controllo dei governi o da una grave recessione economica, non verrebbe considerato eccessivo<sup>1)</sup>.

La principale ragion d'essere della disciplina di bilancio risiede nella necessità di garantire finanze pubbliche solide e sostenibili quale condizione fondamentale per la stabilità macroeconomica. Insieme a una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi, ciò consente agli operatori economici di formulare aspettative di bassa inflazione e di condizioni di finanziamento favorevoli, che a loro volta stimolano i programmi e gli investimenti a lungo termine. Gli effetti risultano più incisivi quando sono accompagnati da riforme strutturali delle finanze pubbliche. Queste sono necessarie per eliminare gli ostacoli all'efficienza e alla crescita insiti nei sistemi fiscali e di assistenza e previdenza sociale, nonché per poter affrontare problematiche a più lungo termine, come l'invecchiamento della popolazione.

La solidità delle finanze pubbliche rafforza altresì la funzione stabilizzatrice delle politiche di bilancio. Esiste il rischio che nelle fasi recessi-

ve gli effetti di sostegno alla domanda generati dagli stabilizzatori automatici siano annullati dai timori dell'opinione pubblica riguardo al persistere di disavanzi elevati, alla crescita del debito pubblico e alle loro implicazioni future in termini di pressione fiscale e di prospettive di crescita.

La necessità di una disciplina di bilancio si fa ancora più pressante in una unione monetaria composta da Stati sovrani che mantengono le rispettive responsabilità per la politica di bilancio. In primo luogo, non esistono più politiche monetarie e del cambio nazionali tramite le quali rispondere agli shock specifici ai singoli paesi, e le politiche di bilancio possono assorbire meglio tali shock se poggiano su posizioni solide. In secondo luogo, i paesi potrebbero mostrare una maggiore propensione a registrare disavanzi all'interno di una unione monetaria se i responsabili delle politiche fiscali non adottano un'ottica di lungo periodo; infatti, è soprattutto il paese che allenta i vincoli di bilancio a godere dei benefici politici a breve termine dei disavanzi, mentre le ripercussioni negative sul livello dei tassi di interesse colpiscono tutti i paesi partecipanti. Infine, è probabile che i mercati finanziari non scorraggino in misura sufficiente un orientamento espansivo delle politiche di bilancio. I mercati finanziari reagiscono alle attese di politiche inadeguate, sebbene non vi siano evidenze che la disciplina da essi esercitata sia sufficiente<sup>2)</sup>. Con il venir meno del rischio di cambio all'interno di una unione monetaria, si affievolisce il ruolo sanzionatorio dei mercati finanziari, che si rispecchia nei differenziali dei rendimenti obbligazionari. È probabile pertanto che la reazione di mercati sempre più globalizzati alla politica di bilancio deviate di un singolo paese, in seno a una unione, sia lenta e solo in parte riflessa nei differenziali dei rendimenti obbligazionari, malgrado il fatto che

- 1) Cfr. i Regolamenti (CE) n. 1466/97 e n. 1467/97 del Consiglio. Per una presentazione esaustiva degli aspetti istituzionali e delle disposizioni del Trattato e del Patto di stabilità e crescita, confronta l'articolo *L'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, nel Bollettino mensile di maggio 1999.
- 2) Cfr. anche il riquadro *Andamenti recenti dei differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro*, nel Bollettino mensile di novembre 2003.

i governi non abbiano l'obbligo, come nel caso dell'UEM, di aiutarsi reciprocamente in caso di difficoltà nelle finanze pubbliche (divieto di salvataggio finanziario disposto dal Trattato). Di regola, quindi, i segnali dei mercati finanziari rappresentano un deterrente troppo debole per incoraggiare i governi a tenere pienamente conto dei vincoli di bilancio a lungo termine. Un comune quadro di riferimento, come quello stabilito nel Trattato e nel patto, contribuisce a correggere le distorsioni politico-economiche e svolge un ruolo complementare rispetto alla funzione dissuasiva delle forze di mercato.

## 2 LE POLITICHE DI BILANCIO NEL PERIODO PRECEDENTE ALL'UNIONE MONETARIA

Gli anni settanta e ottanta sono stati caratterizzati in numerosi paesi dell'area dell'euro da elevati disavanzi di bilancio e da crescenti rapporti fra il debito pubblico e il PIL, che hanno contribuito alle sfavorevoli condizioni di finanziamento e hanno prodotto uno spiazzamento del settore privato. Agli inizi degli anni novanta la maggior parte dei paesi dell'area evidenziava notevoli squilibri delle finanze pubbliche. Nel 1991 il rapporto medio disavanzo pubblico/PIL nell'area era pari al 4,6 per cento; la maggioranza dei paesi registrava un disavanzo superiore al valore di riferimento stabilito successivamente dal Trattato<sup>3)</sup>. Anche il rapporto fra il debito pubblico e il PIL superava in generale il valore di riferimento e la media per l'area era solo lievemente inferiore al 60 per cento (cfr. tavola 1).

I saldi di bilancio e i rapporti debito/PIL si sono ulteriormente deteriorati negli anni seguenti. Questo andamento ha riflesso l'impatto sui conti pubblici della recessione del 1992-1993, mentre il saldo di bilancio medio corretto per il ciclo iniziava già a migliorare lievemente. Successivamente, una considerevole riduzione dei disavanzi è stata registrata nel periodo che ha preceduto l'avvio dell'unione monetaria. Questo andamento è stato particolarmente evidente nel 1997, quando il rapporto medio fra il disavanzo di bilancio e il PIL ha registrato una forte diminuzione, pari a 1,7 punti percentuali, collocandosi al 2,6 per cento. Nello stesso periodo si è arrestata anche la persistente tendenza al rialzo mostrata dal rapporto debito pubblico/PIL dagli inizi degli anni settanta. In altri termini, nel 1997 i disavanzi si collocavano su livelli che non si osservano da lungo tempo, segnando una linea di demarcazione rispetto ai decenni precedenti.

È interessante notare che la significativa riduzione del disavanzo osservata fra il 1991 e il 1997, pari a 2 punti percentuali sul PIL, è stata conseguita in un contesto economicamente sfavorevole. Ciò è riflesso dall'incidenza negativa del ciclo sul saldo di bilancio, risultata superiore a 1 punto percentuale sul PIL nel periodo in esame (cfr. figura 1a). La variazione del saldo primario corretto per il ciclo, ossia il saldo di bilancio al netto della spesa per interessi e degli effetti del ciclo, è utilizzata in questo

3) L'insieme dei dati utilizzati in questo articolo sono forniti dalla Commissione europea (base dati AMECO). Le medie per l'area dell'euro sono calcolate in base alle medie dei dodici paesi partecipanti ponderate per il PIL.

**Tavola 1 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro, 1991-1997**

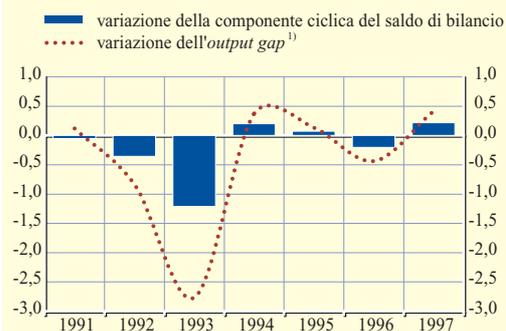
(in percentuale del PIL)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Saldo di bilancio</b>	-4,6	-4,8	-5,6	-5,1	-5,1	-4,3	-2,6
Componente ciclica	1,0	0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3
Spesa per interessi	5,0	5,5	5,6	5,4	5,6	5,7	5,2
Saldo primario corretto per il ciclo	-0,6	0,1	0,6	0,7	0,8	1,9	2,8
<b>Debito lordo</b>	<b>58,6</b>	<b>61,9</b>	<b>67,2</b>	<b>69,5</b>	<b>73,0</b>	<b>75,4</b>	<b>75,4</b>

Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo si basano sulla metodologia della Commissione.  
Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

**Figura 1a Impatto del ciclo sul saldo di bilancio, 1991-1997**

(in punti percentuali sul PIL)



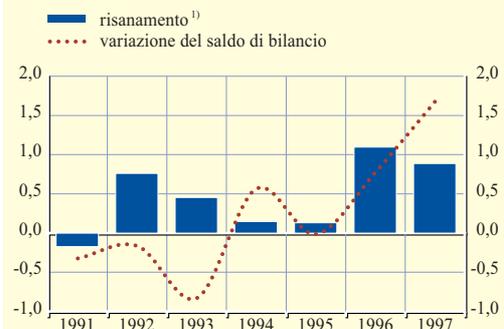
Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo e la stima dell'output gap si basano sulla metodologia della Commissione.

1) Definito come la differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale, in percentuale del PIL potenziale, ai prezzi di mercato del 1995.

articolo come indicatore dell'azione di risanamento, sebbene problemi di misurazione rendano necessaria una certa cautela. La variazione è indicata come "risanamento" nelle figure 1b e 2b, le quali illustrano in che modo i paesi hanno ripartito nel tempo gli sforzi di riequilibrio. Nel periodo 1992-1995 sono stati compiuti, in media, progressi in questa direzione, evidenziati da un incremento cumulato dell'avanzo primario corretto per il ciclo pari a 1,4 punti percentuali

**Figura 1b Variazioni del saldo di bilancio e risanamento<sup>1)</sup>, 1991-1997**

(in punti percentuali sul PIL)



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo e la stima dell'output gap si basano sulla metodologia della Commissione.

1) Definito come la variazione annuale del saldo primario corretto per il ciclo.

sul PIL. Nell'impeto di soddisfare i criteri di convergenza relativi ai conti pubblici per la partecipazione alla Terza fase dell'UEM, il rapporto medio disavanzo/PIL dell'area è stato ridotto considerevolmente nel biennio 1996-1997. In questi due anni, l'avanzo primario corretto per il ciclo è migliorato in totale di 2,0 punti percentuali sul PIL nell'area dell'euro.

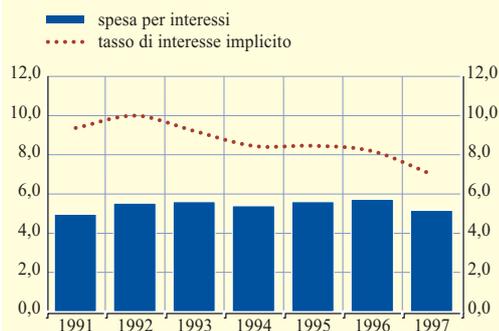
Nonostante i risoluti e perduranti sforzi di risanamento, il costo del servizio del debito, ossia il rapporto fra la spesa per interessi e il PIL, ha iniziato a diminuire solo nel 1997. Ciò è imputabile al fatto che il graduale, ancorché significativo, calo del tasso di interesse implicito corrisposto sul debito pubblico, ossia il rapporto fra la spesa per interessi e il debito, non ha compensato il continuo aumento di quest'ultimo in percentuale del PIL (cfr. figura 1c).

La variazione delle posizioni di bilancio nei paesi dell'area può essere definita disaggregando la variazione del saldo per le componenti relative alle entrate, alla spesa totale esclusa quella per interessi (spesa primaria) e alla spesa per interessi. Fino al 1997, in diversi paesi l'azione di riequilibrio dal lato delle entrate ha preceduto, e in alcuni casi superato in importanza, l'intervento correttivo sulla spesa. Nel periodo 1992-1997 il rapporto fra le entrate e il PIL nell'area è aumentato di 2,9 punti percentuali, portandosi al 47,6 per cento nel 1997. Al netto degli effetti del ciclo, questo rapporto registra un incremento di 4,1 punti percentuali nello stesso periodo, segnalando una tendenza ancora più marcata verso interventi basati sulla tassazione. Tuttavia, in numerosi paesi sono stati attuati aumenti discrezionali delle imposte tramite misure temporanee che non hanno avuto effetti di riequilibrio duraturi.

Il rapporto fra la spesa pubblica totale e il PIL è rimasto su livelli lievemente superiori al 50 per cento per quasi tutto il periodo. L'incremento di oltre 2 punti percentuali osservato fra il 1991 e il 1995 è stato parzialmente riassorbito nei due anni successivi. In tal modo, si è quanto meno arrestata la tendenza crescente della spesa pubblica in rapporto al PIL prevalsa durante gli anni ottanta.

**Figura 1c Onere del debito pubblico, 1991-1997**

(in punti percentuali sul PIL; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO).

Nel complesso, gli importanti sforzi di riequilibrio profusi tra gli inizi degli anni novanta e il 1997 fanno ritenere che la firma del Trattato e l'adozione del quadro di riferimento per i conti pubblici nell'UE abbiano consentito di promuovere in modo efficace la disciplina di bilancio in quel periodo. Tuttavia, il risanamento si è basato in ampia misura su un incremento delle entrate, mentre la spesa primaria ha subito in media un aumento nell'area dell'euro.

### 3 LE POLITICHE DI BILANCIO DAL 1998

Dopo l'adozione, nella primavera del 1998, della decisione su quali paesi avrebbero partecipato sin dall'inizio alla Terza fase dell'UEM, le politiche di bilancio hanno consentito di conseguire solo parzialmente gli obiettivi del Patto di stabilità e crescita. Il disavanzo medio dell'area dell'euro ha dapprima continuato a diminuire e molti paesi

hanno raggiunto posizioni di bilancio solide; in seguito, tuttavia, si è osservato un deterioramento generalizzato dei saldi di bilancio, che non va ricondotto unicamente all'indebolimento del contesto economico. In alcuni paesi dell'area, fra cui i più grandi, sono riaffiorati significativi squilibri dei conti pubblici. Nel 2001 il disavanzo del Portogallo ha superato il valore di riferimento del 3 per cento del PIL, seguito sia nel 2002 che nel 2003 da quelli della Germania e della Francia.

Dopo essersi ridotto gradualmente fra il 1997 e il 2000, il rapporto medio disavanzo pubblico/PIL per l'area dell'euro ha ripreso a salire da allora (cfr. tavola 2); si stima che nel 2003 esso si sia collocato al 2,8 per cento rispetto al PIL, un livello sostanzialmente analogo a quello del 1997. Il rapporto debito pubblico/PIL ha seguito un andamento calante in quasi tutti i paesi. Per quanto riguarda l'insieme dell'area, il rapporto medio è sceso da un massimo del 75,4 per cento nel 1997 al 69,0 per cento nel 2002, mentre nel 2003 sarebbe aumentato, per la prima volta dall'introduzione della moneta unica, e avrebbe di poco superato il 70 per cento.

Nel periodo 1998-2003, gli effetti del ciclo sul saldo di bilancio sono stati positivi dal 1998 al 2000, per poi diventare negativi dal 2001 al 2003 (cfr. figura 2a). In un primo tempo, al miglioramento del saldo complessivo di bilancio ha contribuito la forte crescita, seguita dal rallentamento economico e dai suoi effetti.

Nonostante la diversità delle esperienze maturate da ciascun paese tra il 1998 e il 2003, si è osservato un allentamento delle politiche di bilancio nel complesso dell'area. La figura 2b

**Tavola 2 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro, 1998-2003**

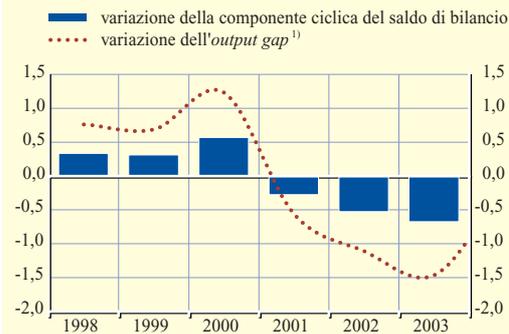
(in percentuale del PIL)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Saldo di bilancio</b>	-2,3	-1,3	-0,9	-1,6	-2,2	-2,8
Componente ciclica	0,0	0,4	0,9	0,6	0,1	-0,6
Spesa per interessi	4,8	4,3	4,1	4,0	3,6	3,6
Saldo primario corretto per il ciclo	2,5	2,6	2,3	1,7	1,3	1,3
<b>Debito lordo</b>	<b>73,7</b>	<b>72,7</b>	<b>70,2</b>	<b>69,2</b>	<b>69,0</b>	<b>70,4</b>

Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo si basano sulla metodologia della Commissione. Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

**Figura 2a Impatto del ciclo sul saldo di bilancio, 1998-2003**

(in punti percentuali sul PIL)



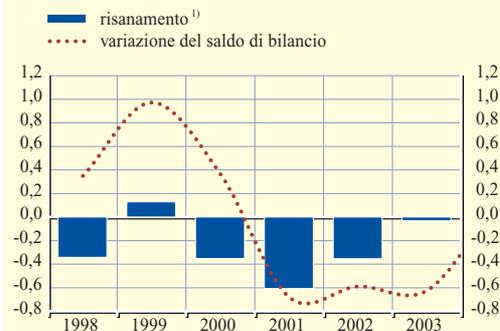
Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo e la stima dell'output gap si basano sulla metodologia della Commissione.

1) Definito come la differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale, in percentuale del PIL potenziale, ai prezzi di mercato del 1995.

rivela che l'avanzo primario corretto per il ciclo è calato, specie negli anni fra il 2000 e il 2002. Va altresì notato che nel periodo 1998-2003 la spesa per interessi ha segnato una notevole contrazione, pari a 1,6 punti percentuali sul PIL prendendo come anno di riferimento il 1997 (cfr. figura 2c). Questo è imputabile principalmente alla significativa riduzione dei tassi di interesse a breve e a lungo termine. La diminuzione di circa 5 punti percentuali del rapporto debito/PIL

**Figura 2b Variazioni del saldo di bilancio e risanamento<sup>1)</sup>, 1998-2003**

(in punti percentuali sul PIL)



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo e la stima dell'output gap si basano sulla metodologia della Commissione.

1) Definito come la variazione annuale del saldo primario corretto per il ciclo.

ha influito in misura molto minore sulla spesa per interessi.

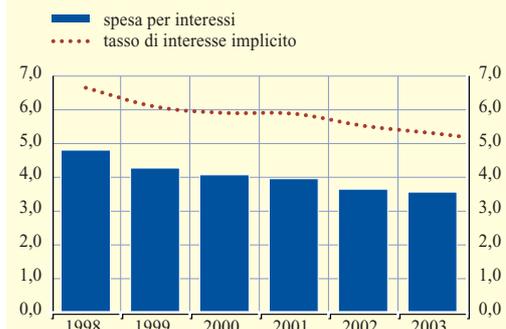
Ulteriori informazioni possono essere desunte anche dalla valutazione delle principali componenti di bilancio (entrate e spesa) nel periodo in esame. Le entrate hanno subito una notevole riduzione, pari a circa 1,5 punti percentuali sul PIL, portandosi nel 2003 a un livello atteso del 46,2 per cento del PIL. L'impatto sul saldo di bilancio di diminuzioni strutturali delle imposte è stato accentuato da un ulteriore, sebbene modesto, incremento della spesa primaria, che secondo le attese sarebbe salito al 45,4 per cento del PIL nel 2003. Ciò ha determinato per l'avanzo primario un forte calo, pari a 1,8 punti percentuali sul PIL.

L'evoluzione di questi rapporti può essere ulteriormente analizzata depurando gli effetti del ciclo sulle entrate e sulla spesa. Tale esercizio contribuisce a chiarire l'andamento di fondo delle principali componenti del bilancio. Fra il 1998 e il 2003 il rapporto medio fra le entrate corrette per il ciclo e il PIL nell'area dell'euro è diminuito di circa 1/2 punti percentuali, mentre il rapporto fra la spesa primaria corretta per il ciclo e il PIL è rimasto sostanzialmente stabile.

L'andamento dei conti pubblici dal 1998 presenta pertanto un quadro quanto meno vario. I

**Figura 2c Onere del debito pubblico, 1998-2003**

(in punti percentuali sul PIL; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO).

disavanzi hanno dapprima continuato a diminuire nell'area e gli stabilizzatori automatici hanno operato in gran parte tramite gli aggiustamenti indotti nelle voci di bilancio sensibili al ciclo. Tuttavia i saldi di bilancio non hanno registrato un miglioramento sufficiente nella fase di forte espansione dell'economia. A questo si è aggiunto il notevole deterioramento dei saldi primari al netto della componente ciclica durante il successivo indebolimento dell'attività economica dell'area. L'allentamento delle politiche è stato celato dalla riduzione della spesa per interessi ascrivibile agli effetti congiunti della moneta unica e della stabilità dei prezzi, al calo dei tassi di interesse e all'assottigliamento dei differenziali di interesse. Quindi, neppure in questo caso vi è stato un significativo contenimento della spesa, per la media dell'area. Tali andamenti sono in gran parte all'origine del fatto che, in base alle stime, il disavanzo medio dell'area dovrebbe collocarsi nel 2003 su livelli prossimi al 3 per cento del PIL, con alcuni paesi in una situazione di disavanzo eccessivo.

#### 4 LA VALUTAZIONE DEL RISANAMENTO E DELLE STRATEGIE DI BILANCIO

L'andamento favorevole delle finanze pubbliche nel periodo precedente all'avvio dell'unione monetaria, i continui ma talvolta insufficienti progressi compiuti verso la riduzione dei disavanzi nella successiva fase di crescita sostenuta, nonché il recente riemergere di significativi squilibri di bilancio hanno portato in primo piano due questioni fondamentali. La prima riguarda la misura in cui i paesi hanno attuato correzioni adeguate e durevoli per raggiungere posizioni di bilancio solide e accelerare la diminuzione del rapporto debito pubblico/PIL. La seconda concerne l'idoneità della strategia di politica economica adottata in funzione di tale obiettivo. Diversi studi, dedicati all'analisi di episodi di risanamento, hanno preso in esame le condizioni in cui gli interventi di riequilibrio di bilancio determinano un miglioramento efficace e durevole dei conti pubblici, creando inoltre il contesto più propizio alla crescita dell'economia. La conclusione principale è che il buon esito di una strate-

gia di risanamento dipende soprattutto dalla sua portata e dalla sua qualità, ossia dalla composizione della correzione di bilancio, nonché dalla situazione di partenza delle finanze pubbliche. La composizione dell'intervento risulta particolarmente rilevante; infatti, in base all'evidenza, la correzione dal lato della spesa tende a essere più duratura e favorevole alla crescita rispetto a quella dal lato dell'imposizione in assenza di un ridimensionamento della spesa.

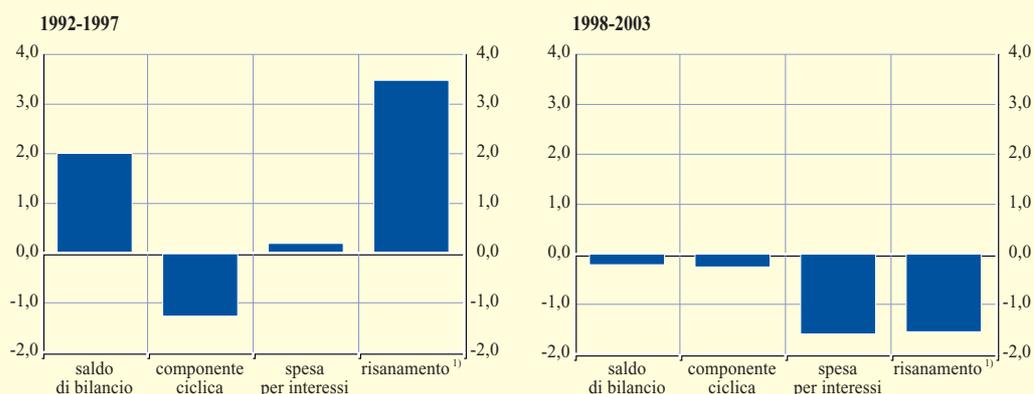
Per quanto riguarda il primo punto, ovvero l'attuazione di costanti e sufficienti misure di risanamento, le esperienze sono state soltanto in parte positive, poiché negli ultimi anni il processo di riequilibrio si è arrestato oppure, in alcuni casi, si è invertito. Quanto al secondo aspetto, le strategie adottate evidenziano inoltre gravi carenze, soprattutto in considerazione dell'elevato livello della pressione fiscale e della spesa, in rapporto al PIL, che causa distorsioni nel processo decisionale degli operatori economici e ostacola il dinamismo dell'area dell'euro (cfr. figura 3). La prima metà degli anni novanta è stata caratterizzata da risultati significativi nel risanamento dei conti pubblici, ottenuti attraverso incrementi delle imposte. Negli ultimi anni si è verificata una parziale inversione di tale andamento connessa a sgravi fiscali che hanno compensato il "premio UEM" originato dal calo dei tassi di interesse e dei costi per il servizio del debito. In media, nel periodo 1992-2003, l'azione di contenimento della spesa primaria non è stata abbastanza ambiziosa da consentire di completare il processo di risanamento e di ridurre le imposte senza compromettere la solidità delle finanze pubbliche.

Uno sguardo agli interventi di riequilibrio effettuati dai singoli paesi dell'area dell'euro conferma il quadro generale delle strategie di risanamento sottostanti. La figura 4 mette in rapporto le correzioni dal lato dell'imposizione e quelle da lato della spesa (misurate, rispettivamente, dalle variazioni delle entrate corrette per il ciclo, rispetto al PIL, e dalle variazioni della spesa primaria corretta per il ciclo, rispetto al PIL) fra il 1992 e il 1997 per i singoli paesi, e riporta la media per l'area dell'euro. I punti al di sotto

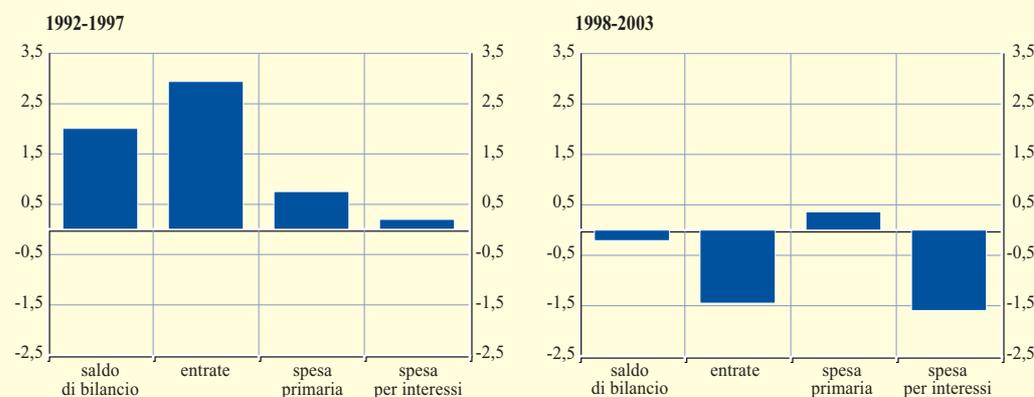
**Figura 3 Evoluzione della finanza pubblica: determinanti e componenti**

(in punti percentuali sul PIL)

**Variatione del saldo medio di bilancio nell'area dell'euro e contributo dei fattori sottostanti**



**Variatione del saldo medio di bilancio nell'area dell'euro: contributo delle entrate totali, della spesa primaria e di quella per interessi**



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo e la stima dell'*output gap* si basano sulla metodologia della Commissione.  
1) Definito come la variazione annuale del saldo primario corretto per il ciclo.

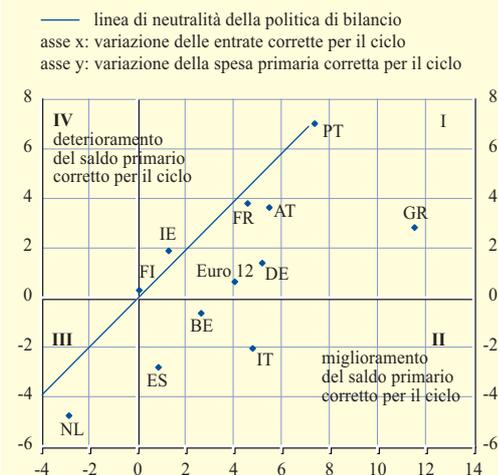
della diagonale mostrano un miglioramento del saldo di bilancio nel periodo in esame, mentre quelli al di sopra segnalano un deterioramento. I punti riportati al di sotto della diagonale nel primo quadrante indicano i paesi che hanno conseguito correzioni di bilancio tramite aumenti delle imposte in parte compensati da incrementi della spesa. Quelli che figurano nel secondo quadrante si riferiscono ai paesi che hanno applicato misure sia dal lato dell'imposizione che dal lato della spesa. Il terzo quadrante presenta, al di sotto della diagonale, i punti relativi ai paesi che sono

riusciti a risanare il bilancio riducendo la spesa, nonostante l'introduzione di sgravi fiscali.

È interessante rilevare che quasi tutti i paesi dell'area dell'euro rientrano nel primo e nel secondo quadrante. Ciò riflette una strategia di risanamento basata su interventi dal lato delle entrate che, nella maggior parte dei casi (in particolare in Grecia, Francia, Austria e Portogallo), è stata indebolita da aumenti del rapporto spesa/PIL, mentre in altri (Italia, Spagna e Belgio) è stata rafforzata da un rapporto spesa/PIL stabile o in

**Figura 4 Aggiustamento del bilancio  
1992-1997**

(in punti percentuali sul PIL)



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO).  
 I valori corretti per il ciclo si basano sulla metodologia della Commissione.

Nota: escluso il Lussemburgo.

diminuzione. I Paesi Bassi si trovano invece nel terzo quadrante. Tale posizione attesta una riduzione sia delle entrate sia della spesa, in relazione al PIL, che implica al medesimo tempo il risanamento del bilancio e il ridimensionamento del settore pubblico.

Negli ultimi anni, diversi paesi hanno modificato le proprie strategie sul versante delle entrate, ma non su quello delle politiche di spesa. Nella maggior parte dei casi, le misure discrezionali volte a riformare i sistemi tributari nazionali e a ridurre la pressione fiscale non sono state accompagnate da azioni sufficienti a frenare la crescita della spesa. Le diminuzioni delle imposte sono state fondate sulla considerazione secondo cui un'eccessiva pressione fiscale sui fattori produttivi (capitale e lavoro) ha un impatto negativo sull'attività economica. I timori concernenti gli effetti distorsivi di un'elevata imposizione, unitamente a stime ottimistiche sull'influsso positivo atteso da un onere fiscale inferiore, hanno indotto a perseguire una strategia che ha privilegiato la riduzione delle imposte rispetto alla necessità di mantenere la disciplina di bilancio.

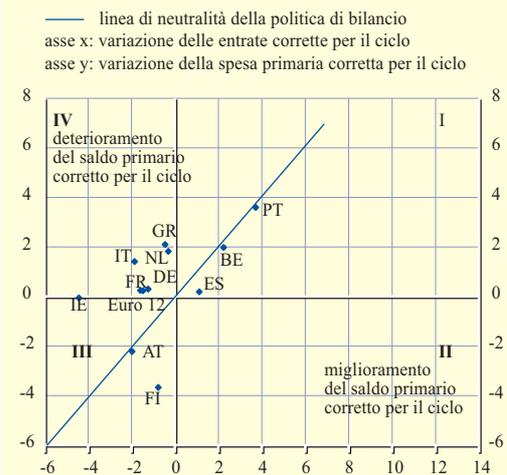
Gli sgravi fiscali più consistenti hanno interessato sia le famiglie che le imprese, in particolare nei paesi caratterizzati da un rapporto entrate/PIL relativamente elevato in seno all'area dell'euro. In alcuni casi, la dinamica sostenuta delle entrate di natura temporanea riconducibile alla ripresa congiunturale ha offuscato l'impatto sul disavanzo delle riduzioni discrezionali della tassazione. Ne è risultata un'eccessiva fiducia nella possibilità di autofinanziare diminuzioni delle imposte sul reddito. Inoltre, non sempre le modifiche attuate sono state adeguatamente coperte dal contenimento dei saldi di bilancio. Le conseguenze di tale politica si sono manifestate appieno soltanto dopo che l'espansione economica ha iniziato a decelerare. In seguito al rallentamento dell'economia e alla flessione dei prezzi delle attività finanziarie iniziata nel 2000, le entrate hanno cominciato a ridursi e nella maggior parte dei paesi si è osservato un peggioramento della posizione di bilancio.

Per effetto della strategia basata sulla riduzione delle imposte, negli ultimi anni la maggioranza dei paesi ha registrato un deterioramento del saldo primario corretto per il ciclo oppure, nel migliore dei casi, è riuscita a mantenerlo allo stesso livello. La figura 5, relativa al periodo 1998-2003, conferma tale quadro, in quanto i punti si collocano, per lo più, al di sopra della diagonale e indicano un peggioramento dei saldi di bilancio nazionali connesso a diminuzioni delle imposte. Inoltre, la maggior parte dei paesi si situa al di sopra dell'asse orizzontale, posizione che rivela politiche di spesa espansive.

Il deterioramento di bilancio più marcato (misurato nella figura 5 dalla distanza fra il punto relativo a un paese e la diagonale), accompagnato da sgravi fiscali, si è verificato in alcuni dei paesi più grandi, segnatamente in Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi, ma anche in Grecia e in Irlanda. In tali paesi l'introduzione di significative riforme fiscali non è stata praticamente affiancata da interventi mirati a stabilizzare il rapporto spesa primaria/PIL. Pertanto, questo gruppo di paesi, fra cui la maggioranza di quelli che nel 2003 ha mostrato disavanzi prossimi o superiori al valore di riferimento, hanno inverti-

**Figura 5 Aggiustamento del bilancio 1998-2003**

(in punti percentuali sul PIL)



Fonte: Commissione europea, autunno 2003 (base dati AMECO). I valori corretti per il ciclo si basano sulla metodologia della Commissione.  
 Nota: escluso il Lussemburgo.

to in certa misura l'azione di riequilibrio intrapresa negli anni precedenti. Per contro, gli altri paesi hanno finanziato riduzioni discrezionali delle imposte attraverso un contenimento della spesa oppure hanno effettuato aumenti più o meno equivalenti da entrambi i lati, mantenendo un orientamento di politica di bilancio sostanzialmente neutrale. L'unica eccezione è costituita dalla Finlandia, che ha continuato a compiere notevoli sforzi di risanamento.

Gli insufficienti interventi di riequilibrio dei conti pubblici e la debole espansione economica che hanno caratterizzato il periodo più recente si riflettono anche nell'andamento del rapporto debito/PIL. Dopo essere diminuito per diversi anni, il rapporto medio per l'area dell'euro sarebbe tornato a salire nel 2003. Quanto ai singoli paesi, la Francia e la Germania si sono aggiunte al gruppo di quelli (Belgio, Grecia, Italia e Austria) il cui rapporto debito/PIL è superiore al valore di riferimento del 60 per cento.

In sintesi, sia la portata che la composizione delle misure intraprese sembrano avere influito sulla sostenibilità e l'efficacia complessiva del

risanamento delle finanze pubbliche. Quest'ultimo è stato contraddistinto da risultati significativi fino al 1997. Tuttavia, gli ulteriori progressi compiuti da allora non sono stati in tutti i paesi sufficientemente robusti da creare margini di sicurezza adeguati per far fronte a dinamiche economiche negative e impreviste. Dal 2001, pertanto, l'effetto congiunto degli sgravi fiscali e del rallentamento ciclico ha generato in breve tempo significativi squilibri. Alcuni paesi, quali l'Italia e la Germania, che hanno operato in prevalenza correzioni dal lato dell'imposizione nel periodo 1992-1997, sono stati anche quelli maggiormente colpiti dall'indebolimento dell'azione di riequilibrio negli anni successivi. La mancanza di un contenimento della spesa in molti paesi ha messo a repentaglio il risanamento, i margini di sicurezza per la stabilizzazione e le prospettive per la sostenibilità delle finanze pubbliche.

## 5 CONCLUSIONI

L'analisi delle politiche di bilancio attuate nell'area dell'euro ha evidenziato che sono stati compiuti progressi sostanziali verso una maggiore sostenibilità delle finanze pubbliche in seguito alla firma del Trattato. In particolare, grazie agli sforzi profusi il disavanzo medio dell'area è sceso a un livello inferiore al 3 per cento del PIL nel 1997. Inoltre si è arrestata la protratta tendenza crescente dei rapporti debito/PIL. Diversi paesi sono tornati a registrare posizioni di bilancio più solide, riuscendo a creare margini adeguati per consentire agli stabilizzatori automatici di operare senza elevati rischi di incorrere in disavanzi eccessivi. Alcuni paesi hanno saldamente indirizzato il rapporto debito/PIL verso un percorso di continua diminuzione, per far fronte all'invecchiamento della popolazione. Taluni hanno introdotto misure di contenimento della spesa che hanno permesso sia il risanamento dei conti pubblici sia la riduzione delle imposte.

Tuttavia, i progressi realizzati, rispetto sia agli obiettivi stabiliti nel quadro di riferimento per i conti pubblici nell'UE sia alla qualità delle azio-

ni di risanamento, non sono stati omogenei nel corso del tempo e nei diversi paesi. Nel periodo 1992-1997, tali passi avanti sono stati realizzati soprattutto grazie a interventi, anche di carattere temporaneo, dal lato delle entrate. Dopo il 1997, il disavanzo medio ha continuato a ridursi durante la fase di forte espansione economica fino al 2000. Tuttavia, in alcuni paesi ciò non è stato sufficiente a consentire il regolare funzionamento degli stabilizzatori automatici quando in seguito la crescita si è indebolita. Un ulteriore allentamento delle politiche di bilancio dovuto a un inadeguato contenimento della spesa, unitamente all'utilizzo del risparmio connesso alla minore spesa per interessi destinato a finanziare sgravi fiscali piuttosto che il risanamento, ha comportato il riemergere di squilibri significativi. Negli ultimi anni alcuni paesi hanno persino superato il valore di riferimento fissato per i disavanzi pubblici, e i rapporti debito pubblico/PIL rimangono in certi casi molto elevati. Tale situazione ha cominciato a esercitare un influsso negativo sull'applicazione delle stesse regole di bilancio.

La maggioranza dei paesi dell'area deve ora compiere progressi nel conseguimento di posizioni di bilancio solide, per condurre saldamente le dinamiche del disavanzo e del debito verso un percorso sostenibile. La necessità di un

risanamento e le sfide di lungo periodo che le finanze pubbliche devono affrontare richiedono altresì ambiziose riforme strutturali. A tale proposito, la strategia adottata svolge un ruolo cruciale: dato che il "premio UEM", ossia la minore spesa per interessi, è stato in larga misura utilizzato, è necessario che l'azione di riequilibrio prosegua e gli sgravi fiscali vengano interamente finanziati attraverso il contenimento della spesa primaria. Inoltre, riforme della spesa ben delineate possono favorire la crescita economica nel medio termine, aumentando gli incentivi al lavoro e all'investimento. In questo contesto, la fiducia nelle prospettive dell'economia promuoverà la domanda e minimizzerà, o persino eliminerà, qualsiasi *trade-off* fra il riequilibrio dei conti pubblici e la crescita economica anche nel breve periodo.

Infine, gli insufficienti risultati conseguiti nel risanamento dall'introduzione della moneta unica sottolineano inoltre l'importanza di una rigorosa applicazione delle regole di bilancio in seno all'UEM. Dare nuovo impulso all'attuazione del quadro di riferimento per i conti pubblici nelle fasi congiunturali favorevoli, attese per il futuro, può creare un circolo virtuoso basato su finanze pubbliche solide, riforme strutturali e vigorosa crescita, che sostenga la stabilità macroeconomica e dei prezzi.



## ARTICOLI

# INDAGINI CONGIUNTURALI RELATIVE AGLI ANDAMENTI DELL'ATTIVITÀ, DEI PREZZI E DEL MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO: CARATTERISTICHE E UTILIZZI

*Le indagini congiunturali sono un elemento importante nell'analisi degli andamenti del ciclo economico grazie alla tempestività e alla natura delle informazioni in esse contenute. Questo articolo descrive i vari modi in cui questi dati possono essere utilizzati. In primo luogo, si possono sviluppare strumenti analitici per inferire dai risultati delle indagini informazioni sulle variabili economiche fondamentali. In secondo luogo, si può procedere a un esame delle risposte alle singole domande delle indagini per individuare i fattori economici che determinano le dinamiche congiunturali e per valutarne l'importanza. In terzo luogo, i dati delle indagini possono essere utilizzati, oltre che per il regolare monitoraggio degli andamenti economici, anche per una tempestiva valutazione preliminare delle conseguenze di eventi eccezionali.*

*Indipendentemente dallo scopo per cui vengono utilizzati i dati, tuttavia, è importante interpretare i risultati delle indagini con una certa cautela. In particolare, l'esperienza insegna che le indicazioni in essi contenute possono talvolta essere fuorvianti. Ciò vale soprattutto quando le inchieste sono state condotte per un periodo di tempo relativamente limitato, in quanto è difficile determinarne il grado di affidabilità. Più in generale, i dati dovrebbero sempre essere valutati all'interno del più ampio contesto dell'analisi economica condotta nell'ambito della strategia di politica monetaria della BCE.*

## 1 INTRODUZIONE

I dati delle indagini congiunturali sugli andamenti dell'attività economica, dei prezzi e del mercato del lavoro costituiscono un'importante, ancorché parziale, fonte di informazioni per l'analisi dell'economia dell'area dell'euro effettuata dalla BCE<sup>1)</sup>. Questo articolo descrive le principali caratteristiche dei dati delle indagini e spiega il modo in cui essi possono essere utilizzati per l'analisi economica. Nella sezione 2 si illustra la disponibilità delle indagini congiunturali con riferimento all'area dell'euro. Nella sezione 3 si esaminano le principali caratteristiche dei dati raccolti nell'ambito delle indagini e nella sezione 4 se ne descrive l'utilità ai fini dell'analisi economica condotta dalla BCE. Le conclusioni sono presentate nella sezione 5.

## 2 I DATI DELLE INDAGINI CONGIUNTURALI DISPONIBILI PER L'AREA DELL'EURO

Le indagini congiunturali forniscono indicazioni tempestive e preziose sulle percezioni e sulle attese circa la situazione economica. I risultati delle indagini congiunturali integrano le informazioni sull'area dell'euro desumibili dalle statistiche quantitative. Le indagini congiunturali

qualitative sono condotte tramite questionari, costituiti in genere da una breve serie di domande, che richiedono agli interpellati di indicare se le condizioni economiche (per esempio, la situazione corrente dell'attività) sono migliorate, rimaste invariate o si sono deteriorate. Le indagini congiunturali presso le imprese sono condotte per diversi settori (manifatturiero, dei servizi e del commercio al dettaglio) e sono rivolte ad alti dirigenti; quelle presso i consumatori sono condotte su un campione di famiglie. Oltre alle domande qualitative volte a rilevare valutazioni individuali, alcune indagini congiunturali prevedono anche domande quantitative, per esempio circa il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera.

Per l'area dell'euro sono disponibili due indagini congiunturali principali, i cui risultati sono regolarmente riportati e commentati nel Bollettino mensile della BCE: (i) la serie di indagini congiunturali pubblicata dalla Commissione europea (DG Affari economici e finanziari); (ii) l'indagine presso i responsabili degli acquisti

1) Cfr. ad esempio *Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro*, Bollettino mensile della BCE, aprile 1999, e *Il contenuto informativo degli indicatori composti del ciclo economico dell'area dell'euro*, Bollettino mensile della BCE, novembre 2001.

condotta dalla NTC Research per conto della Reuters. Le serie relative all'area dell'euro disponibili tramite tali indagini fanno per la maggior parte riferimento all'attività economica.

#### **INDAGINI CONGIUNTURALI DELLA COMMISSIONE EUROPEA PRESSO LE FAMIGLIE E LE IMPRESE**

Le indagini armonizzate della Commissione europea relative ai settori manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi, nonché l'indagine presso le famiglie (denominate unitamente indagini della CE) forniscono nel complesso l'insieme di risultati più ampio possibile con riferimento all'area dell'euro. Gli istituti nazionali (istituti di statistica, enti di ricerca, federazioni economiche, ecc.) conducono regolarmente per conto della Commissione europea tali indagini in ciascuno degli Stati membri della UE. Recentemente, ancorché a partire da date diverse, vi hanno partecipato anche i paesi candidati all'ingresso nella UE. Questi istituti includono nelle loro indagini nazionali le domande del questionario armonizzato definito dalla Commissione. Alcuni quesiti riguardano l'evoluzione passata di singoli fenomeni (per esempio "Come si è evoluta la vostra produzione negli ultimi tre mesi?") mentre altre hanno ad oggetto i loro sviluppi futuri (per esempio, "Rispetto agli ultimi 12 mesi, come vi aspettate che i prezzi al consumo evolveranno nei prossimi 12 mesi?") oppure fanno riferimento alla loro situazione corrente (per esempio, "Come considerate la situazione corrente della vostra attività economica?"). Gli istituti di ciascun paese possono includere anche domande aggiuntive nelle varie indagini per raccogliere informazioni ad uso nazionale.

Attualmente, vengono condotte con cadenza mensile cinque indagini della CE con riferimento ai settori dell'industria (con un campione di circa 22.000 imprese nell'area dell'euro), delle costruzioni (7.500 imprese), del commercio al dettaglio (14.000 imprese), dei servizi (16.000 imprese) e ai consumatori (20.000 famiglie). Nell'ambito delle indagini congiunturali presso le imprese dell'industria, delle costruzioni e presso i consumatori vi sono

poi alcune domande sottoposte agli operatori con cadenza trimestrale. Viene inoltre condotta con cadenza semestrale l'indagine armonizzata sugli investimenti delle imprese industriali, che raccoglie informazioni sui piani d'investimento. Una valutazione della situazione economica internazionale è infine desumibile dall'Indagine trimestrale sull'economia mondiale (World Economic Survey), basata su un gruppo selezionato a livello mondiale di esperti economici. La Commissione europea conduce occasionalmente indagini ad hoc su questioni specifiche, come ad esempio l'inchiesta del 1999 su alcuni aspetti del mercato del lavoro della UE <sup>2)</sup>.

I risultati delle indagini mensili della CE vengono sintetizzati mediante il calcolo di indicatori composti del clima di fiducia. Questi indici forniscono una valutazione sintetica del "clima" complessivo nel rispettivo settore economico e sono costruiti in modo da seguire sufficientemente bene l'evoluzione di una variabile di riferimento desumibile dalle relative statistiche quantitative. Per esempio, la produzione manifatturiera è la variabile di riferimento per l'indicatore del clima di fiducia nell'industria. La selezione delle componenti per il calcolo di questi indicatori sintetici è occasionalmente rivista e aggiornata. La revisione più recente risale al 2001 quando la Commissione ha modificato le componenti dell'indicatore del clima di fiducia dei consumatori.

La Commissione calcola gli aggregati dell'area dell'euro come medie ponderate dei risultati nazionali ed effettua la destagionalizzazione delle serie aggregate. I risultati delle indagini della CE sono tipicamente presentati sotto forma di "saldi percentuali", ossia quale differenza tra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative a una data domanda.

Le indagini mensili della CE vengono effettuate nella prima metà di ogni mese, quelle

2) L'indagine era la quarta di questo tipo, dopo quelle del 1985, 1989 e 1994; per maggiori dettagli, cfr. *European Economy (Reports and Studies, No. 4 – 2000), Performance of the European Union Labour Market.*

trimestrali nelle prime due settimane di ciascun trimestre (gennaio, aprile, luglio e ottobre). La Commissione pubblica i risultati l'ultimo giorno lavorativo del mese di riferimento. Tuttavia, la diffusione di quelli relativi alle indagini condotte in agosto e in settembre avviene alla fine di quest'ultimo mese. Con riferimento all'indagine presso le imprese industriali, vengono diffusi con un dettaglio settoriale sia i risultati nazionali sia quelli per l'area dell'euro. I risultati per l'area dell'euro delle indagini mensili della CE sono in genere disponibili a partire dal 1985. Fanno eccezione i dati relativi al settore dei servizi, le cui serie storiche iniziano nel 1995, con un graduale aumento del grado di copertura delle attività di questo comparto.

#### INDAGINI PRESSO I RESPONSABILI DEGLI ACQUISTI

La NTC Research conduce mensilmente per conto della Reuters le inchieste presso i responsabili degli acquisti dell'industria manifatturiera e del settore dei servizi nell'area dell'euro; complessivamente vengono raccolte informazioni presso oltre 5.000 società. L'indagine presso i responsabili degli acquisti dell'area dell'euro è relativamente nuova (i risultati sono disponibili dal 1997 per il settore manifatturiero e dal 1998 per quello dei servizi). La struttura dell'inchiesta e la metodologia statistica sottostante sono sostanzialmente simili a quelle delle indagini presso i responsabili degli acquisti condotte negli Stati Uniti. In generale, questo tipo di rilevazioni ha l'obiettivo di fornire indicazioni tempestive sugli andamenti correnti o recenti dell'attività economica e dei prezzi.

L'indagine presso i responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero è attualmente condotta in otto paesi dell'area dell'euro, che rappresentano oltre il 90 per cento del PIL dell'area; quella relativa al comparto dei servizi viene effettuata in cinque paesi dell'area, pari a circa l'80 per cento del PIL. Le rilevazioni riguardano principalmente le effettive condizioni correnti; agli operatori è richiesto di segnalare la direzione del cambiamento di un insieme di variabili economiche rispetto alla situazione registrata nel mese precedente (per esempio,

“Il livello degli ordinativi ricevuti dalla vostra società è più alto, uguale o più basso rispetto a un mese fa?”).

Le percentuali di risposte di aumento, diminuzione o invariabilità vengono convertite in indicatori di diffusione, in modo che un valore di 50 segnali la stazionarietà della variabile in oggetto; valori dell'indicatore superiori (inferiori) a questa soglia teorica indicano pertanto un aumento (calo) della variabile rispetto al mese precedente.

Le domande poste ai responsabili degli acquisti sono diverse per il settore manifatturiero e per quello dei servizi, con un dettaglio maggiore per il primo (per esempio, scorte di beni intermedi o di prodotti finiti). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è un indicatore composito calcolato sulla base di quelli relativi ai nuovi ordinativi, alla produzione, all'occupazione, ai tempi di consegna dei fornitori e alle scorte di beni intermedi. Le risposte alle domande incluse sia nell'indagine presso i responsabili degli acquisti del settore manifatturiero sia in quella presso quelli del settore dei servizi (per esempio, quelle relative alla produzione, alle nuove accensioni, ai prezzi degli input e all'occupazione) sono utilizzate per compilare gli indici compositi per il complesso dell'area dell'euro.

I dati delle indagini presso i responsabili degli acquisti sono raccolti a metà mese e i risultati per l'area dell'euro sono pubblicati il primo giorno lavorativo (per il settore manifatturiero) e il terzo giorno lavorativo (per il settore dei servizi e gli indici compositi) successivi al mese di riferimento. I risultati per l'area dell'euro scomposti per settore non vengono messi a disposizione del pubblico.

### 3 CARATTERISTICHE DEI DATI DELLE INDAGINI CONGIUNTURALI

I dati raccolti attraverso le indagini congiunturali hanno varie caratteristiche che li rendono potenzialmente utili per l'analisi economica. Un

aspetto fondamentale, che ha destato l'interesse nell'utilizzo delle indagini congiunturali, è la tempestiva disponibilità di questo tipo di informazioni rispetto alle statistiche ufficiali pubblicate dall'Eurostat. Nonostante i miglioramenti registrati al riguardo, le statistiche ufficiali per l'area dell'euro sono spesso pubblicate con ritardi relativamente lunghi<sup>3)</sup>. Nel caso dell'area dell'euro, i risultati delle indagini della CE e di quelle presso i responsabili degli acquisti anticipano fino a tre mesi la pubblicazione delle statistiche ufficiali.

I dati delle indagini congiunturali, oltre a essere tempestivamente disponibili, sono in genere diffusi con cadenza mensile. Sebbene i dati mensili siano spesso influenzati da fattori erratici e richiedano opportune tecniche di destagionalizzazione, la frequenza mensile rappresenta un vantaggio rispetto ad altre fonti di informazioni. Per esempio, i dati relativi al PIL dell'area dell'euro sono pubblicati con frequenza trimestrale; tenendo conto anche dei ritardi nella diffusione dei dati, ciò potrebbe implicare un ampio divario temporale tra i periodi di riferimento delle ultime statistiche disponibili e la data corrente. Ciò è particolarmente rilevante per la valutazione dell'attività nei settori dell'economia che sono meno coperti da statistiche mensili o che non lo sono affatto. In particolare, questo è il caso delle attività dei servizi, per le quali le uniche serie mensili disponibili sono quelle relative ai volumi delle vendite al dettaglio, che a loro volta ricoprono soltanto una modesta porzione del settore dei servizi. I risultati delle indagini CE e presso i responsabili degli acquisti nel settore dei servizi forniscono quindi informazioni potenzialmente utili con frequenza mensile.

Le indagini congiunturali sono inoltre la principale fonte di informazioni dirette su alcuni aspetti specifici. Per esempio, solo nell'ambito delle indagini della CE vengono rilevate informazioni circa il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero. Un secondo esempio riguarda i prezzi alla produzione nel settore dei servizi, per i quali viene compilato un indicatore sulla base delle rilevazioni del-

l'indagine presso i responsabili degli acquisti. Con riferimento all'area dell'euro, non esistono dati tempestivi sugli andamenti dei prezzi nel settore dei servizi nelle fasi iniziali della catena produttiva, sebbene siano un elemento importante del processo complessivo di formazione dei prezzi.

Un ulteriore aspetto di interesse di queste indagini è rappresentato dal fatto che alcune delle informazioni raccolte risultano meno volatili rispetto alle corrispondenti statistiche quantitative. Questo si spiega con la natura delle informazioni alla base dei dati rilevati dalle indagini congiunturali e dalle statistiche ufficiali. Le percezioni raccolte in alcune indagini congiunturali tendono a cambiare gradualmente, mentre le statistiche ufficiali riflettono anche fattori *una tantum* quali insolite condizioni meteorologiche, scioperi, ecc. L'andamento meno erratico dei dati rilevati nell'ambito delle indagini congiunturali permette, almeno in linea teorica, una più rapida individuazione dei punti di svolta del ciclo. Di fatto, è necessario un minor numero di osservazioni dalle indagini congiunturali per confermare un'inversione della fase ciclica. Tuttavia, le proprietà delle serie temporali variano a seconda delle diverse indagini congiunturali. In particolare, come indicato regolarmente in questo Bollettino, i risultati delle indagini della CE nei settori delle costruzioni e del commercio al dettaglio tendono a essere relativamente volatili.

Infine, un'ulteriore caratteristica dei dati delle indagini congiunturali attiene all'assenza di revisioni, che sono invece comuni nelle statistiche ufficiali. Le stime iniziali di statistiche quantitative sono spesso basate su informazioni parziali. Man mano che si rendono disponibili informazioni più complete, le cifre sono in genere riviste, accrescendo così l'affidabilità delle stime. Per contro, i dati delle indagini congiunturali non

3) Per maggiori dettagli sui recenti progressi nella disponibilità e nei tempi di pubblicazione delle statistiche congiunturali per l'area dell'euro, cfr. l'articolo *Sviluppi nell'ambito delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro* nel numero di aprile 2003 e il riquadro 7 nel numero di settembre 2003 di questo Bollettino.

vengono rivisti. Ciò potrebbe implicare, tuttavia, che alcune informazioni non siano incluse nei risultati delle indagini (per esempio a causa di un ritardo nell'arrivo dei questionari compilati).

Vi sono tuttavia alcuni motivi di cautela da tenere presenti quando si utilizzano i dati delle indagini congiunturali. Per esempio, ancorché rappresentino di norma soltanto valutazioni qualitative, essi vengono spesso interpretati in termini quantitativi. Occorre quindi una certa cautela nel trasformare i risultati delle indagini in stime quantitative di statistiche ufficiali. Il livello di dettaglio dei dati delle indagini congiunturali è più limitato rispetto a quello presente nelle statistiche economiche quantitative. Un ulteriore motivo di cautela è rappresentato dal fatto che i risultati delle indagini non sono necessariamente coerenti fra settori, a differenza dei conti nazionali trimestrali. Infine, in alcuni casi gli incentivi dei soggetti intervistati a fornire risposte di qualità alle domande delle indagini possono essere limitati. Questo aspetto appare più rilevante nell'ambito delle indagini presso i consumatori che non per quelle presso le imprese; queste ultime sono di norma rivolte ad alti dirigenti che hanno accesso a tutte le informazioni rilevanti sulla loro impresa. Risposte che non fossero basate su tutte le informazioni disponibili potrebbero potenzialmente costituire una fonte di errore nei dati delle indagini congiunturali.

#### 4 L'UTILIZZO DEI DATI DELLE INDAGINI CONGIUNTURALI NELL'ANALISI ECONOMICA

Dopo aver esaminato le caratteristiche che rendono i dati delle indagini congiunturali potenzialmente utili per l'analisi congiunturale, questa sezione illustra con alcuni esempi come i dati delle indagini contribuiscano all'analisi economica della BCE. La prima parte descrive l'utilizzo delle indagini congiunturali per la quantificazione di indicatori economici fondamentali quali la crescita del PIL in termini reali o i prezzi alla produzione (IPP) prima della loro pubblicazione. L'estrazione di informazioni

rilevanti dalle indagini qualitative può essere effettuata informalmente, per esempio sulla base di analisi grafiche, o attraverso opportune tecniche econometriche. Un esempio del funzionamento di quest'ultimo metodo è illustrato nel riquadro contenuto in quest'articolo. Nella seconda parte di questa sezione si mostra come le indagini possano essere utilizzate per individuare i fattori alla base degli andamenti economici. Vi viene sottolineata l'utilità delle indagini nei casi in cui l'economia è influenzata da circostanze eccezionali, come avvenne tra la fine del 2001 e l'inizio del 2002.

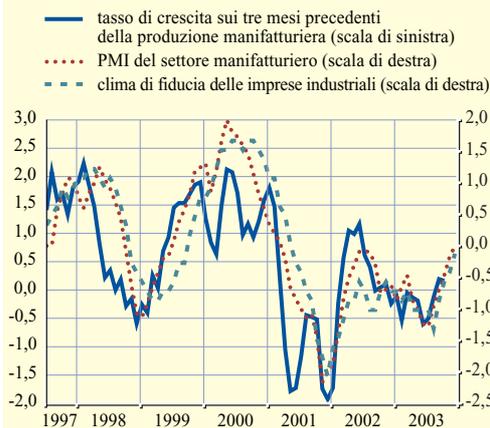
#### INFERENZA SU STATISTICHE UFFICIALI DAI DATI DELLE INDAGINI

Le indagini congiunturali rilevano anche specifiche variabili economiche fondamentali, consentendo un'immediata inferenza sulle statistiche ufficiali. Per esempio, le indagini della CE e quelle presso i responsabili degli acquisti raccolgono le valutazioni delle imprese circa gli andamenti dell'attività e dei prezzi nel loro settore, nonché le loro aspettative al riguardo. Tali domande hanno ad oggetto le stesse variabili rilevate a livello settoriale dalle statistiche ufficiali sulla produzione e sui prezzi. Analogamente, la valutazione da parte delle imprese circa l'occupazione corrente e futura è interpretabile come la controparte qualitativa delle statistiche quantitative sul numero degli occupati.

Gli andamenti della fiducia delle imprese e dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero sono altamente correlati con i tassi di crescita della produzione manifatturiera (cfr. figura 1). I dati delle indagini congiunturali sembrerebbero pertanto contenere informazioni utili sugli andamenti dell'attività nel comparto manifatturiero. Le due indagini congiunturali hanno infatti segnalato tempestivamente i punti di svolta della produzione manifatturiera. Per esempio, agli inizi del 2002 forti aumenti della fiducia delle imprese e del PMI del settore manifatturiero sono stati rapidamente seguiti da un'accelerazione della produzione manifatturiera. Tuttavia, la crescita della fiducia è stata in gran parte sospinta da elevate aspettative in merito alla produzione, che non si

### Figura 1 PMI del settore manifatturiero, clima di fiducia delle imprese industriali e crescita della produzione manifatturiera

(variazioni percentuali sui dodici mesi; indicatori qualitativi in scarti dalla media e divisi per la rispettiva deviazione standard)



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

sono mai materializzate del tutto. Alcuni mesi dopo, i dati delle indagini qualitative hanno correttamente segnalato un rinnovato indebolimento dell'attività manifatturiera. Nella figura, i risultati delle indagini sono tracciati rispetto alla scala di destra. Tenuto conto della pubblicazione più tempestiva dei dati delle indagini congiunturali, questi risultati possono essere tradotti in stime preliminari dei tassi di crescita della produzione manifatturiera.

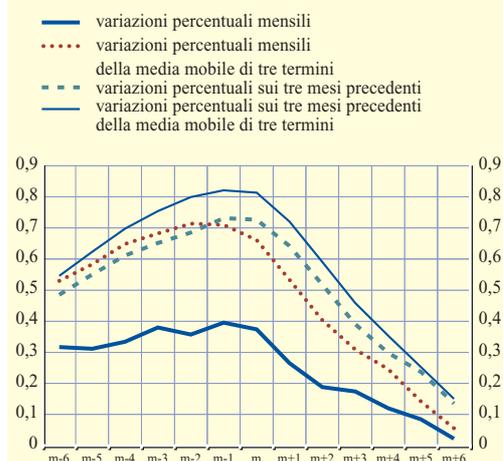
L'impiego del clima di fiducia delle imprese al fine di prevedere gli andamenti della produzione richiede una certa cautela. Come illustrato dalla figura, la correlazione tra i dati delle indagini e gli effettivi andamenti non è perfetta e può variare nel tempo. In alcuni casi, i dati delle indagini congiunturali hanno segnato un ritardo rispetto ai punti di svolta nell'attività, come ad esempio nel caso del clima di fiducia delle imprese rilevato dalle indagini della CE agli inizi del 1999. Secondo i questionari delle indagini presso i responsabili degli acquisti, i risultati dovrebbero rispecchiare le variazioni dei tassi di crescita mensili della produzione; alle imprese è infatti richiesto un giudizio sull'evoluzione della produzione rispetto al mese precedente.

La figura 2 mostra la correlazione tra il PMI del settore manifatturiero e la produzione con diversi anticipi e ritardi; il tasso di crescita della produzione è stato calcolato sia rispetto al mese precedente sia rispetto a tre mesi prima. Esso è calcolato sia con riferimento alla serie originale della produzione sia sulla base di una sua media mobile di tre termini. I risultati evidenziano come i dati delle indagini qualitative sono più strettamente collegati (ossia maggiormente correlati) al profilo più regolare seguito dai tassi di crescita della produzione manifatturiera calcolati usando una media mobile di tre termini del relativo indice.

L'evoluzione del PMI risulta essere contemporanea agli andamenti dei tassi di crescita sul precedente intervallo di tre mesi, mentre segna un leggero ritardo rispetto alle variazioni sul mese precedente. Queste caratteristiche suggeriscono che le indagini congiunturali non sono adeguate ad anticipare variazioni a brevissimo termine della produzione. Nel complesso, le risposte alle indagini congiunturali sembrano presentare un certo grado di inerzia e dovrebbero pertanto essere interpretate come indicazioni degli andamenti nell'arco di diversi mesi, piuttosto che delle variazioni sul mese precedente cui si fa riferimento nelle domande delle indagini.

### Figura 2 PMI e produzione manifatturiera: struttura degli anticipi e dei ritardi

(correlazioni tra il PMI e varie trasformazioni dell'indice della produzione manifatturiera)



Fonti: Eurostat, Reuters ed elaborazioni della BCE.

L'esperienza mostra inoltre che il valore soglia teorico di 50 per il PMI, che dovrebbe distinguere tra periodi di crescita positiva e negativa dell'attività, non gode sempre di tale proprietà. Più in generale, le variazioni delle serie storiche ottenute dalle indagini dovrebbero essere considerate in combinazione con i loro livelli.

Un altro esempio della possibilità di inferire informazioni circa una variabile quantitativa sulla base delle indagini della CE e di quelle presso i responsabili degli acquisti è rappresentato dalle domande relative agli andamenti dei prezzi nel settore manifatturiero. La figura 3 riporta sia i risultati di tali indagini relativamente a questa variabile sia il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nel settore manifatturiero. Queste informazioni sono particolarmente importanti poiché consentono di individuare eventuali pressioni sui prezzi nelle fasi iniziali del processo di produzione, che potrebbero successivamente essere trasmesse ai prodotti finiti e ai prezzi al consumo.

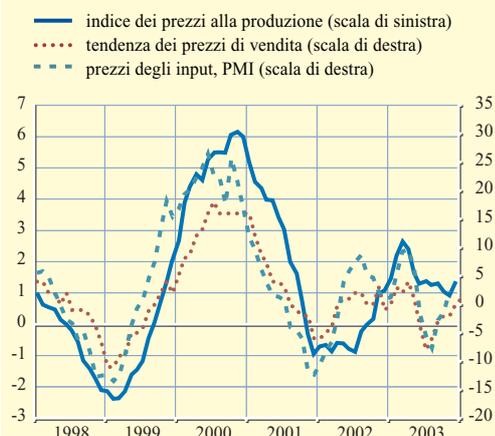
Esiste tuttavia una differenza concettuale tra le indagini presso i responsabili degli acquisti e le

indagini della CE. Nelle prime la domanda riguarda l'andamento dei prezzi nell'ultimo mese; nelle seconde sono rilevate invece le intenzioni circa i prezzi di vendita nei tre mesi successivi. Ciò significa che l'indagine presso i responsabili degli acquisti costituisce essenzialmente un indicatore rivolto al passato, che dovrebbe essere maggiormente correlato con il tasso di variazione contemporaneo dell'IPP sul mese precedente. I dati rilevati dalle indagini della CE, al contrario, sono relativi agli sviluppi futuri e dovrebbero quindi mostrare una migliore corrispondenza con le variazioni dell'IPP con un ritardo di tre mesi. Tuttavia, nella pratica sia i risultati delle indagini presso i responsabili degli acquisti sia quelli delle indagini della CE mostrano una più elevata correlazione con il tasso contemporaneo di variazione sui dodici mesi dell'IPP.

In generale, sia che si ricorra a un'analisi grafica sia che si adottino adeguate metodologie statistiche, l'affidabilità dell'inferenza quantitativa dai dati delle indagini congiunturali richiede serie storiche relativamente lunghe. Questo è attualmente un problema per alcune indagini, i cui dati sono disponibili soltanto dalla seconda metà degli anni novanta. È pertanto opportuna una certa cautela, in quanto sono necessarie più osservazioni per rendere affidabili le stime quantitative basate sulle indagini qualitative.

**Figura 3 Prezzi alla produzione, tendenza dei prezzi di vendita e PMI nel settore manifatturiero**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di sinistra; saldi percentuali e indice di diffusione, scala di destra)



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

Nota: l'indice dei prezzi degli input del PMI è espresso in deviazioni dal valore soglia di 50.

#### ESEMPI DELL'IMPIEGO DEI DATI DELLE INDAGINI QUALI INFORMAZIONI SUI FATTORI ALLA BASE DEGLI ANDAMENTI ECONOMICI RECENTI

Le informazioni raccolte attraverso le indagini della CE e quelle presso i responsabili degli acquisti, oltre a consentire una valutazione quantitativa degli andamenti dell'attività e dei prezzi, forniscono utili indicazioni sui fattori alla base di questi sviluppi, un elemento importante nell'analisi della portata e della durata degli shock cui è esposta l'economia dell'area dell'euro. A fini illustrativi, questa sottosezione prende in considerazione i recenti andamenti economici e offre alcuni esempi di come i dati delle indagini sono stati utilizzati per individuare le determinanti degli sviluppi congiunturali.

## STIME DELLA CRESCITA DEL PIL IN TERMINI REALI BASATE SUI DATI DELLE INDAGINI CONGIUNTURALI

Gli analisti economici tipicamente stimano la crescita del PIL in termini reali per l'area dell'euro nel trimestre in corso ("nowcasts") sulla base dei dati delle indagini qualitative. Questo riquadro spiega brevemente i metodi utilizzati e presenta i vantaggi di tali strumenti, sottolineando inoltre i principali motivi di cautela da tener presente nell'interpretazione dei risultati.

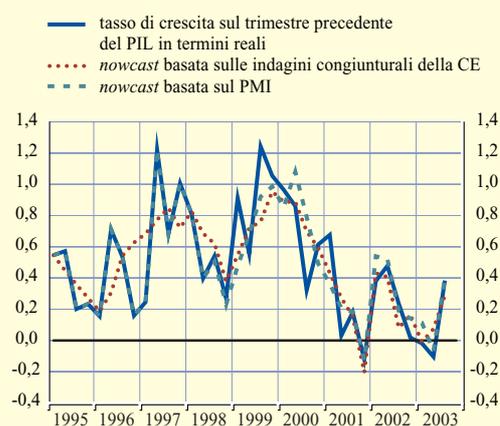
L'utilizzo dei dati delle indagini congiunturali ai fini della stima della crescita del PIL in termini reali ha diversi vantaggi. Esistono innanzitutto degli strumenti semplici che consentono di tradurre i dati delle indagini qualitative in stime quantitative della crescita del PIL. In secondo luogo, data la tempestività della pubblicazione dei dati delle indagini congiunturali, le stime della crescita del PIL così ottenute forniscono informazioni sull'evoluzione del PIL nel trimestre in corso, quindi per il trimestre successivo a quello disponibile nelle statistiche dei conti nazionali più recenti<sup>1)</sup>. In terzo luogo, queste stime possono essere aggiornate mensilmente, man mano che i nuovi dati delle indagini vengono diffusi. Infine, sfruttando la dimensione settoriale delle indagini congiunturali è possibile stimare il contributo di ciascun settore all'attività complessiva, e ciò può essere utile nell'analisi degli andamenti economici in atto.

La relazione che intercorre tra gli indicatori delle indagini e l'attività effettiva può essere stimata con opportune tecniche econometriche e successivamente utilizzata per predire la variazione dell'attività sulla base dei risultati osservati nelle indagini. Si possono ottenere stime della crescita del PIL in termini reali combinando informazioni ottenute da un'indagine congiunturale condotta nel settore manifatturiero con informazioni derivanti da un'indagine nel settore dei servizi. Stime della crescita del PIL in termini reali nel trimestre in corso sono ricavate semplicemente utilizzando la relazione stimata. L'affidabilità delle *nowcasts* ottenute dipende, tra l'altro, dal numero di osservazioni su cui è basata la stima della relazione. Quanto più lunghe sono le serie delle indagini, tanto più affidabili saranno le stime. Per l'interpretazione delle *nowcasts* della crescita del PIL basate sui dati di alcune indagini, quali quelle presso i responsabili degli acquisti e in misura minore l'indagine della CE nel settore dei servizi, la limitata estensione delle serie storiche impone una certa cautela.

La figura mostra i risultati di un esercizio di questo tipo in cui si sono utilizzate, per stimare la relazione con la crescita del PIL, sia una combinazione dei dati delle indagini della CE sul clima

## Nowcast del tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro basate sulle indagini congiunturali della CE e sul PMI

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, inchieste della Commissione europea presso i consumatori e le imprese, Reuters ed elaborazioni della BCE.

1) L'Eurostat pubblica stime rapide della crescita del PIL in termini reali per l'area dell'euro 45-48 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento.

di fiducia delle imprese industriali e del settore dei servizi sia una combinazione del prodotto dei settori manifatturiero e dei servizi ricavato dalle indagini presso i responsabili degli acquisti. I dati delle indagini consentono di stimare abbastanza bene la media della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro. Sul campione per cui sono disponibili i dati dell'indagine presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro (ossia dal terzo trimestre del 1998), l'errore medio di entrambe le serie di *nowcasts* mostrate nella figura è stato pari a 0,15 punti percentuali in termini assoluti. Tuttavia, in alcuni trimestri, gli errori delle stime della crescita del PIL derivate dai dati delle indagini congiunturali possono essere relativamente ampi. Per le stime qui mostrate, il maggior errore dal terzo trimestre del 1998 è di 0,5 punti percentuali.

Questi esempi illustrano il fatto che, benché utili, le stime della crescita del PIL in termini reali basate sui dati delle indagini congiunturali dovrebbero essere interpretate con cautela. L'esperienza passata mostra che in alcuni casi esse possono non cogliere l'effettiva dinamica del PIL. È pertanto necessaria una verifica incrociata di tali stime con quelle derivate per mezzo di altri strumenti utilizzati nell'analisi degli andamenti dell'attività. Questi strumenti fanno uso, in particolare, di altri indicatori compositi dell'attività, quali l'indicatore OCSE, l'indicatore EuroCOIN e di indicatori basati su una più vasta gamma di dati economici e dei mercati finanziari che sono strettamente collegati alle dinamiche economiche.

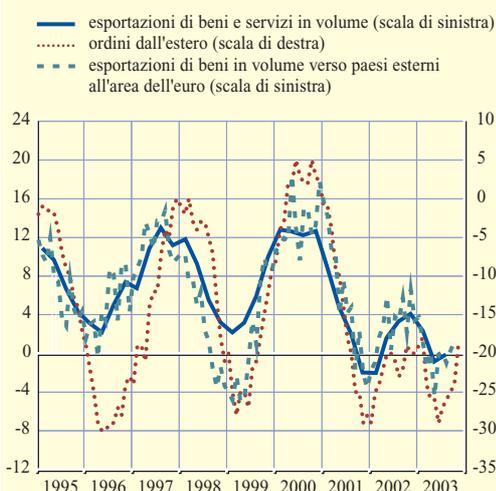
Tra la fine del 2002 e l'inizio del 2003, i produttori manifatturieri hanno dichiarato un calo del livello degli ordini dall'estero, segnalando un affievolirsi delle fonti esterne di domanda. Tale andamento ha contribuito alla rinnovata debolezza dell'attività economica nella prima metà del 2003 (cfr. figura 4). I minori ordini per esportazioni riflettevano sia una lieve decelerazione della domanda estera sia l'impatto sulla competitività di prezzo dell'area dell'euro del passato apprezzamento della moneta unica, nonché l'effetto negativo sugli scambi commerciali esercitato dalle tensioni geopolitiche e, in particolare, dall'imminenza del conflitto in Iraq. Tuttavia, non va dimenticato che i dati sugli ordini dall'estero desumibili dalle indagini congiunturali non colgono solo l'interscambio con i paesi esterni all'area dell'euro, ma anche i flussi commerciali tra paesi dell'area. Dal punto di vista dell'area dell'euro, un miglioramento auspicabile delle indagini della CE potrebbe pertanto essere la separazione dal totale degli ordinativi della componente esterno all'area. La figura 4 mostra tuttavia che la relazione fra gli ordini dall'estero e le esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro è relativamente stretta.

I dati delle indagini congiunturali costituiscono una importante fonte di informazioni o indicazio-

ni per la valutazione degli andamenti macroeconomici di breve periodo anche quando la correlazione con le rispettive variabili di riferimento appare relativamente debole. La relazione fra l'inflazione percepita e quella effettiva costituisce un buon esempio. Qualsiasi divergenza tra le due

**Figura 4 Tasso di crescita delle esportazioni e ordini dall'estero**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di sinistra; saldi percentuali, scala di destra)



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

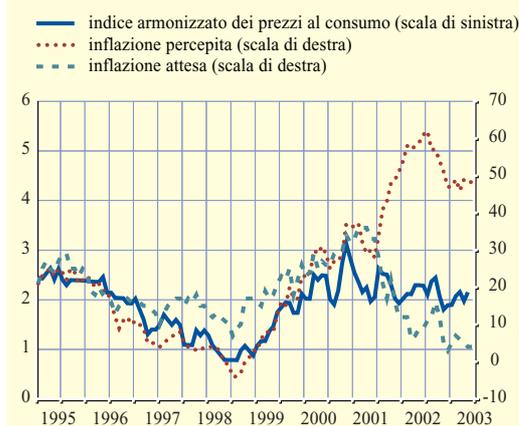
variabili impone un attento esame poiché potrebbe avere un impatto su altre variabili macroeconomiche. Nel caso in cui l'inflazione percepita risulti maggiore di quella effettiva i consumatori tendono a sottostimare la dinamica dei salari reali, e quindi del potere d'acquisto; ne potrebbero derivare maggiori rivendicazioni salariali oppure una contrazione della spesa per consumi.

L'esempio più clamoroso è il divario tra l'inflazione percepita e quella effettiva apertosi a partire dall'inizio del 2002, quando l'indagine presso i consumatori della Commissione europea ha mostrato che le famiglie dell'area dell'euro percepivano aumenti di prezzo di gran lunga più elevati di quelli registrati dalle statistiche ufficiali quali lo IAPC (cfr. figura 5). La spiegazione più plausibile di tale divergenza è che nel compilare il questionario dell'indagine i consumatori abbiano attribuito un'importanza eccessiva agli andamenti dei prezzi di beni e servizi che essi acquistano più spesso. Di fatto, in quel periodo una parte di tali articoli ha riportato forti incrementi di prezzo. Per esempio, i prezzi di alcuni servizi, come ristoranti, parrucchieri e tintorie, sono aumentati fortemente durante la prima metà del 2002, in parte a causa dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro (per un'analisi più dettagliata, cfr. il riquadro *Effetti dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro sui prezzi al consumo* nel Rapporto annuale 2002 della BCE).

L'indagine presso i consumatori della Commissione europea contiene inoltre una domanda sulle aspettative di inflazione dei consumatori. Le attese di inflazione basate sulle indagini possono fornire utili informazioni aggiuntive dal punto di vista di una banca centrale. Due esempi sottolineano l'importanza cruciale di avere accesso a misure affidabili dell'inflazione attesa. In primo luogo, nella misura in cui esse offrono un indicatore anticipatore non distorto, le misure di inflazione attesa possono essere un'importante variabile informativa nell'ambito di un'analisi degli andamenti futuri dei prezzi. In secondo luogo, attese di inflazione più elevate possono indurre i lavoratori a domandare maggiori incrementi salariali, generando una ul-

**Figura 5 Inflazione effettiva, percepita e attesa**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di sinistra; saldi percentuali, scala di destra)



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

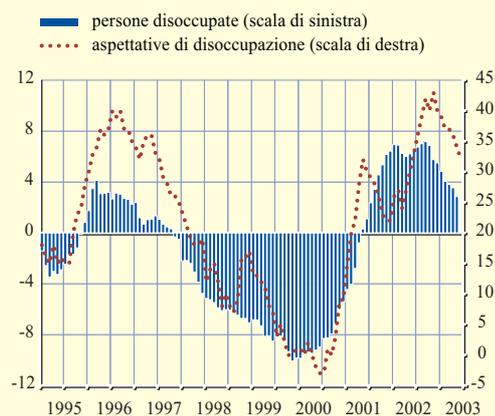
teriore pressione sull'inflazione. In presenza di attese di un aumento dell'inflazione complessiva, le imprese possono essere disposte a pagare salari più elevati ritenendo di poter facilmente trasferire qualsiasi variazione dei costi sui prezzi di vendita. Un'osservazione interessante è che nel corso del 2002 le aspettative di inflazione sono diminuite, in contrasto con l'evoluzione dell'inflazione percepita, che è aumentata. Ciò indica che gli aumenti dei prezzi alla base del forte incremento delle percezioni agli inizi del 2002 erano ritenuti transitori.

Il periodo tra la fine del 2001 e l'inizio del 2002 è stato caratterizzato, oltre che dal menzionato divario tra l'inflazione percepita e quella effettiva, da una marcata debolezza della spesa dei consumatori. Questa rifletteva l'elevata incertezza delle famiglie connessa in particolare agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 e, successivamente, alle preoccupazioni relative alla conversione dei prezzi in euro. Anche in questo caso i dati delle indagini si sono dimostrati molto utili per individuare i fattori alla base del comportamento dei consumatori.

Alla fine del 2001 la fiducia è stata intaccata significativamente dagli attacchi terroristici ne-

**Figura 6 Disoccupazione e aspettative di disoccupazione delle famiglie**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di sinistra; saldi percentuali, scala di destra)



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

gli Stati Uniti. La figura 6 mostra in particolare che, in seguito a tali eventi, le famiglie hanno anticipato un rapido deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Ciò potrebbe aver indotto i consumatori ad aumentare i risparmi a scopo precauzionale e conseguentemente a ridurre la spesa per consumi. Tuttavia, all'inizio del 2002 è divenuto evidente che le conseguenze economiche dell'11 settembre sarebbero state limitate, grazie al riapparire di indicazioni di una ripresa economica mondiale. Ne è derivato un maggiore ottimismo delle famiglie circa l'evoluzione futura del mercato del lavoro.

Nonostante il miglioramento delle prospettive sulla situazione economica, l'incertezza dei consumatori non si è attenuata agli inizi del 2002, poiché la sostituzione del contante in euro ha palesemente destato preoccupazioni e ha generato un certo grado di apprensione tra le famiglie. In primo luogo, un'errata percezione dell'impatto sui prezzi al consumo ha determinato una significativa sottostima dell'evoluzione del proprio potere d'acquisto da parte delle famiglie. In secondo luogo, il passaggio alle banconote e monete in euro potrebbe aver causato alcuni ritardi nel consumo dei beni durevoli, come è riscontrabile dalle indagini presso i consumatori

da cui appare una significativa riduzione della propensione dei consumatori a compiere spese di importo rilevante nel primo trimestre del 2002. Successivamente, nel corso del 2002 il parziale venir meno di questi shock temporanei potrebbe aver contribuito a un rafforzamento della spesa dei consumatori, mentre le condizioni del mercato del lavoro si sono indebolite e la ricchezza azionaria è stata danneggiata da ulteriori forti flessioni delle quotazioni azionarie.

Questo episodio illustra l'importanza di seguire da vicino le informazioni specifiche raccolte dalle indagini congiunturali nell'ambito della regolare analisi degli andamenti economici. Oltre al loro utilizzo nel regolare monitoraggio delle dinamiche dell'economia, i dati delle indagini possono rivelarsi molto utili quando l'economia è esposta a circostanze eccezionali. In tale contesto, le indagini congiunturali possono contribuire a individuare gli shock e a valutarne le conseguenze per i più ampi andamenti economici.

## 5 CONCLUSIONI

Le indagini congiunturali forniscono informazioni utili e tempestive sulle percezioni e sulle aspettative circa le condizioni economiche. Oltre alle valutazioni qualitative, alcune indagini congiunturali includono anche dati quantitativi (per esempio, il grado di utilizzo della capacità produttiva). Sebbene le indagini della CE e quelle presso i responsabili degli acquisti siano simili dal punto di vista statistico, (per esempio, in termini di struttura delle domande e di settori recensiti), esse sono di fatto diverse, con la conseguenza che entrambe le inchieste dovrebbero essere utilizzate a fini analitici. Per esempio, le indagini presso i responsabili degli acquisti mirano principalmente a misurare la situazione corrente, mentre le indagini della CE offrono una valutazione degli andamenti passati nonché delle aspettative sull'evoluzione futura. Inoltre, tra tutti i dati delle indagini congiunturali per l'area dell'euro, le indagini della CE offrono i risultati più ampi, fra cui un'indicazione delle opinioni dei consumatori e una scomposizione

per settore dei risultati per l'area dell'euro (nell'indagine presso le imprese).

Queste indagini sono elementi importanti per l'analisi sistematica del quadro congiunturale. Esse offrono informazioni che possono essere utilizzate direttamente per inferire gli andamenti dell'attività complessiva, del mercato del lavoro e dei prezzi. Gli indici compositi dell'attività complessiva basati sulle indagini della CE o su quelle presso i responsabili degli acquisti consentono un'inferenza affidabile sulla direzione e sul ritmo dell'attività economica nell'area dell'euro in anticipo rispetto alla pubblicazione dei dati trimestrali sul PIL. Con riferimento alla dimensione settoriale, la correlazione dei risultati delle indagini con le statistiche ufficiali sembra particolarmente elevata per l'industria. I dati delle indagini sugli andamenti dei prezzi all'interno dell'industria sono inoltre utili per l'analisi economica a breve termine quando si valutano le pressioni sui prezzi nelle fasi iniziali del processo di produzione. Inoltre la contenuta erraticità dei risultati delle indagini congiunturali relative a tale settore implica che i punti di svolta dell'attività industriale sono talvolta individuabili più rapidamente sulla base delle indicazioni desumibili dalle indagini piuttosto che tramite quelle fondate sulle più volatili statistiche sulla produzione manifatturiera. In altri settori dell'economia, il nesso tra le valutazioni degli operatori intervistati nell'ambito delle indagini e gli andamenti effettivi della produzione è più tenue. Questo implica che le indagini congiunturali dovrebbero essere interpretate con cautela, in particolare con riferimento al settore di servizi.

Un altro vantaggio delle indagini risiede nella natura delle informazioni raccolte, che contribuisce a spiegare i fattori sottostanti alle dinamiche congiunturali osservate. Vi sono, a questo riguardo, due aspetti principali. Innanzitutto, alcune variabili rilevate nell'ambito delle indagini non sono direttamente osservabili e forniscono informazioni complementari alle statistiche ufficiali. In particolare, questo è il caso del grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero, che fornisce un'informazione aggiuntiva sui fattori che determinano gli andamenti in tale

settore. Un altro aspetto rilevante è rappresentato dal fatto che le indagini contengono informazioni specifiche che svolgono un ruolo fondamentale nel determinare le decisioni economiche. A tale riguardo, differenze significative tra gli andamenti effettivi e percepiti, quali quelle osservate per i prezzi al consumo in seguito all'introduzione delle banconote e delle monete in euro all'inizio del 2002, possono influenzare in modo significativo gli andamenti economici e dovrebbero pertanto essere oggetto di costante osservazione.

Vi sono tuttavia motivi di cautela nell'utilizzo delle informazioni desumibili dalle indagini congiunturali. In primo luogo, le informazioni raccolte attraverso le indagini congiunturali rappresentano in genere soltanto valutazioni qualitative, sebbene siano spesso interpretate in termini quantitativi. Le informazioni qualitative talvolta cambiano per motivi difficilmente collegabili a specifici eventi oppure per ragioni di secondaria importanza minore ai fini dell'analisi economica. Pertanto, i risultati delle indagini vanno interpretati con cautela. In secondo luogo, alcune indagini sono limitate in termini di dimensione e dettaglio, come ad esempio le indagini presso i responsabili degli acquisti, oppure offrono una copertura incompleta, come nel caso delle indagini nel settore dei servizi. In terzo luogo, alcuni dei dati delle indagini sono disponibili unicamente per gli ultimi anni, il che ne limita l'utilità ai fini di un'affidabile analisi economica a breve termine.

Nel complesso, i dati delle indagini congiunturali non sono un sostituto delle statistiche ufficiali, bensì un tempestivo complemento. Tenendo presente i motivi di cautela menzionati e la possibilità di ulteriori miglioramenti, i dati delle indagini costituiscono un fattore importante nell'analisi degli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro. I dati delle indagini dovrebbero essere utilizzati nell'ambito della più ampia analisi economica condotta nel contesto della strategia di politica monetaria della BCE che prende in considerazione tutte le informazioni disponibili nel valutare gli andamenti correnti e futuri e i rischi impliciti per la stabilità dei prezzi.

## ARTICOLI

# LA MISURAZIONE E L'ANALISI DELLA DINAMICA DEI PROFITTI NELL'AREA DELL'EURO

*L'andamento dei profitti è di interesse generale per l'analisi macroeconomica e assume una rilevanza particolare nella valutazione della dinamica degli investimenti, della crescita e dei prezzi. Occorre tuttavia tenere presente che la stima dei profitti a livello macroeconomico ha un elevato grado di incertezza e può riflettere problemi di misurazione relativi ad altre variabili economiche. È pertanto opportuno considerare vari indicatori dei profitti provenienti da fonti diverse ed essere cauti nel trarre conclusioni.*

*Questa cautela è ancor più necessaria quando si valuti l'evoluzione dei profitti su orizzonti temporali più lunghi o fra paesi. Tenendo presente queste avvertenze, il quadro generale che emerge dai diversi indicatori farebbe ritenere che la profittabilità nell'area dell'euro, dopo le condizioni globalmente sfavorevoli degli anni settanta, abbia segnato un graduale recupero nel corso dei due decenni successivi. Questo quadro resta valido sia che si consideri la cosiddetta quota dei profitti (ossia il risultato lordo di gestione in percentuale del PIL), sia che si valuti il tasso di rendimento netto del capitale (pari al risultato lordo di gestione al netto degli ammortamenti in percentuale del capitale netto totale). Nonostante la difficoltà dei confronti internazionali, le informazioni disponibili sembrano indicare che la redditività dell'area dell'euro sia ancora inferiore a quella degli Stati Uniti.*

*Con riferimento agli andamenti dei profitti dal 1999, l'economia dell'area dell'euro ha risentito di numerosi shock, fra cui un forte aumento dei corsi petroliferi e fluttuazioni dei tassi di cambio, e di un rallentamento dell'attività economica. Questi shock hanno inciso sulla dinamica dei profitti, anche se in misura diversa nei vari settori di attività, poiché nel breve periodo i profitti tendono ad assorbire bruschi cambiamenti nelle pressioni esterne sui prezzi e nel costo del lavoro per unità di prodotto.*

*In prospettiva, è importante conseguire un adeguato tasso di redditività nell'area dell'euro al fine di stimolare gli investimenti e sostenere la crescita economica. Occorre proseguire nella realizzazione delle riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti, in modo da garantire un'efficiente allocazione delle risorse e un processo di formazione dei prezzi in un contesto competitivo. Questa evoluzione deve altresì essere sostenuta da una perdurante moderazione salariale.*

### I INTRODUZIONE

La dinamica dei profitti rileva ai fini dell'analisi macroeconomica per una serie di ragioni. In particolare i profitti costituiscono, insieme alle retribuzioni, una delle determinanti principali delle pressioni interne sui prezzi. Nel breve periodo essi tendono ad assorbire l'impatto degli shock esterni e delle variazioni cicliche del costo del lavoro per unità di prodotto; oltre il breve periodo, il loro andamento ha implicazioni per la dinamica dei prezzi. L'andamento dei profitti influenza in modo significativo il comportamento delle aziende, in particolare le loro decisioni in merito a investimenti e occupazione. L'analisi dei profitti è pertanto una componente importante dell'analisi economica in generale e contribuisce a quella condotta nel

quadro della strategia di politica monetaria della BCE.

L'analisi della dinamica dei profitti per l'area dell'euro è un esercizio particolarmente impegnativo. Se da un lato, come spiegato di seguito, i dati di contabilità nazionale si rivelano particolarmente utili, poiché il Sistema europeo dei conti (SEC 95) è uno schema statistico armonizzato adottato da tutti i paesi dell'UE, dall'altro il loro livello di dettaglio resta limitato. Per quanto concerne le informazioni sui profitti provenienti da altre fonti, come i bilanci societari o gli archivi di origine tributaria, l'analisi a livello di area è resa difficile dalle differenze fra le prassi nazionali.

La sezione 2 dell'articolo introduce concetti e misure alternativi dei profitti. L'utilità di

ciascuna misura dipende in gran parte dallo specifico aspetto esaminato, ad esempio gli investimenti oppure la dinamica salari-prezzi. Vengono inoltre presentate le diverse fonti di informazione sui profitti nell'area dell'euro, fra cui la contabilità nazionale e i bilanci societari. La sezione 3 propone un'analisi dell'andamento dei profitti; le comparazioni su orizzonti temporali più lunghi, così come quelle internazionali, devono tuttavia essere interpretate con cautela, visti i problemi di misurazione insiti nei dati.

## 2 I CONCETTI E L'UTILIZZO DEI DATI SUI PROFITTI

La misurazione dei profitti e della redditività è caratterizzata da notevole incertezza. In generale i profitti sono determinati residualmente e possono pertanto risentire delle distorsioni dovute a difficoltà di misurazione di altre variabili economiche. Inoltre, le misure assolute dei profitti non hanno, di per sé, un contenuto informativo rilevante, poiché riflettono semplicemente la dimensione del sistema economico, del settore di attività o dell'impresa considerata. Ponendo in relazione i profitti con misure di input o di prodotto, è possibile costruire indici di redditività più direttamente utili ai fini dell'analisi economica. Ad esempio, tali indici sono spesso calcolati rapportando i profitti a una misura del prodotto o all'input di capitale: nel secondo caso, alle difficoltà di misurazione dei profitti si possono aggiungere quelle relative allo stock di capitale. I profitti possono pertanto essere valutati secondo vari metodi alternativi e la scelta del metodo dipende per lo più dalla questione che si intende esaminare. Di conseguenza, tenendo conto di quanto appena detto e delle avvertenze relative ai dati, è consigliabile considerare vari indicatori dei profitti provenienti da fonti diverse ed essere cauti nel trarre conclusioni.

Prima di presentare i diversi indicatori sulla dinamica dei profitti, è utile valutare brevemente vantaggi e svantaggi relativi delle due principali fonti di dati sui profitti utilizzate ai

fini dell'analisi economica nell'area dell'euro: la contabilità nazionale e i bilanci societari (cfr. l'allegato per ulteriori dettagli).

In questo articolo si utilizzano soprattutto i dati di contabilità nazionale. La ragione principale è che i conti nazionali sono relativamente coerenti fra paesi e nel tempo. Il Sistema europeo dei conti SEC 95 è uno schema statistico armonizzato adottato da tutti i paesi dell'UE; i dati per l'area dell'euro sono disponibili dal 1991 con frequenza trimestrale. Inoltre, diversamente da quanto avviene per i bilanci societari, se vengono modificate le convenzioni contabili nazionali, vengono in genere anche rese disponibili serie storiche ricostruite secondo i nuovi criteri. Infine, i conti nazionali coprono l'intera economia. Anch'essi tuttavia presentano limiti per l'analisi macroeconomica. Ad esempio, ciò che solitamente viene definito "profitto" nel quadro dei conti nazionali abbraccia un'ampia gamma di flussi di reddito, fra cui la spesa per interessi e le imposte sugli utili (ossia l'equivalente dell'utile operativo lordo per le imprese).

L'attenzione delle società e degli investitori, per contro, è generalmente rivolta agli utili o alle perdite nette, cioè una volta dedotte la spesa per interessi e le imposte. Di conseguenza le misure dei profitti basate su fonti societarie possono risultare diverse, a causa delle differenze di impostazione o di trattamento contabile. Sebbene in questo articolo si discuta una misura del rapporto utili/ricavi basata su dati di bilancio societari, si riserva un'attenzione limitata per le informazioni provenienti dai conti delle imprese. I principi e le pratiche contabili non presentano lo stesso grado di armonizzazione della contabilità nazionale e la confrontabilità dei dati forniti dalle statistiche tributarie potrebbe essere distorta dalle differenti normative fiscali nazionali. Le principali differenze fra paesi nelle pratiche contabili includono il trattamento delle voci straordinarie, le rettifiche dell'attivo e la capitalizzazione degli interessi<sup>1)</sup>. D'altra parte,

1) Per un approfondimento sulle principali problematiche contabili che sorgono nei confronti internazionali di redditività, si veda, per esempio, BACH: *Guide for the database users*, Vol. 1, Commissione europea, 2001.

le misure societarie del rapporto utili/ricavi possono rivestire un interesse nell'analisi del comportamento delle imprese.

Nei conti nazionali, il risultato lordo di gestione (e reddito misto), ossia la misura dei profitti secondo la contabilità nazionale, è calcolato sottraendo al PIL i redditi da lavoro dipendenti e le imposte sulla produzione (al netto dei contributi alla produzione). Questa misura comprende quindi il risultato lordo di gestione (ossia la remunerazione del fattore imprenditoriale) e il reddito misto lordo (che include il reddito imprenditoriale delle imprese di persone incluse nel settore delle famiglie, nonché la remunerazione del lavoro prestatovi dai proprietari). Va altresì notato che dal risultato lordo di gestione (e reddito misto) non sono dedotte le imposte sui redditi d'impresa (considerate un flusso di reddito secondario) o la spesa per interessi, il che può avere implicazioni per l'analisi economica. Il risultato di gestione (e reddito misto) può essere definito anche al netto degli ammortamenti. Tuttavia, anche se potrebbe essere più significativo dal punto di vista economico, il calcolo secondo questa definizione comporta ulteriori difficoltà di misurazione, in particolare rispetto al tasso di ammortamento applicato nei diversi paesi e settori produttivi e nel tempo. Nei conti economici delle imprese, l'utile operativo lordo può essere sostanzialmente definito come il totale dei proventi della gestione meno le retribuzioni e gli altri costi operativi. Partendo da questa misura di base, è possibile calcolare altri indicatori di profitto, fra cui, ad esempio, l'utile operativo netto, che tiene conto degli ammortamenti. Ulteriori misure di profitto possono essere ricavate considerando la spesa per interessi e le imposte.

Come accennato, le stime assolute dei profitti possono essere rapportate a quelle degli input o del prodotto per costruire indici di redditività utili ai fini dell'analisi economica. Uno di questi indici è la cosiddetta quota dei profitti, che può essere calcolata come il rapporto fra il risultato lordo di gestione (e reddito misto) e il PIL. Essa rileva per l'analisi macroeconomica poiché i suoi andamenti sono determinati principalmente

dalle dinamiche relative del risultato lordo di gestione e del costo del lavoro. Di recente, ad esempio, la ricerca economica ha guardato alla quota del lavoro o dei profitti come a un indicatore dei costi marginali reali in relazione alla dinamica dell'inflazione.

Un concetto strettamente connesso alla quota dei profitti è quello di margine di profitto (sul costo del lavoro per unità di prodotto). Di norma la sua variazione è calcolata come differenza fra i tassi di crescita del deflatore del valore aggiunto lordo e del costo del lavoro per unità di prodotto. Va notato che questa è solo una prima approssimazione, che non tiene conto delle imposte sugli utili societari e della spesa per interessi e che effettua ipotesi implicite sull'evoluzione delle altre imposte (al netto dei contributi) sulla produzione. Vi sono diversi vantaggi a concentrarsi sulla variazione del margine di profitto anziché sul suo livello assoluto. In primo luogo, calcolando i tassi di variazione, vengono meno i motivi di cautela discussi in precedenza sull'interpretazione del livello esatto dei diversi indicatori dei profitti. In secondo luogo, il tasso di variazione del margine di profitto ha un'interpretazione economica interessante, poiché consente di scomporre gli andamenti dei prezzi in una componente imputabile al costo del lavoro e in una attribuibile al margine di profitto stesso.

Un'altra misura, su cui tendono a concentrarsi società e investitori, è il tasso di rendimento del capitale, che può essere definito come il rapporto tra il risultato netto di gestione (e reddito misto) e lo stock di capitale totale. Tuttavia, il calcolo dello stock di capitale è un esercizio complesso, che può risentire di fattori come le ipotesi sulla vita attesa e sui tassi di ammortamento dei beni capitali o il trattamento degli investimenti in immobilizzazioni immateriali.

Un'ultima misura è la quota dei profitti sulla produzione totale, che include i consumi intermedi. Rispetto al margine di profitto, questa variabile può fornire un quadro più completo (specie a livello settoriale) dell'importanza relativa degli input intermedi. Ad esempio, se la quota

## Profitto e redditività: concetti e loro utilizzo

Concetto	Definizione	Commento
<b>Risultato lordo di gestione (e reddito misto)</b>	PIL meno redditi da lavoro dipendente e imposte sulla produzione (al netto dei contributi alla produzione)	Equivalente, in contabilità nazionale, dell'utile operativo lordo. <i>Proxy</i> per misurare il livello assoluto dei profitti. Indicatore delle fonti di finanziamento interne disponibili per gli investimenti.
<b>Quota dei profitti</b>	Rapporto fra risultato lordo di gestione (e reddito misto) e PIL	<i>Proxy</i> per l'analisi della dinamica relativa delle retribuzioni e dei prezzi.
<b>Margine di profitto</b>	Rapporto fra deflatore del valore aggiunto lordo e costo del lavoro per unità di prodotto	<i>Proxy</i> per l'analisi della determinazione dei prezzi.
<b>Quota dei profitti sulla produzione</b>	Rapporto fra risultato lordo di gestione (e reddito misto) e produzione totale (inclusi i consumi intermedi)	Consente un'analisi degli andamenti lungo l'intera catena di determinazione dei prezzi.
<b>Tasso di rendimento del capitale</b>	Rapporto fra risultato netto di gestione (e reddito misto) e stock di capitale netto	Misura utilizzata dalle aziende per orientare le proprie decisioni di investimento. Può anche contribuire a determinare i movimenti internazionali dei capitali.

dei profitti sulla produzione è relativamente ridotta o i prezzi degli input sono relativamente variabili, i margini di profitto potrebbero mostrarsi più sensibili alle fluttuazioni dei costi dei fattori produttivi o del prodotto. È difficile tuttavia effettuare comparazioni fra settori di attività o nel tempo, poiché la struttura organizzativa del settore (per esempio, il suo grado di integrazione verticale) incide sul rapporto fra consumi intermedi e produzione totale e rende meno distinguibili gli effettivi andamenti della redditività. Inoltre, i dati di contabilità nazionale sul prodotto lordo e sui consumi intermedi nell'area dell'euro sono attualmente disponibili solo con notevole ritardo.

La tavola sintetizza i diversi indicatori della dinamica dei profitti desumibili dai dati di contabilità nazionale, nonché il loro possibile utilizzo a fini di analisi.

### 3 GLI ANDAMENTI DEI PROFITTI E DELLA REDDITIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO

In questa sezione vengono esaminati gli andamenti dei profitti nell'area dell'euro tra il 1960 e il 2003 sulla base di vari indicatori di redditività provenienti da fonti diverse. Occorre tuttavia ricordare che le comparazioni su orizzonti temporali più lunghi sono irte di difficoltà, a causa dei limiti posti dalla disponibilità dei dati. In particolare, i conti secondo

il SEC 95 per l'area dell'euro sono disponibili solo dal 1991. Questa sezione considera dapprima l'evoluzione dei profitti sul più lungo termine, per poi soffermarsi sulla dinamica più recente. Il vantaggio di questo approccio è che può contribuire a determinare se l'andamento più recente dei profitti riflette un processo di aggiustamento di lungo periodo o invece indica fattori ciclici o variazioni dei costi di breve periodo.

#### GLI ANDAMENTI DELLA QUOTA DEI PROFITTI

Come sottolineato in precedenza, un modo per analizzare l'evoluzione dei profitti nell'intera economia consiste nell'esaminare le quote del lavoro e dei profitti. Nella base di dati AMECO della Commissione europea sono disponibili dati annuali dal 1960<sup>2)</sup>. La figura 1 mostra due diverse misure della quota dei profitti nell'area dell'euro, che differiscono per il trattamento del reddito da lavoro imputato ai lavoratori autonomi (compreso nel reddito misto lordo). La prima misura ("non corretta") ricomprende l'intero reddito dei lavoratori autonomi tra i "profitti"; la seconda misura è invece "corretta" per il reddito da lavoro imputabile agli occupati autonomi. Questa seconda misura è calcolata

2) I dati dal 1991 si basano sul SEC 95, mentre quelli per il periodo precedente seguono il SEC 79, che si fondava su criteri meno armonizzati. Ciò sottolinea ancora una volta la necessità di interpretare con attenzione l'evoluzione temporale.

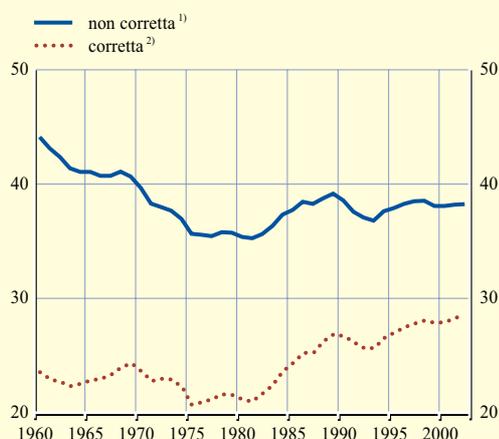
assumendo che la remunerazione del lavoro di un occupato autonomo sia pari al reddito pro capite da lavoro dipendente (cfr. l'allegato per ulteriori dettagli). Ovviamente, questa stima rappresenta una approssimazione grossolana<sup>3)</sup>. Pur evidenziando un profilo sostanzialmente analogo, le due misure differiscono in termini di livelli assoluti.

Dal 1960 nell'area dell'euro la quota dei profitti, non corretta per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi, è variata all'incirca fra il 35 e il 45 per cento del PIL (cfr. figura 1). Dopo essersi collocata oltre il 40 per cento nei primi anni sessanta, essa è diminuita tra il 1969 e il 1975 a un livello intorno al 35 per cento. I fattori tipicamente associati a tale evoluzione, vicendevolmente rafforzatisi, sono il rallentamento della produttività iniziato alla fine degli anni sessanta, la crisi petrolifera del 1973 e le ripercussioni del forte aumento del costo del lavoro nei primi anni settanta.

Dalla metà degli anni settanta e in particolare durante gli anni ottanta, questo andamento si è in parte invertito. La quota dei profitti ha segnato un graduale aumento dal 35 per cento

**Figura 1** Quota dei profitti nell'area dell'euro

(valori percentuali, dati annuali)



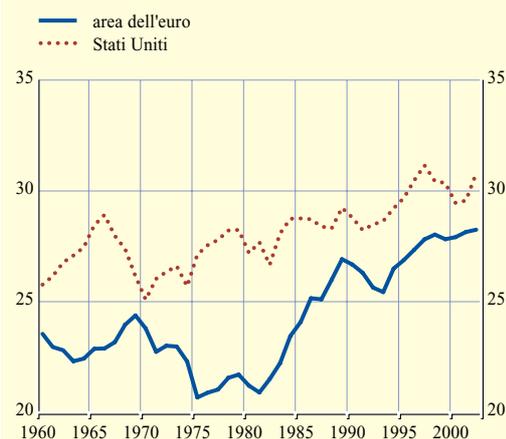
Fonte: Commissione europea, banca dati AMECO, ed elaborazioni BCE.

1) Non corretta per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi.

2) Corretta per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi.

**Figura 2** Quota dei profitti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali, dati annuali)



Fonti: Commissione europea, banca dati AMECO, ed elaborazioni della BCE.

Nota: corretta per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi.

circa nei primi anni ottanta a livelli appena inferiori al 40 per cento tra la fine dello scorso decennio e gli inizi dell'attuale. Questo recupero è spesso attribuito alla dinamica del mercato del lavoro. In particolare, si ritiene generalmente che l'elevato costo del lavoro risultante dagli aumenti dei salari reali nei primi anni settanta abbia innescato un processo di sostituzione del capitale al lavoro, che ha implicato una riduzione del tasso di occupazione. Inoltre l'aumento della disoccupazione nell'area dell'euro dagli inizi degli anni ottanta ha, a sua volta, segnalato la necessità di ripristinare la moderazione salariale. Sebbene il livello della quota dei profitti corretta per il reddito imputato ai lavoratori autonomi sia inferiore a quello della quota non corretta, i profili nel tempo sono sostanzialmente analoghi.

L'evoluzione della quota dei profitti nell'area dell'euro non coincide con quella negli Stati Uniti (cfr. figura 2). In questi ultimi, la quota ha evidenziato una minore variabilità dagli

- 3) Sia il livello medio del reddito pro capite da lavoro dipendente, sia la quota dei lavoratori autonomi sul totale degli occupati hanno registrato significative variazioni fra settori e nel tempo. Ciò rimarca il carattere di prima approssimazione di questa correzione.

inizi degli anni settanta, nonché una graduale tendenza al rialzo negli ultimi tre decenni. Tale andamento è spesso attribuito alla crescente importanza del settore dei servizi (che tende a registrare quote dei profitti più elevate) o a fattori tecnologici, anche se potrebbero rilevare questioni connesse ai dati come la correzione per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi. La quota dei profitti nell'area dell'euro corretta per il reddito da lavoro autonomo si mantiene su livelli inferiori a quella negli Stati Uniti. Per i ricordati motivi di cautela sulle misurazioni, non si deve tuttavia attribuire un'importanza eccessiva ai livelli specifici delle due aree.

#### IL TASSO DI RENDIMENTO NETTO DEL CAPITALE

Un altro indicatore dell'andamento dei profitti è il tasso di rendimento netto del capitale. Tenendo presenti le menzionate avvertenze sui dati, per l'area dell'euro questa misura mostra un profilo sostanzialmente simile a quello della quota dei profitti (cfr. figura 3): una lenta ripresa negli anni ottanta e novanta, dopo la flessione degli anni settanta. Come la quota dei profitti, anche il tasso di rendimento netto del capitale

**Figura 3 Rendimento netto del capitale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(valori percentuali, dati annuali)



Fonte: Commissione europea, banca dati AMECO, ed elaborazioni BCE.  
Nota: corretto per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi.

**Figura 4 Deflatore del valore aggiunto lordo, costo del lavoro per unità di prodotto e margine di profitto**

(variazioni percentuali annue, dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, conti nazionali (SEC 95), ed elaborazioni della BCE.

sembra essere nell'area dell'euro al di sotto di quello negli Stati Uniti.

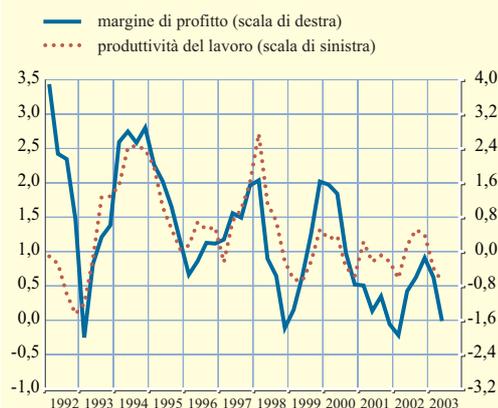
#### L'INDICATORE DEL MARGINE DI PROFITTO

La figura 4 riporta l'indicatore del margine di profitto, pari alla differenza fra i tassi di variazione del deflatore del valore aggiunto lordo e del costo del lavoro per unità di prodotto. I dati sono disponibili, con frequenza trimestrale, solo a partire dal 1991. Questo indicatore mostra un andamento sostanzialmente analogo a quello della quota dei profitti. Per gran parte degli anni novanta i margini di profitto hanno segnato un recupero, essendo la variazione del deflatore del PIL superiore a quella del costo del lavoro per unità di prodotto. Peraltro, la disponibilità di dati trimestrali fa emergere chiaramente un andamento ciclico più accentuato, che evidenzia ancor più nettamente la funzione svolta dai profitti nell'assorbire le fluttuazioni cicliche del costo del lavoro per unità di prodotto.

L'andamento ciclico della produttività del lavoro è una delle principali determinanti della dinamica di breve periodo del margine di profitto. Il deterioramento di quest'ultimo nel 2000 e 2001, ad esempio, ha riflesso principalmente

**Figura 5 Margine di profitto e produttività del lavoro**

(variazioni percentuali annue, dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, conti nazionali (SEC 95), ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indicatore del margine di profitto è calcolato sottraendo il tasso annuo di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dal tasso annuo di crescita del deflatore del valore aggiunto lordo.

l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto causata dall'indebolimento congiunturale dell'attività economica e della produttività del lavoro (cfr. figura 5), ma anche, in certa misura, da più forti pressioni esterne sui costi. Nonostante un recupero nella prima parte del 2002, la rinnovata debolezza dell'attività economica tra la fine del 2002 e la metà del 2003 ha generato un nuovo peggioramento del margine di profitto.

### GLI ANDAMENTI PER SETTORE DI ATTIVITÀ

Il quadro finora tracciato per il complesso dell'economia non mostra gli andamenti in specifici settori di attività. Avvalendosi della banca dati STAN dell'OCSE, il riquadro descrive la dinamica della quota dei profitti sulla produzione per settore e le dispersioni fra paesi nel periodo 1991-2001. Per quanto il margine di profitto sia rimasto pressoché invariato dal 1999 (cfr. figura 4), gli andamenti settoriali sono stati differenziati. Per i produttori dell'area dell'euro orientati al mercato interno, il rincaro del greggio e il deprezzamento dell'euro nel 1999 e nel 2000 si sono riflessi negativamente in un aumento del costo degli input. Per i produttori orientati all'esportazione, questi effetti negativi sono stati ampiamente compensati dall'impatto favorevole dei tassi di cambio sui prezzi di vendita. Il rafforzamento dell'euro iniziato nel 2002 ha tuttavia eroso questo vantaggio per gli esportatori. Per contro, quando gli effetti degli andamenti dei corsi petroliferi e dei tassi di cambio del 1999 e 2000 si sono attenuati, la dinamica dei costi degli input è divenuta dal 2002 più favorevole per i produttori dell'area dell'euro. Analogamente, se si confrontano i produttori di beni e i fornitori di servizi, i primi risentono di più degli effetti delle fluttuazioni dei cambi e dei costi intermedi, poiché in genere utilizzano una quota maggiore di input intermedi. D'altro canto, l'andamento del costo del lavoro è una determinante ancor più importante della dina-

### Riquadro

#### GLI ANDAMENTI DELLA QUOTA DEI PROFITTI SULLA PRODUZIONE PER SETTORE DI ATTIVITÀ E LA DISPERSIONE FRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Uno dei principali obiettivi del processo di integrazione dell'UE negli ultimi due decenni è stato l'avanzamento verso una piena integrazione dei mercati dei prodotti. Ci si può attendere che il conseguente aumento della concorrenza nell'UE abbia condotto a una convergenza dei livelli di profitto, nell'ipotesi che essi variassero fra i paesi prima dell'avvio del processo di integrazione. Scopo di questo riquadro è determinare in che misura i livelli dei profitti nei settori di attività economica sono variati nei paesi dell'area dell'euro negli anni novanta. L'analisi riguarda la quota dei profitti sulla produzione, misurata come il rapporto tra il risultato lordo di gestione (corretto per il reddito da lavoro imputato ai lavoratori autonomi) e la produzione totale, in ventuno settori e otto paesi dell'area. I confronti fra settori o paesi sono tuttavia difficili, poiché la struttura organizzativa del settore (per esempio, il grado di integrazione verticale)

influisce sul rapporto tra consumi intermedi e prodotto totale e quindi sulla misura dei profitti. Un ulteriore elemento di difficoltà nei raffronti fra settori è che il risultato lordo di gestione include gli ammortamenti.

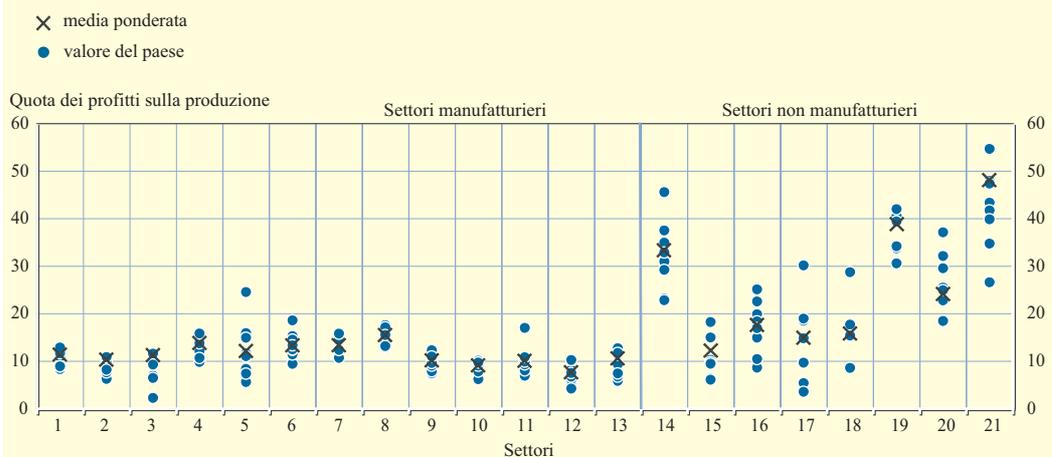
La figura mostra per ciascun settore la media per il periodo 1991-2001 della quota dei profitti sulla produzione in otto paesi dell'area dell'euro, insieme alla media ponderata dell'area. I comparti non manifatturieri comprendono il settore della produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua, le costruzioni e sei branche di servizi alle imprese. I dati provengono dalla banca dati STAN dell'OCSE. La tavola presenta per ogni settore il coefficiente di variazione (il rapporto tra deviazione standard e media) e il differenziale fra la media dei tre valori massimi e quella dei tre valori minimi delle quote nazionali.

Nel complesso la quota dei profitti sulla produzione era più elevata nei comparti non manifatturieri. Tuttavia, come già osservato, le differenze in livello fra settori vanno interpretate con cautela per la possibile distorsione che deriva dall'inclusione degli input intermedi.

Per quanto concerne le differenze fra paesi nello stesso settore, sia il differenziale fra la media dei tre valori massimi e quella dei tre valori minimi, sia il coefficiente di variazione indicano che la dispersione fra paesi è stata leggermente più elevata nei settori non manifatturieri. A un'analisi più dettagliata, il quadro appare definito meno nettamente. In effetti, il grado di dispersione fra i paesi dell'area pare essere stato relativamente basso in alcuni comparti manifatturieri, come la fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, di articoli in gomma e materie plastiche, di macchine e apparecchi meccanici, della carta e di

### Livello medio e dispersione della quota dei profitti sulla produzione nei paesi dell'area dell'euro per settore

(1991-2001)



Fonte: OCSE, banca dati STAN.  
 1) I numeri sull'asse orizzontale si riferiscono ai settori indicati nella tavola seguente.  
 2) Gli otto paesi dell'area dell'euro considerati sono Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia. Nel 2001 questi otto paesi rappresentavano il 94,4 per cento del PIL complessivo dell'area.  
 3) I dati per Belgio e Spagna sono disponibili dal 1995 al 2000.  
 4) La correzione per il reddito da lavoro imputato ai lavoratori autonomi è descritto nell'allegato.  
 5) La quota dei lavoratori autonomi sull'occupazione totale variava considerevolmente tra i paesi nel periodo 1991-2001. Nella media del periodo, la quota era pari al 27 per cento in Italia, 19,9 in Austria, 17,5 in Belgio, 17,2 in Spagna, 15 nei Paesi Bassi, 13,1 in Finlandia e 10,2 in Germania e Francia.

prodotti di carta, stampa ed editoria. In altri comparti manifatturieri, tuttavia, come la fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio, combustibili nucleari e l'industria del legno e dei prodotti in legno, la dispersione sembra essere stata superiore persino al livello medio dei settori dei servizi alle imprese. Nei comparti non manifatturieri, la dispersione fra paesi è risultata relativamente modesta nei servizi di rete (poste e telecomunicazioni, produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua), nonché nelle attività immobiliari, di noleggio e nelle altre attività professionali e imprenditoriali.

Nel complesso i dati fanno emergere evidenti disparità tra paesi nelle quote di profitto settoriali. Sebbene i risultati vadano interpretati tenendo conto delle avvertenze già formulate, in genere le quote di profitto sulla produzione e soprattutto le loro differenze tra paesi sono più elevate nei settori non manifatturieri. Il minor grado di dispersione osservato in taluni settori, specialmente manifatturieri, potrebbe essere visto come il risultato di una convergenza verso il basso delle quote di profitto nei paesi dell'area dell'euro, riconducibile ai progressi compiuti nell'integrazione dei mercati dei prodotti. Per contro, il livello medio e la dispersione più elevati osservati nel periodo in esame potrebbero essere attribuiti al fatto che nei settori non manifatturieri il processo di integrazione è iniziato più tardi ed è, in generale, in una fase meno avanzata rispetto al settore manifatturiero.

#### Dispersione della quota dei profitti sulla produzione nei paesi dell'area dell'euro per settore - 1991-2001

	Coeff. di variazione <sup>1)</sup>	Media dei 3 valori minimi	Media dei 3 valori massimi	Differenziale <sup>2)</sup>
<b>Totale <sup>3)</sup></b>	<b>0,28</b>	<b>12,0</b>	<b>19,6</b>	<b>7,6</b>
<b>Industrie manifatturiere <sup>3)</sup></b>	<b>0,23</b>	<b>8,4</b>	<b>12,9</b>	<b>4,5</b>
1 Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco	0,17	8,7	12,0	3,3
2 Industrie tessili, dell'abbigliamento, dei prodotti in cuoio e pelle	0,18	7,1	9,9	2,7
3 Industria del legno e dei prodotti in legno	0,37	5,2	11,1	5,9
4 Fabbricazione della carta e di prodotti di carta, stampa ed editoria	0,15	10,9	14,6	3,7
5 Fabbricazione di coke, raffinerie di petrolio, combustibili nucleari	0,49	7,1	18,5	11,3
6 Fabbricazione di prodotti chimici e di fibre sintetiche e artificiali	0,21	11,1	16,1	5,1
7 Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	0,14	11,1	14,3	3,2
8 Fabbricazione di prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	0,13	12,9	17,0	4,1
9 Produzione di metalli e fabbricazione di prodotti in metallo	0,19	7,5	11,1	3,6
10 Fabbricazione di macchine e apparecchi meccanici	0,15	7,3	9,9	2,6
11 Fabbricazione di macchine e apparecchiature elettriche e ottiche	0,29	8,1	12,6	4,5
12 Fabbricazione di mezzi di trasporto	0,29	5,0	8,6	3,7
13 Altre industrie manifatturiere e riciclaggio	0,29	6,7	11,9	5,3
<b>Industrie non manifatturiere <sup>3)</sup></b>	<b>0,34</b>	<b>17,9</b>	<b>30,5</b>	<b>12,5</b>
14 Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua	0,23	25,1	39,4	14,3
15 Costruzioni	0,39	7,3	14,5	7,2
<b>Servizi alle imprese <sup>3)</sup></b>	<b>0,35</b>	<b>18,5</b>	<b>31,6</b>	<b>13,1</b>
16 Commercio all'ingrosso, al dettaglio e riparazioni	0,33	11,4	22,5	11,2
17 Alberghi e pubblici esercizi	0,86	2,0	22,6	20,6
18 Trasporti e magazzinaggio	0,35	12,0	21,1	9,1
19 Poste e telecomunicazioni	0,12	32,1	40,7	8,5
20 Intermediazione monetaria e finanziaria	0,25	19,9	32,9	13,0
21 Attività immobiliari, noleggio, attività professionali e imprenditoriali	0,21	33,7	50,0	16,3

Fonte: OCSE, banca dati STAN.

1) Il coefficiente di variazione è calcolato come rapporto tra deviazione standard e media.

2) Il differenziale è calcolato come differenza fra la media dei tre valori massimi e la media dei tre valori minimi.

3) I valori per i settori aggregati sono medie semplici dei valori dei settori che li compongono.

mica dei prezzi dei servizi, in ragione del loro maggior contenuto di lavoro. Il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato a un ritmo sostenuto negli ultimi tre anni. Ciò è dipeso dalla crescita modesta della produttività del lavoro a causa del rallentamento dell'attività economica.

#### GLI UTILI SOCIETARI

Sebbene i conti nazionali siano la fonte principale di dati sui profitti utilizzata in questo articolo, è istruttivo raffrontare la misura del risultato lordo di gestione ottenuta dai conti nazionali con un indicatore sintetico degli utili societari derivato dai dati sulle quotazioni azionarie e sui rapporti prezzi/utigli (cfr. figura 6). Le due misure tendono a muoversi insieme, anche se l'indicatore degli utili societari sembra variare con un leggero ritardo rispetto alla misura derivata dai conti nazionali. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che non tutte le società pubblicano gli utili trimestrali ed è quindi possibile che i dati si riferiscano agli ultimi valori annuali riportati. Le differenze fra i due indicatori potrebbero dipendere da fattori quali la copertura statistica (gli utili societari si riferiscono solo a un sottoinsieme delle società quotate, mentre i conti nazionali riguardano l'intera economia) e il diverso trattamento contabile di voci come gli ammortamenti, le *stock options*, ecc.

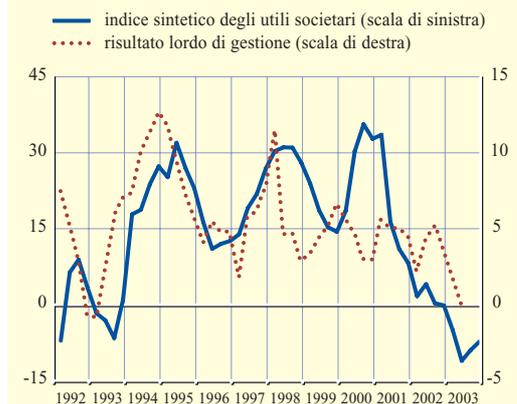
#### 4 CONCLUSIONI

In questo articolo sono stati presentati vari indicatori e diverse fonti di dati sui profitti. Questa varietà di indicatori permette di effettuare verifiche incrociate, un esercizio necessario, considerato che i profitti sono generalmente determinati in modo residuale e possono essere pertanto soggetti a significativi errori di misurazione.

L'invito a interpretare con cautela i dati sui profitti assume particolare rilevanza nell'analisi degli andamenti su orizzonti temporali più lunghi o fra paesi. Tenendo conto di questa avvertenza, il quadro di massima delineato dai diversi indicatori dei profitti mostra che, dopo le condizioni generalmente sfavorevoli degli anni settanta, la redditività dell'area dell'euro

**Figura 6 Profitti di contabilità nazionale e indice sintetico degli utili societari derivato da indicatori del mercato azionario**

(variazioni percentuali annue, dati trimestrali)



Fonti: Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'indice di mercato azionario copre all'incirca l'80 per cento della capitalizzazione di borsa dell'area dell'euro. Il risultato lordo di gestione è corretto per il reddito da lavoro imputato agli occupati autonomi.

ha segnato un graduale recupero nel corso dei due decenni successivi. Questo quadro resta valido sia che si consideri la quota dei profitti, sia che si esamini il tasso di rendimento netto del capitale. Nonostante la difficoltà dei confronti internazionali, la redditività dell'area dell'euro sembra essere rimasta al di sotto di quella degli Stati Uniti.

Con riferimento agli andamenti dei profitti dal 1999, l'area dell'euro ha risentito di numerosi shock, fra cui un forte rincaro del prezzo del petrolio e fluttuazioni dei cambi, e di un rallentamento dell'attività economica. Questi shock hanno inciso sulla dinamica dei profitti dell'area, ancorché in misura diversa a seconda dei settori produttivi.

In prospettiva, nell'area dell'euro è essenziale conseguire un adeguato tasso di redditività, al fine di stimolare gli investimenti e sostenere la crescita economica. Occorre proseguire nella realizzazione delle riforme dei mercati del lavoro e dei prodotti in modo da garantire un'efficiente allocazione delle risorse e un processo di formazione dei prezzi in un contesto competitivo. Questa evoluzione deve altresì essere sostenuta dal perdurare della moderazione salariale.

## ALLEGATO: LE FONTI DEI DATI SUI PROFITTI NELL'AREA DELL'EURO

### I DATI DI CONTABILITÀ NAZIONALE

I conti nazionali sono la principale fonte statistica utilizzata in questo articolo, per le ragioni illustrate nella sezione 2. I conti nazionali forniscono informazioni su numerosi indicatori dei profitti e della redditività, fra cui il risultato lordo di gestione e reddito misto, la quota dei profitti, i margini di profitto sul costo del lavoro per unità di prodotto, la quota dei profitti sulla produzione e il tasso di rendimento del capitale.

Attualmente, per l'area dell'euro, sono disponibili i dati trimestrali di contabilità nazionale compilati dall'Eurostat sulla base del SEC 95 dal 1991; per il periodo precedente, sono disponibili, ad esempio nella banca dati AMECO della Commissione europea, le serie annuali basate sul SEC 79.

Una delle questioni principali nell'utilizzare i dati di contabilità nazionale sul risultato lordo di gestione e reddito misto è il trattamento dei redditi da lavoro imputati ai lavoratori autonomi. In pratica, nei conti nazionali la misura del risultato lordo di gestione include anche il reddito misto lordo, che è l'utile operativo delle imprese individuali e di persone comprese nel settore delle famiglie. Poiché parte di questo reddito misto lordo è costituita dalla remunerazione del lavoro prestato dagli occupati autonomi e parte dal reddito imprenditoriale delle imprese individuali e di persone, occorre effettuare una correzione al fine di rappresentare in modo più adeguato la distinzione fra remunerazione del lavoro e redditi non da lavoro, entrambi ricompresi nel reddito misto lordo. Ciò ha implicazioni per i confronti fra settori di attività, fra paesi e nel tempo, ogniqualvolta la quota di lavoro autonomo varia significativamente. I raffronti internazionali indicano che sono necessarie talune correzioni<sup>4)</sup>. I dati sul risultato di gestione delle imprese individuali e di persone consentirebbero la correzione più ap-

propriata, ma sfortunatamente essi non esistono per l'insieme dell'area dell'euro. La correzione più comune consiste nell'ipotizzare che la remunerazione del lavoro prestato da un lavoratore autonomo sia pari a quella di un dipendente. Si tratta di una prima approssimazione che, pur risultando molto più facile da applicare, è un ulteriore motivo per interpretare i dati sui profitti con cautela. Ad esempio, le correzioni effettuate a livello settoriale possono portare a risultati diversi rispetto a quelle apportate a livello più aggregato.

### I DATI DEI BILANCI SOCIETARI

Nonostante le avvertenze formulate sull'uso delle misure dei profitti per l'area dell'euro desunte dai bilanci societari, in questo articolo viene presentata una misura sintetica di questo tipo. Essa è costruita sulla base di dati del mercato azionario, in particolare i rapporti prezzi/utili e i valori di mercato totali, utilizzando i quali è possibile ottenere un indice degli utili. Il tasso di crescita di questo indice sintetico è confrontato con il tasso corrispondente per la misura del risultato lordo di gestione di contabilità nazionale. In aggiunta ai motivi di cautela più generali, in questa comparazione va tenuto conto che l'indice relativo al mercato azionario si riferisce solo a un sottoinsieme di società quotate.

### I DATI DI FONTE COMPOSITA

La banca dati STAN (*structural analysis*) dell'OCSE integra i dati dei conti nazionali con quelli provenienti da altre fonti, come i censimenti e le indagini nazionali presso le imprese. Uno dei principali vantaggi di questa fonte è il grado di copertura settoriale, poiché i dati sono disponibili per la classificazione ISIC Rev. 3 a due cifre. Rilevazioni dettagliate per settore di attività sono disponibili fino al 2001 e a un livello più aggregato fino al 2002. Questi dati sono utilizzati nel riquadro per raffrontare la redditività sia fra paesi sia fra settori.

4) Gollin, D., 2002, *Getting income shares right*, Journal of Political Economy, Vol. 110, N. 2, pp. 458-474.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





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

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
<b>3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI</b>	
3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
4.1 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S31
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente	S32
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S34
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S36
4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S38
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario	S40
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S41
4.8 Indici del mercato azionario	S42
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S43
5.2 Produzione e domanda	S46
5.3 Mercato del lavoro	S50

1) Si rimanda al sito della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S54
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	S60
7.3	Commercio di beni	S61
7.4	Posizione patrimoniale verso l'estero	S63
7.5	Riserve ufficiali	S65
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S66
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S67
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri paesi europei	S68
9.2	Stati Uniti e Giappone	S69
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	S71
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S73
	<b>NOTE GENERALI</b>	S77

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,5	6,5	7,2	-	5,3	21,2	3,32	4,92
2003	.	.	.	.	.	.	2,33	4,16
2003 1° trim.	10,1	7,1	7,6	-	5,0	17,2	2,69	4,16
2° trim.	11,3	8,2	8,4	-	4,6	20,2	2,37	3,96
3° trim.	11,4	8,4	8,3	-	4,9	21,9	2,14	4,16
4° trim.	.	.	.	.	.	.	2,15	4,36
2003 lug.	11,4	8,5	8,7	8,4	4,9	21,8	2,13	4,06
ago.	11,7	8,6	8,2	8,1	5,0	22,1	2,14	4,20
set.	11,1	8,1	7,5	8,0	5,0	21,3	2,15	4,23
ott.	12,2	8,2	8,1	7,7	5,1	22,0	2,14	4,31
nov.	10,7	7,6	7,4	.	5,6	.	2,16	4,44
dic.	.	.	.	.	.	.	2,15	4,36

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

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PII	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria man- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	2,3	-0,1	3,5	0,9	-0,5	81,4	0,4	8,4
2003	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 1° trim.	2,3	2,4	3,1	0,7	1,1	81,1	0,0	8,7
2° trim.	1,9	1,5	3,3	0,1	-0,7	80,8	0,1	8,8
3° trim.	2,0	1,2	3,0	0,3	-0,2	81,0	0,1	8,8
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 lug.	1,9	1,3	-	-	0,8	80,7	-	8,8
ago.	2,1	1,3	-	-	-0,3	-	-	8,8
set.	2,2	1,1	-	-	-1,2	-	-	8,8
ott.	2,0	0,9	-	-	1,2	81,2	-	8,8
nov.	2,2	1,4	-	-	.	.	-	8,8
dic.	2,1	.	-	-	.	.	-	.

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

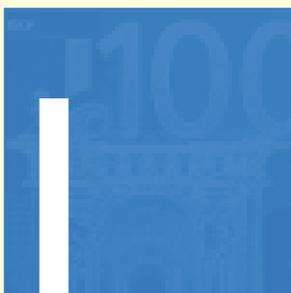
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: gruppo ristretto (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2002	77,9	130,6	-41,5	103,4	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	.	.	.	.	.	99,9	103,6	1,1312
2003 1° trim.	4,4	16,6	-0,9	7,0	339,1	96,6	99,8	1,0731
2° trim.	-5,2	25,1	5,4	42,2	326,1	101,0	104,7	1,1372
3° trim.	19,1	38,6	-12,4	-70,5	332,9	100,2	103,9	1,1248
4° trim.	.	.	.	.	.	101,8	106,0	1,1890
2003 lug.	2,8	15,3	-3,2	-35,6	328,9	101,1	104,9	1,1372
ago.	6,6	10,6	-2,6	-42,5	346,8	99,9	103,6	1,1139
set.	9,8	12,6	-6,6	7,6	332,9	99,5	103,2	1,1222
ott.	9,2	14,9	-8,3	26,5	332,4	101,0	104,8	1,1692
nov.	.	.	.	.	321,9	100,9	104,9	1,1702
dic.	.	.	.	.	.	103,7	108,1	1,2286

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

Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- 1) I tassi di crescita mensili si riferiscono alla fine di ciascun periodo, mentre quelli trimestrali e annuali sono calcolati come media nel periodo indicato. I tassi di crescita per M1, M2, M3 e per i prestiti sono calcolati sulla base di consistenze e transazioni mensili destagionalizzate.
- 2) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	19 dicembre 2003	26 dicembre 2003	2 gennaio 2004	9 gennaio 2004
<b>Oro e crediti in oro</b>	130.214	130.187	130.344	130.344
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	189.867	189.453	176.783	176.437
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	17.750	17.959	17.379	18.385
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	5.912	5.979	6.314	6.532
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	284.029	276.022	298.047	270.399
Operazioni di rifinanziamento principali	238.999	230.998	253.001	225.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45.000	45.000	45.000	45.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	9	5	18	366
Crediti connessi a scarti di garanzia	21	19	28	32
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	687	720	819	954
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	54.115	54.130	61.323	62.044
<b>Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche</b>	43.655	42.902	42.686	42.687
<b>Altre attività</b>	122.476	117.805	104.626	104.169
<b>Attività totali</b>	<b>848.705</b>	<b>835.157</b>	<b>838.321</b>	<b>811.951</b>

#### 2. Passività

	19 dicembre 2003	26 dicembre 2003	2 gennaio 2004	9 gennaio 2004
<b>Banconote in circolazione</b>	429.510	439.206	434.251	425.220
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	129.848	113.541	152.917	133.708
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	129.745	113.508	152.814	133.606
Depositi overnight	103	33	102	102
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	1	0
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	251	256	257	256
<b>Certificati di debito</b>	1.054	1.054	1.054	1.054
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	55.151	48.076	35.584	38.761
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.466	10.334	10.057	9.520
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	601	580	499	481
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	12.671	12.595	12.344	12.452
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.991	5.991	5.757	5.757
<b>Altre passività</b>	67.959	67.320	54.398	53.572
<b>Rivalutazioni</b>	71.174	71.174	69.141	69.141
<b>Capitale e riserve</b>	65.029	65.030	62.062	62.029
<b>Passività totali</b>	<b>848.705</b>	<b>835.157</b>	<b>838.321</b>	<b>811.951</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 overnight presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
		Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	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
Operazioni di rifinanziamento principali						
2003 17 set.	177.865	150.000	2,00	2,07	2,08	14
24	109.738	81.000	2,00	2,06	2,07	14
1 ott.	164.023	123.000	2,00	2,05	2,06	14
8	135.884	82.000	2,00	2,05	2,06	14
15	153.304	113.000	2,00	2,05	2,05	12
22	119.327	90.000	2,00	2,04	2,05	14
25	135.867	117.000	2,00	2,04	2,05	15
5 nov.	125.765	84.000	2,00	2,04	2,05	14
11	126.830	118.000	2,00	2,03	2,04	15
19	113.354	99.000	2,00	2,00	2,02	14
26	126.291	126.291	2,00	2,00	2,02	14
3 dic.	137.154	121.000	2,00	2,00	2,03	14
10	129.319	116.000	2,00	2,00	2,01	13
17	128.410	123.000	2,00	2,00	2,02	13
23	154.382	108.000	2,00	2,05	2,08	14
30	166.862	145.000	2,00	2,02	2,09	15
2004 3 gen.	118.344	80.000	2,00	2,02	2,04	15
14	166.033	144.000	2,00	2,00	2,02	14
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
2002 23 dic.	42.305	15.000	-	2,93	2,95	94
2003 30 gen.	31.716	15.000	-	2,78	2,80	90
27 feb.	24.863	15.000	-	2,48	2,51	91
27 mar.	33.367	15.000	-	2,49	2,51	91
30 apr.	35.096	15.000	-	2,50	2,51	92
29 mag.	30.218	15.000	-	2,25	2,27	91
26 giu.	28.694	15.000	-	2,11	2,12	91
31 lug.	25.416	15.000	-	2,08	2,10	91
28 ago.	35.940	15.000	-	2,12	2,13	91
25 set.	28.436	15.000	-	2,10	2,12	84
30 ott.	32.384	15.000	-	2,13	2,14	91
27 nov.	25.402	15.000	-	2,12	2,13	91
18 dic.	24.988	15.000	-	2,12	2,14	105

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000 5 gen. <sup>5)</sup>	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 apr.	Operazione temporanea	105.377	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 set.	Operazione temporanea	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operazione temporanea	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1
28 nov.	Operazione temporanea	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 gen.	Operazione temporanea	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operazione temporanea	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 dic.	Operazione temporanea	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.850	3.850	2,50	-	-	-	3

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della tavola 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 1.3.2.
- 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.
- 5) Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
		1	2	3	4	5	6
2001	10.910,1	6.226,1	389,7	1.315,2	605,1	2.374,0	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003 1° trim.	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5	
2° trim.	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9	
2003 lug.	11.394,7	6.176,0	417,8	1.430,0	800,8	2.570,1	
ago.	11.408,0	6.184,3	404,3	1.442,5	787,6	2.589,3	
set.	11.396,7	6.173,3	405,1	1.433,2	791,7	2.593,3	
ott.	11.497,0	6.194,8	420,2	1.445,3	814,0	2.622,7	
nov. <sup>(p)</sup>	11.562,9	6.241,5	424,4	1.451,1	813,0	2.632,9	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2001	126,4	127,4	1,0	0,0	3,30
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003 1° trim.	128,9	129,6	0,7	0,0	2,67
2° trim.	131,2	131,9	0,6	0,0	2,34
3° trim.	131,3	132,0	0,6	0,0	2,07
2003 23 ott.	131,2	131,9	0,6	0,0	2,05
23 nov.	131,0	131,8	0,7	0,0	2,03
23 dic.	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 23 gen. <sup>(p)</sup>	132,8				

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					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							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003 1° trim.	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
2° trim.	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
2003 23 lug.	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2
23 ago.	315,8	213,4	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	391,6	51,5	-1,6	132,8	524,6
23 set.	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
23 ott.	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5
23 nov.	321,8	205,8	45,0	0,1	0,0	0,3	0,0	399,4	43,4	-2,2	131,8	531,4
23 dic. <sup>(p)</sup>	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

## 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

## 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	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														
2001	998,6	412,7	25,7	0,6	386,4	107,0	101,8	1,3	3,8	-	13,8	399,0	11,9	54,3
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,5	86,0	0,8	7,6	-	13,2	374,8	11,9	132,3
2003 1° trim.	1.015,4	411,8	24,1	0,6	387,0	105,4	95,1	0,8	9,5	-	12,5	350,2	11,9	123,6
2003 2° trim.	1.074,6	469,3	23,7	0,6	445,0	114,2	103,1	1,1	10,0	-	12,4	335,2	12,0	131,5
2003 lug.	1.048,8	437,3	23,7	0,7	412,9	115,3	104,6	1,1	9,6	-	12,5	338,1	12,2	133,4
ago.	1.063,8	437,4	23,7	0,7	413,0	117,4	106,4	1,0	10,0	-	12,5	354,1	12,2	130,1
set.	1.089,0	462,5	23,7	0,6	438,1	121,6	110,4	1,1	10,1	-	12,4	341,8	12,3	138,4
ott.	1.081,4	449,6	23,7	0,6	425,2	122,9	111,5	1,2	10,2	-	12,7	341,4	12,3	142,5
nov. <sup>(p)</sup>	1.078,5	452,2	23,7	0,6	427,8	124,2	112,7	1,2	10,4	-	12,9	332,4	12,3	144,4
IFM escluso l'Eurosistema														
2001	18.226,3	11.134,7	822,0	6.518,7	3.794,0	2.535,9	1.122,9	1.077,4	335,6	38,5	810,8	2.408,8	168,1	1.129,5
2002	18.857,9	11.611,4	812,6	6.781,0	4.017,8	2.671,5	1.170,4	1.135,0	366,2	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003 1° trim.	19.184,0	11.732,8	804,8	6.853,8	4.074,2	2.830,6	1.234,7	1.210,0	385,9	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,7
2003 2° trim.	19.529,8	11.881,0	794,2	6.943,6	4.143,2	2.886,2	1.241,7	1.239,4	405,1	69,0	853,4	2.624,1	157,9	1.058,1
2003 lug.	19.502,7	11.865,1	802,2	6.963,9	4.099,0	2.912,0	1.259,2	1.251,1	401,7	68,4	883,6	2.604,6	158,2	1.010,8
ago.	19.507,5	11.902,3	796,3	6.976,1	4.129,9	2.905,8	1.258,1	1.243,4	404,3	69,6	887,1	2.575,8	158,2	1.008,8
set.	19.579,0	11.956,4	797,5	6.998,8	4.160,1	2.927,9	1.256,5	1.260,9	410,5	68,8	882,0	2.544,8	158,9	1.040,1
ott.	19.610,4	11.921,8	797,3	7.027,3	4.097,3	2.956,3	1.264,6	1.274,3	417,4	70,7	881,3	2.610,4	158,7	1.011,2
nov. <sup>(p)</sup>	19.808,8	12.048,2	806,9	7.072,0	4.169,3	2.985,7	1.272,7	1.291,2	421,8	71,1	891,0	2.620,5	158,8	1.033,6

## 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Obbligazioni <sup>1)</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											
2001	998,6	285,9	391,9	35,1	14,4	342,4	-	4,6	209,8	35,6	70,8
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003 1° trim.	1.015,4	365,4	345,8	50,7	16,2	279,0	-	2,7	149,5	28,7	123,3
2003 2° trim.	1.074,6	391,4	379,4	52,6	18,9	307,9	-	2,6	143,1	29,8	128,3
2003 lug.	1.048,8	403,5	334,4	52,3	16,0	266,1	-	2,6	145,2	31,9	131,1
ago.	1.063,8	404,1	335,8	49,7	15,8	270,3	-	2,6	157,9	32,7	130,6
set.	1.089,0	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,1	32,4	134,4
ott.	1.081,4	412,3	345,6	35,0	18,5	292,1	-	2,6	150,5	32,0	138,4
nov. <sup>(p)</sup>	1.078,5	419,2	343,1	48,3	20,5	274,3	-	1,6	146,3	28,0	140,2
IFM escluso l'Eurosistema											
2001	18.226,3	0,0	9.696,6	103,9	5.763,1	3.829,6	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9
2002	18.857,9	0,0	10.197,4	106,9	5.954,1	4.136,5	532,9	2.993,1	1.108,7	2.594,1	1.431,8
2003 1° trim.	19.184,0	0,0	10.316,8	125,5	5.994,7	4.196,6	617,6	3.045,9	1.115,8	2.665,4	1.422,4
2003 2° trim.	19.529,8	0,0	10.540,5	147,6	6.094,7	4.298,1	640,0	3.083,1	1.126,3	2.641,7	1.498,1
2003 lug.	19.502,7	0,0	10.497,1	120,7	6.122,7	4.253,8	653,9	3.116,0	1.132,9	2.649,5	1.453,2
ago.	19.507,5	0,0	10.509,1	112,8	6.126,2	4.270,1	657,3	3.126,9	1.135,4	2.647,2	1.431,6
set.	19.579,0	0,0	10.567,5	128,8	6.126,4	4.312,3	646,2	3.128,9	1.137,0	2.607,5	1.491,9
ott.	19.610,4	0,0	10.533,7	130,7	6.158,1	4.244,9	653,4	3.172,6	1.137,4	2.657,9	1.455,3
nov. <sup>(p)</sup>	19.808,8	0,0	10.665,8	132,0	6.201,9	4.331,9	657,2	3.188,4	1.140,7	2.657,5	1.499,2

Fonte: BCE.

1) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	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>											
2001	13.576,7	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,1	1.179,2	336,9	568,1	2.807,8	180,0	1.137,6
2002	13.931,2	7.618,5	836,8	6.781,6	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.840,3	179,5	1.132,3
2003 1° trim.	14.124,7	7.683,3	828,9	6.854,4	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.895,2	172,7	1.115,1
2° trim.	14.383,3	7.762,1	817,9	6.944,2	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.959,3	169,9	1.149,2
2003 lug.	14.381,8	7.790,5	825,9	6.964,6	1.758,5	1.355,7	402,8	617,6	2.942,7	170,4	1.102,1
ago.	14.370,3	7.796,8	820,0	6.976,8	1.755,2	1.349,9	405,3	620,6	2.929,9	170,4	1.097,4
set.	14.415,3	7.820,6	821,2	6.999,4	1.782,9	1.371,3	411,6	616,9	2.886,6	171,1	1.137,0
ott.	14.503,3	7.849,0	821,0	7.028,0	1.804,5	1.385,8	418,6	614,3	2.951,9	171,0	1.112,7
nov. <sup>(p)</sup>	14.616,1	7.903,3	830,6	7.072,6	1.826,8	1.403,8	423,0	624,0	2.953,0	171,1	1.138,0
<b>Transazioni</b>											
2001	912,2	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,6
2002	601,3	299,2	-9,8	309,0	75,9	45,7	30,2	5,5	242,5	-1,3	-20,5
2003 1° trim.	221,0	87,2	-0,3	87,5	63,0	46,4	16,6	0,2	90,7	-3,6	-17,0
2° trim.	323,2	98,2	-8,6	106,8	52,0	37,9	14,1	21,2	121,9	-2,5	32,4
2003 lug.	-46,3	27,9	8,0	20,0	10,4	12,8	-2,4	-2,1	-33,1	0,4	-49,8
ago.	-78,3	-0,1	-6,2	6,1	-3,2	-5,0	1,8	2,2	-70,5	0,0	-6,6
set.	127,7	35,2	1,6	33,6	30,3	23,0	7,3	-4,2	27,8	0,7	38,0
ott.	82,8	29,0	-0,2	29,1	26,8	19,5	7,3	-4,1	52,9	0,0	-21,7
nov. <sup>(p)</sup>	155,1	60,5	9,8	50,7	18,7	13,7	4,9	8,5	41,7	-0,1	25,8

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni Centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>2)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
2001	13.576,7	239,7	139,0	5.777,6	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,6	470,5	1.818,6	1.006,4	2.626,9	1.550,9	10,7
2003 1° trim.	14.124,7	327,2	176,2	6.010,9	550,8	1.804,5	1.001,0	2.694,1	1.545,7	14,3
2° trim.	14.383,3	351,0	200,3	6.113,7	571,0	1.833,9	997,7	2.671,6	1.626,4	17,7
2003 lug.	14.381,8	361,5	173,0	6.138,7	585,5	1.849,8	999,7	2.681,5	1.584,3	8,0
ago.	14.370,3	362,7	162,5	6.142,0	587,7	1.861,5	1.014,3	2.679,9	1.562,3	-2,5
set.	14.415,3	364,9	183,8	6.143,7	577,4	1.864,9	1.010,6	2.639,9	1.626,3	3,8
ott.	14.503,3	371,3	165,7	6.176,6	582,8	1.900,4	1.008,3	2.689,9	1.593,7	14,5
nov. <sup>(p)</sup>	14.616,1	379,2	180,3	6.222,3	586,1	1.906,9	1.007,1	2.685,5	1.639,4	9,1
<b>Transazioni</b>										
2001	912,2	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	81,2	338,4	85,5	-33,5
2002	601,3	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,3	39,2	75,7	-38,9	32,6
2003 1° trim.	221,0	7,7	32,8	50,4	35,8	24,9	2,6	59,6	-4,5	11,7
2° trim.	323,2	23,8	24,1	109,9	19,7	36,7	0,7	25,9	78,8	3,5
2003 lug.	-46,3	11,1	-24,6	-8,6	10,3	14,4	9,9	6,6	-57,5	-7,8
ago.	-78,3	1,2	-10,5	-2,2	2,1	0,7	6,7	-39,1	-27,0	-10,2
set.	127,7	2,2	21,3	9,4	-8,3	21,9	1,2	12,5	62,0	5,6
ott.	82,8	6,4	-18,1	31,8	5,6	32,3	2,3	40,0	-30,6	12,9
nov. <sup>(p)</sup>	155,1	7,9	14,6	50,3	-3,4	15,2	2,6	27,7	44,2	-4,0

Fonte: BCE.

- 1) A decorrere dalla fine di novembre 2000, i saldi derivanti dal funzionamento del sistema TARGET vengono compensati con frequenza giornaliera per novazione. Pertanto, le posizioni bilaterali di ciascuna banca centrale nazionale nei confronti della BCE e delle altre banche centrali nazionali sono state sostituite da una singola posizione bilaterale netta nei confronti della BCE. Per le posizioni lorde di fine mese nel 1999 e nei mesi da gennaio a ottobre 2000, cfr. le note corrispondenti nei Bollettini di febbraio 2000 e di dicembre 2000.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

## 2.3 Statistiche monetarie

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

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

	M1		M2	M3-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>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2001	2.205,1	2.395,9	4.601,0	789,8	5.390,8	-	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	48,8
2002	2.422,3	2.474,3	4.896,6	854,5	5.751,1	-	3.994,2	2.073,3	7.724,3	6.781,0	176,7
2003 1° trim.	2.484,3	2.518,3	5.002,6	857,8	5.860,4	-	4.005,7	2.120,9	7.788,0	6.846,9	228,3
2° trim.	2.528,0	2.559,6	5.087,6	887,8	5.975,4	-	4.031,4	2.143,2	7.913,3	6.913,5	288,5
2003 lug.	2.552,8	2.571,5	5.124,3	901,4	6.025,7	-	4.065,6	2.183,5	7.981,7	6.954,9	264,6
ago.	2.585,4	2.573,5	5.158,9	892,4	6.051,3	-	4.110,8	2.184,6	8.035,2	7.004,7	243,6
set.	2.596,8	2.570,3	5.167,1	889,7	6.056,8	-	4.102,0	2.203,1	8.052,1	7.009,6	225,2
ott.	2.640,5	2.574,4	5.214,9	914,7	6.129,6	-	4.131,5	2.218,6	8.083,2	7.042,1	236,8
nov. <sup>(p)</sup>	2.633,1	2.582,0	5.215,1	919,5	6.134,6	-	4.153,7	2.234,8	8.149,8	7.087,6	230,3
Transazioni											
2001	114,9	158,3	273,2	118,5	391,7	-	178,2	2,5	467,0	377,4	-9,0
2002	214,8	88,4	303,2	68,7	371,9	-	188,0	37,7	346,7	313,0	166,1
2003 1° trim.	68,2	46,1	114,4	-8,0	106,3	-	30,0	17,0	81,6	80,6	94,9
2° trim.	59,3	44,8	104,1	27,1	131,2	-	40,3	25,2	130,7	83,6	69,5
2003 lug.	26,5	11,5	38,0	11,1	49,0	-	38,3	39,8	43,1	41,0	-37,2
ago.	30,5	-0,3	30,2	-9,1	21,1	-	25,2	1,7	45,8	43,7	-41,1
set.	14,7	-1,0	13,7	-0,3	13,4	-	16,4	20,4	28,4	15,9	0,2
ott.	43,3	3,6	46,9	25,1	72,0	-	30,9	20,6	30,5	33,1	9,3
nov. <sup>(p)</sup>	-5,7	9,8	4,1	-2,1	2,0	-	35,4	12,1	72,0	51,5	2,0
Variazioni percentuali											
2001 dic.	5,6	7,1	6,4	17,6	7,9	7,8	4,8	0,1	6,7	6,1	-9,0
2002 dic.	9,8	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	166,1
2003 mar.	11,6	4,7	8,0	8,0	8,0	8,2	4,4	1,7	4,8	4,7	229,8
giu.	11,3	5,6	8,4	8,7	8,4	8,5	5,1	3,7	5,2	4,6	248,3
2003 lug.	11,4	5,8	8,5	9,4	8,7	8,4	5,3	4,9	5,6	4,9	208,9
ago.	11,7	5,6	8,6	6,3	8,2	8,1	5,3	5,1	5,6	5,0	161,1
set.	11,1	5,2	8,1	4,5	7,5	8,0	5,2	5,5	5,5	5,0	158,8
ott.	12,2	4,4	8,2	7,6	8,1	7,7	5,7	6,7	5,5	5,1	140,1
nov. <sup>(p)</sup>	10,7	4,6	7,6	6,4	7,4	.	5,8	7,1	6,0	5,6	118,2

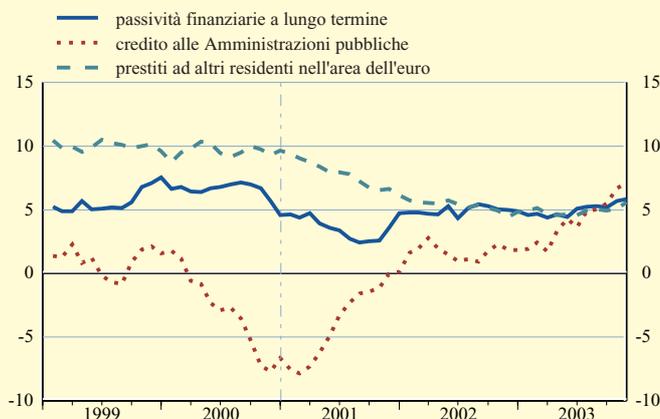
#### F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



#### F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali. M1 è la somma delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista; M2 è la somma di M1, dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi; M3 è la somma di M2, dei pronti contro termine, delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dei titoli di debito fino a due anni.
- I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

## 2.3 Statistiche monetarie

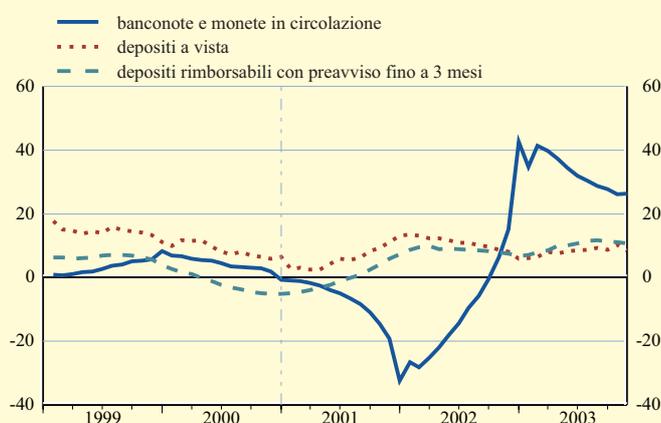
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2001	233,4	1.971,7	1.089,9	1.306,0	231,6	412,4	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.089,2	1.079,5	1.394,9	240,0	486,9	127,7	1.697,3	103,7	1.186,9	1.006,4
2003 1° trim.	331,9	2.152,3	1.071,2	1.447,1	209,4	549,1	99,4	1.703,0	100,2	1.203,3	999,2
2° trim.	347,1	2.180,9	1.072,9	1.486,7	220,9	569,2	97,6	1.731,0	96,2	1.211,1	993,1
2003 lug.	355,2	2.197,6	1.066,4	1.505,1	227,3	582,8	91,2	1.754,9	94,0	1.220,3	996,4
ago.	359,6	2.225,8	1.057,2	1.516,3	222,3	581,2	88,9	1.774,3	92,1	1.228,8	1.015,6
set.	366,9	2.229,9	1.049,7	1.520,5	215,6	582,5	91,4	1.773,3	90,9	1.229,8	1.008,0
ott.	371,7	2.268,8	1.046,3	1.528,1	225,3	588,0	101,3	1.796,7	91,2	1.235,3	1.008,3
nov. <sup>(p)</sup>	379,7	2.253,4	1.046,4	1.535,6	227,9	590,2	101,4	1.801,6	90,7	1.245,8	1.015,5
<b>Transazioni</b>											
2001	-112,5	227,4	69,3	88,9	26,9	93,8	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	81,3
2002	99,6	115,2	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,0	118,1	-10,0	40,9	39,0
2003 1° trim.	20,9	47,3	-6,3	52,5	-21,8	17,4	-3,7	20,2	-3,5	12,4	0,9
2° trim.	15,2	44,1	4,9	39,9	11,6	19,7	-4,2	37,7	-4,0	8,7	-2,1
2003 lug.	8,7	17,8	-6,8	18,3	6,7	9,4	-5,0	21,0	-2,2	8,4	11,1
ago.	4,4	26,1	-11,3	11,0	-5,1	-1,7	-2,3	8,4	-1,9	7,3	11,3
set.	7,3	7,4	-5,5	4,5	-5,6	3,4	1,8	18,2	-1,2	2,1	-2,7
ott.	4,8	38,5	-3,9	7,5	9,8	5,7	9,7	20,3	0,3	5,4	5,0
nov. <sup>(p)</sup>	8,0	-13,7	2,1	7,7	2,6	-4,5	0,0	13,7	-0,4	11,1	11,0
<b>Variazioni percentuali</b>											
2001 dic.	-32,4	13,2	6,8	7,3	12,6	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002 dic.	42,7	5,9	0,0	6,8	4,2	17,4	-9,3	7,3	-8,8	3,5	4,0
2003 mar.	39,7	8,0	-0,1	8,5	0,9	16,5	-11,3	6,7	-8,2	4,0	2,5
giu.	31,9	8,5	-0,6	10,7	-0,9	19,3	-13,7	7,2	-10,7	3,9	4,6
2003 lug.	30,3	8,7	-1,2	11,4	1,6	18,1	-12,4	7,5	-12,6	4,3	4,5
ago.	28,8	9,3	-2,0	11,6	-2,8	15,4	-15,4	7,6	-14,3	4,8	4,3
set.	27,8	8,7	-2,7	11,4	-6,7	14,5	-16,0	8,0	-15,2	4,6	3,4
ott.	26,1	10,2	-4,0	11,0	-0,3	15,1	-8,9	8,8	-14,4	5,0	3,5
nov. <sup>(p)</sup>	26,3	8,4	-3,1	10,7	2,0	11,1	-7,0	8,9	-13,7	5,2	3,5

### F3 Componenti degli aggregati monetari

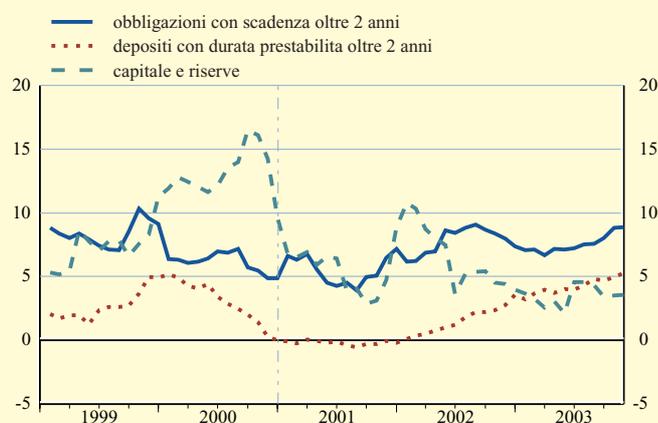
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

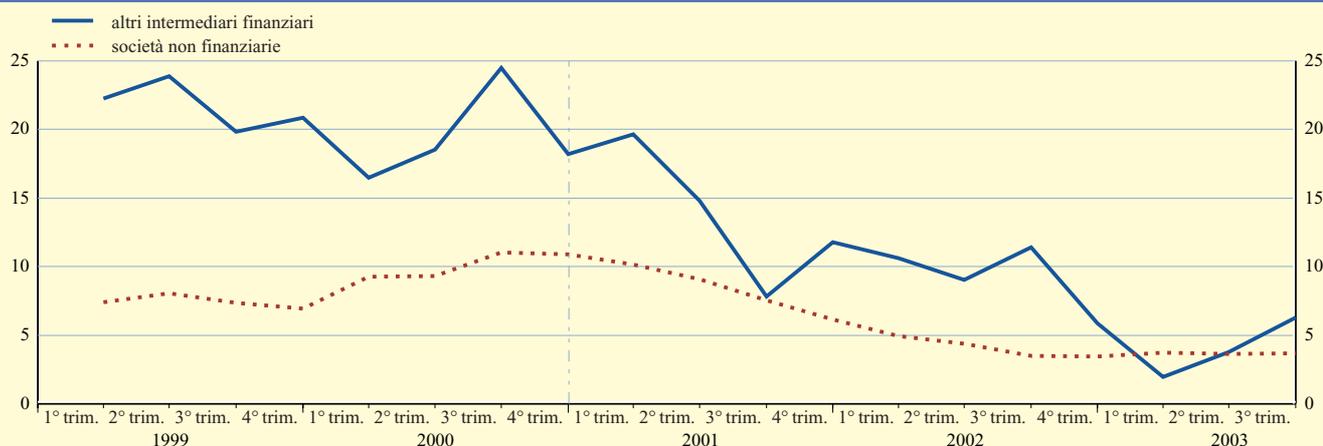
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</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
<b>consistenze</b>								
2001	34,9	24,8	434,4	276,0	2.903,3	1.019,0	489,8	1.394,5
2002	33,0	19,7	453,9	288,0	2.972,3	980,8	514,3	1.477,2
2003 1° trim.	42,4	30,0	470,6	301,0	2.990,9	991,6	512,4	1.486,9
2° trim.	44,8	31,3	478,2	304,4	3.016,5	1.000,2	508,4	1.507,9
2003 lug.	48,7	32,8	472,0	292,7	3.015,3	987,0	514,3	1.514,1
ago.	44,1	28,2	470,8	289,4	3.021,4	978,5	519,7	1.523,2
set.	44,5	28,3	479,4	295,7	3.018,5	972,3	521,8	1.524,4
ott.	50,0	33,9	480,1	294,8	3.022,1	961,8	525,8	1.534,6
nov. <sup>(p)</sup>	49,2	33,1	497,0	313,1	3.036,0	965,4	527,9	1.542,6
<b>transazioni</b>								
2001	3,6	3,0	46,4	27,7	167,7	18,4	55,6	93,6
2002	-4,4	-5,3	25,5	18,2	99,8	-25,9	31,0	94,7
2003 1° trim.	11,3	10,3	9,4	5,1	31,9	13,6	2,1	16,2
2° trim.	2,6	1,4	10,1	5,1	35,8	12,5	-2,7	26,0
2003 lug.	3,9	1,5	-6,6	-12,1	-1,1	-12,8	5,6	6,1
ago.	-4,7	-4,6	-1,4	-3,4	2,7	-9,7	4,9	7,5
set.	0,4	0,1	9,7	6,9	2,3	-4,5	2,7	4,1
ott.	5,5	5,6	0,9	-0,9	3,4	-10,6	3,8	10,1
nov. <sup>(p)</sup>	-0,8	-0,8	16,6	18,1	17,4	4,9	2,6	9,8
<b>variazioni percentuali</b>								
2001 dic.	11,3	13,6	11,8	11,0	6,2	2,0	12,8	7,2
2002 dic.	-11,1	-21,2	5,9	6,6	3,4	-2,6	6,3	6,8
2003 mar.	7,2	5,3	2,0	-2,2	3,7	-1,0	5,8	6,4
giu.	4,7	2,9	3,8	0,0	3,6	0,5	2,4	6,2
set. <sup>(p)</sup>	10,5	-5,7	6,3	2,5	3,7	-0,9	5,1	6,4

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

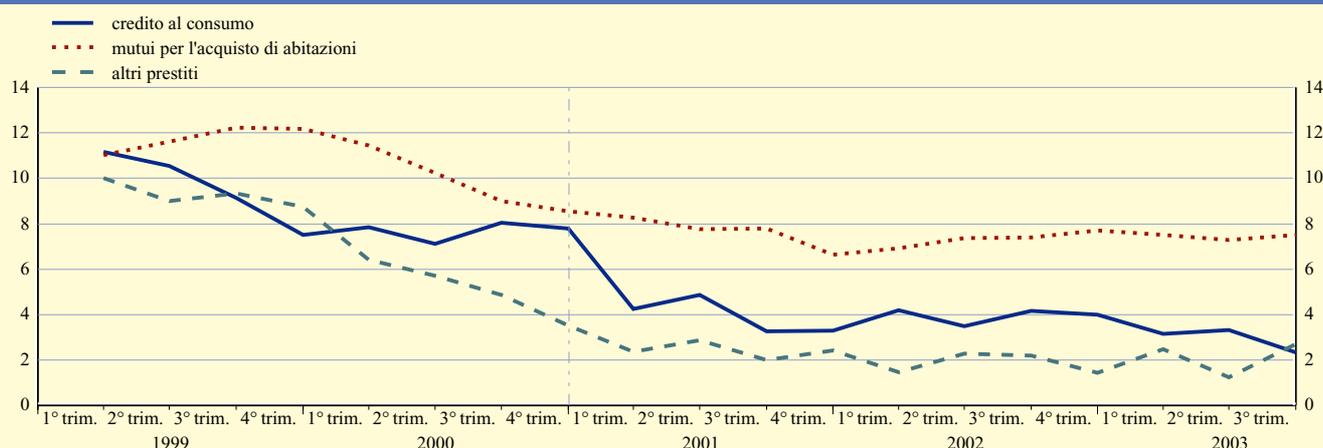
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Consistenze												
	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2001	3.146,1	497,1	102,5	170,4	224,2	2.020,6	22,7	61,0	1.937,0	628,3	152,8	105,3	370,3
2002	3.321,7	517,3	105,1	178,3	233,9	2.181,6	23,3	65,8	2.092,5	622,8	153,9	99,7	369,2
2003 1° trim.	3.349,9	492,9	111,3	176,6	205,0	2.218,1	16,1	68,1	2.133,8	639,0	144,9	94,9	399,2
2° trim.	3.404,1	500,5	114,9	179,2	206,4	2.258,8	16,6	68,5	2.173,7	644,9	145,2	92,6	407,0
2003 lug.	3.427,9	501,9	113,0	180,2	208,7	2.281,4	16,3	69,3	2.195,8	644,6	140,8	93,1	410,7
ago.	3.439,8	486,0	108,1	178,1	199,8	2.296,1	16,5	69,7	2.209,9	657,7	141,8	94,1	421,8
set.	3.456,4	476,4	109,3	177,9	189,2	2.306,0	16,8	70,2	2.219,0	674,0	145,5	95,6	432,8
ott.	3.475,1	479,8	110,1	178,8	190,8	2.324,9	16,6	71,1	2.237,3	670,4	142,9	95,3	432,1
nov. <sup>(p)</sup>	3.489,8	478,8	107,6	180,0	191,2	2.334,7	15,8	70,9	2.248,0	676,4	144,8	95,2	436,4
Transazioni													
2001	156,3	15,9	-0,3	3,6	12,6	125,2	0,3	-1,8	126,7	15,2	-2,0	3,0	14,2
2002	184,7	20,0	6,1	4,8	9,0	155,9	0,7	2,8	152,4	8,9	-1,9	1,8	8,9
2003 1° trim.	35,1	-5,0	6,2	-3,2	-8,1	36,8	-7,1	2,5	41,3	3,4	-6,6	-2,3	12,2
2° trim.	58,3	7,8	1,7	4,5	1,6	44,0	0,4	-0,2	43,7	6,5	2,8	-2,8	6,5
2003 lug.	24,0	2,8	-1,9	1,4	3,3	22,4	-0,2	0,8	21,6	-0,9	-3,9	0,1	2,8
ago.	11,4	-2,7	-1,6	-0,8	-0,6	14,8	0,2	0,4	13,6	0,5	-2,5	-0,4	3,0
set.	18,4	3,0	2,2	1,2	-0,1	11,1	0,3	0,6	10,8	3,2	3,1	0,1	0,3
ott.	19,7	2,9	0,8	1,0	1,1	18,6	-0,2	0,9	18,0	-1,9	-2,5	-0,3	1,0
nov. <sup>(p)</sup>	15,9	-0,9	-2,5	1,3	0,4	9,7	-0,8	-0,2	11,0	6,4	2,1	-0,1	4,6
Variazioni percentuali													
2001 dic.	5,2	3,3	-0,6	2,2	6,0	6,6	1,5	-2,8	7,0	2,4	-1,3	2,9	3,9
2002 dic.	5,9	4,0	5,9	2,8	4,0	7,7	2,9	4,6	7,9	1,4	-1,2	1,8	2,4
2003 mar.	5,8	3,2	17,0	0,3	-0,6	7,5	-29,5	9,2	7,9	2,5	-4,4	-0,3	6,2
giu.	5,5	3,3	15,6	2,5	-1,4	7,3	-29,4	8,8	7,7	1,3	-6,9	-5,9	6,7
set. <sup>(p)</sup>	5,8	2,3	12,1	2,3	-1,9	7,5	-30,5	11,6	7,8	2,7	-5,2	-2,9	7,4

### F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

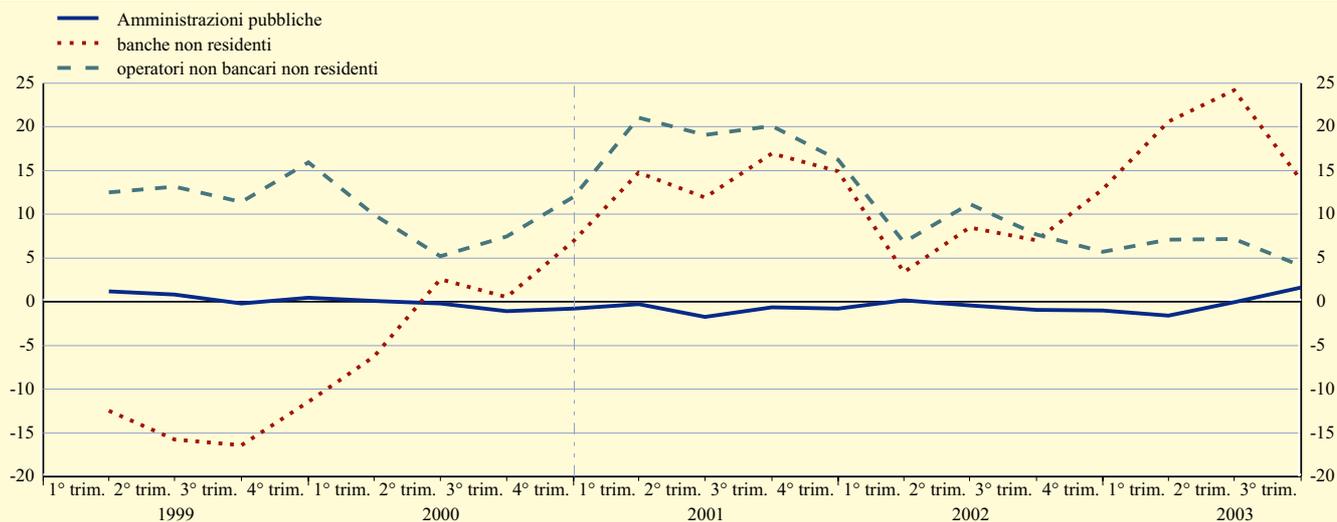
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni Pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2001	822,0	146,0	298,3	362,9	14,8	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	812,6	132,3	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 1° trim.	804,8	134,3	267,2	379,0	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
2° trim.	794,2	126,4	263,5	375,4	28,3	1.833,1	1.242,2	590,9	59,2	531,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	797,5	128,4	262,3	375,8	30,4	1.740,7	1.160,9	579,9	59,1	520,7
<b>Transazioni</b>										
2001	-6,2	-18,3	1,1	9,9	1,3	224,8	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-8,3	-12,2	-21,1	19,9	4,9	169,3	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 1° trim.	-0,2	0,5	-10,2	4,8	4,1	66,8	43,8	22,9	-5,5	28,5
2° trim.	-8,2	-7,5	-3,8	-1,6	4,5	105,9	93,1	12,8	0,3	12,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	3,4	2,1	-1,1	0,4	2,1	-87,4	-79,8	-7,6	-0,1	-7,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
2001	-0,8	-11,2	0,4	2,8	9,7	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002	-1,0	-8,4	-7,1	5,5	33,2	10,4	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 mar.	-1,6	-13,9	-9,2	7,1	60,3	15,7	20,6	7,1	-13,9	9,9
giu.	0,0	-9,3	-6,3	5,3	57,4	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
set. <sup>(p)</sup>	1,6	-3,5	-4,4	5,0	49,4	10,4	13,9	4,1	-11,5	6,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

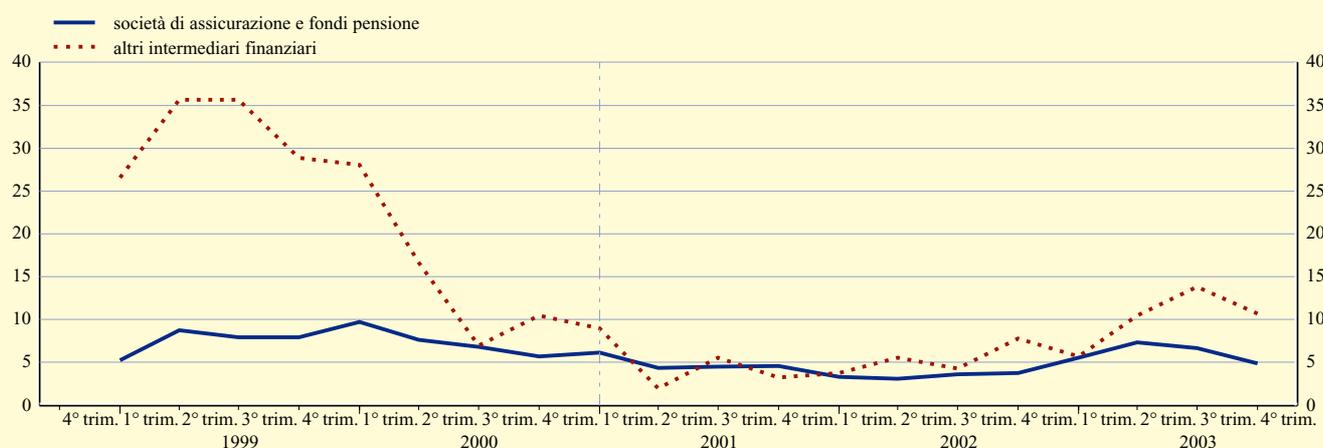
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>2)</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>														
2001	495,4	48,0	-	-	-	-	16,4	464,5	156,5	-	-	-	-	85,3
2002	522,8	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003 1° trim.	535,5	59,6	39,2	414,7	3,0	0,6	18,3	526,0	165,4	133,1	119,6	8,1	0,1	99,6
2° trim.	537,5	62,1	38,1	412,1	2,6	0,3	22,3	545,3	176,6	131,3	129,8	9,5	0,1	98,0
2003 lug.	535,6	53,6	39,6	418,5	2,8	0,3	20,8	539,9	167,3	130,2	128,2	9,5	0,1	104,6
ago.	534,9	49,6	40,2	422,9	2,9	0,3	19,0	537,7	163,5	130,5	129,8	8,9	0,1	104,9
set.	532,3	55,8	33,0	422,0	2,7	0,3	18,6	539,0	173,6	123,5	129,1	9,2	0,1	103,5
ott.	533,8	51,0	37,8	423,5	2,9	0,3	18,3	556,1	171,5	127,7	130,3	10,0	0,1	116,4
nov. <sup>(p)</sup>	533,1	50,5	36,5	423,6	2,8	0,3	19,3	561,4	172,7	129,0	133,4	9,7	0,1	116,5
<b>Transazioni</b>														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,3	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 1° trim.	12,3	3,9	-6,7	14,5	0,3	-0,1	0,5	41,8	13,4	7,9	18,9	1,7	0,0	11,0
2° trim.	2,3	2,7	-1,0	-2,9	-0,4	0,0	3,9	21,7	12,2	-1,1	10,8	1,5	0,0	-1,6
2003 lug.	-2,2	-8,5	1,4	6,1	0,2	0,0	-1,5	-5,3	-9,4	-1,1	-1,7	0,0	0,0	7,0
ago.	-2,0	-4,2	0,5	3,6	0,1	0,0	-2,0	-4,5	-4,9	0,1	0,7	-0,7	0,0	0,3
set.	-2,3	6,2	-7,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,4	2,6	11,3	-7,6	0,0	0,4	0,0	-1,6
ott.	1,4	-4,8	4,8	1,6	0,2	0,0	-0,3	16,8	-2,2	4,1	1,2	0,8	0,0	13,0
nov. <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,4	-1,2	0,1	-0,1	0,0	1,1	6,8	1,8	1,6	3,5	-0,2	0,0	0,1
<b>Variazioni percentuali</b>														
2001 dic.	3,3	18,7	-	-	-	-	-5,1	3,7	2,3	-	-	-	-	14,0
2002 dic.	5,5	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 mar.	7,3	36,1	-	-	-	-	3,3	10,5	5,6	-	-	-	-	17,7
giu.	6,7	29,0	-	-	-	-	17,4	13,8	9,1	-	-	-	-	16,3
set. <sup>(p)</sup>	4,8	11,7	-	-	-	-	27,8	10,7	11,5	-	-	-	-	8,7

### F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

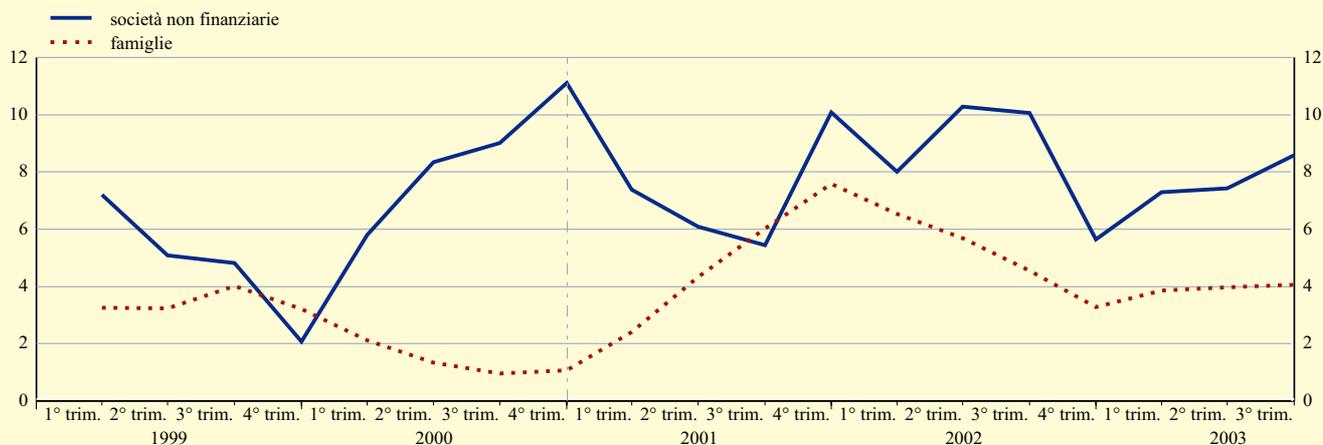
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>2)</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>														
2001	974,2	575,3	-	-	-	-	36,2	3.679,3	1.097,2	-	-	-	-	76,6
2002	989,6	595,5	-	-	-	-	34,7	3.806,1	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003 1° trim.	960,4	560,2	271,0	61,8	34,0	1,1	32,3	3.834,3	1.182,1	580,2	586,7	1.316,0	98,6	70,6
2° trim.	1.001,1	593,8	279,1	61,0	36,0	1,4	29,8	3.867,6	1.222,9	562,8	585,5	1.341,4	93,0	61,9
2003 lug.	996,6	584,2	284,3	62,0	36,1	1,4	28,6	3.909,2	1.257,1	561,1	586,1	1.351,5	90,9	62,5
ago.	1.004,7	581,0	291,5	64,9	36,6	1,4	29,3	3.910,8	1.256,6	559,6	586,5	1.357,7	89,3	60,9
set.	1.018,0	603,6	282,1	64,9	36,4	1,5	29,4	3.901,9	1.257,4	555,1	586,6	1.357,6	88,6	56,6
ott.	1.026,9	601,7	290,6	66,0	36,9	1,5	30,2	3.905,8	1.260,8	551,9	587,8	1.360,4	88,7	56,3
nov. <sup>(p)</sup>	1.043,4	616,7	289,0	69,5	37,6	1,5	29,2	3.928,4	1.283,5	547,6	587,7	1.364,8	88,9	55,9
<b>Transazioni</b>														
2001	89,9	69,6	-	-	-	-	7,4	258,5	139,7	-	-	-	-	7,0
2002	53,9	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,4	65,4	-	-	-	-	-1,9
2003 1° trim.	-27,1	-34,3	37,9	-44,3	4,5	0,3	-2,4	26,2	9,6	-42,4	25,3	40,3	-5,2	-4,1
2° trim.	43,4	34,7	9,2	-0,2	2,0	0,0	-2,4	35,0	41,1	-16,2	-1,2	25,5	-5,5	-8,7
2003 lug.	-5,3	-10,4	5,0	1,2	0,1	0,0	-1,2	9,1	2,7	-1,9	-0,1	10,0	-2,1	0,6
ago.	6,6	-3,9	6,4	2,7	0,5	0,0	0,9	0,2	-0,8	-2,5	0,4	6,1	-1,6	-1,6
set.	17,8	24,3	-7,9	0,0	-0,1	0,1	1,4	-7,2	1,1	-3,7	0,4	0,0	-0,7	-4,4
ott.	8,5	-2,1	8,3	1,1	0,4	0,0	0,8	3,6	3,3	-3,4	1,1	2,7	0,1	-0,3
nov. <sup>(p)</sup>	18,4	15,8	-0,8	3,7	0,8	0,0	-1,0	23,6	22,9	-3,6	0,0	4,5	0,2	-0,4
<b>Variazioni percentuali</b>														
2001 dic.	10,1	13,6	-	-	-	-	25,8	7,6	14,5	-	-	-	-	12,9
2002 dic.	5,6	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 mar.	7,3	8,1	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
giu.	7,4	8,0	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
set. <sup>(p)</sup>	8,6	8,7	-	-	-	-	-15,0	4,1	8,2	-	-	-	-	-27,8

### F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

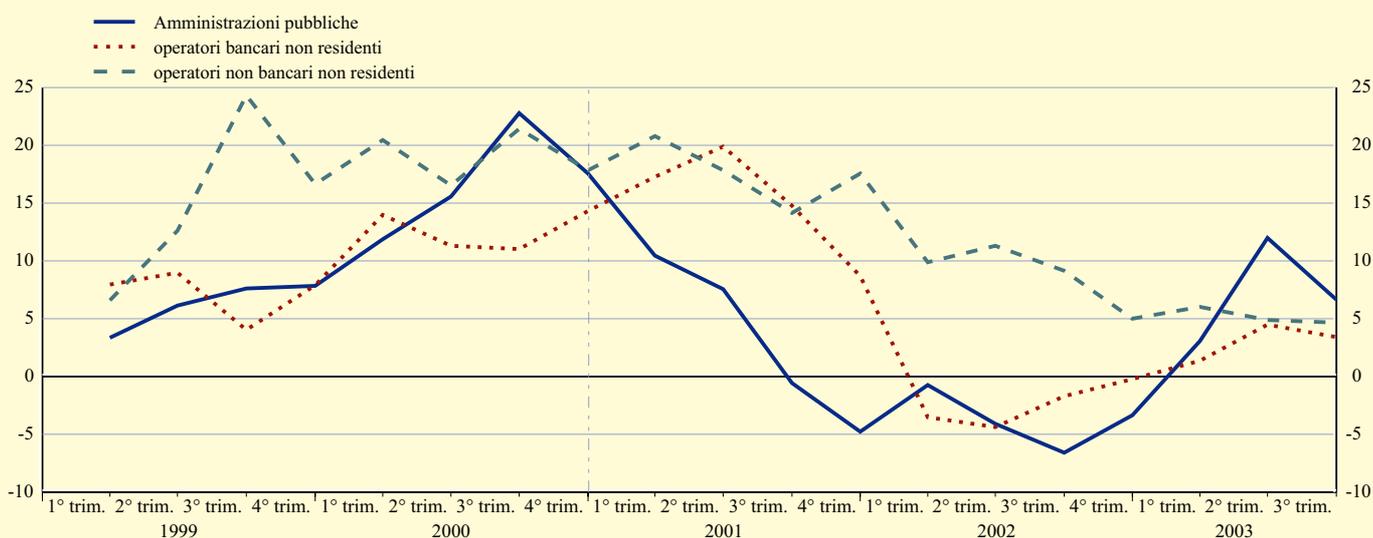
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 1° trim.	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,0	1.587,9	704,1	97,8	606,3
2° trim.	290,9	147,6	34,2	64,5	44,5	2.274,5	1.580,6	693,9	94,5	599,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	264,0	128,8	32,2	64,3	38,7	2.257,0	1.556,9	700,1	93,5	606,7
<b>Transazioni</b>										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,5	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,4	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,3	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 1° trim.	8,6	11,6	0,4	-3,7	0,4	61,6	30,2	31,4	0,5	31,0
2° trim.	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,1	27,2	2,9	-3,3	6,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	-23,4	-16,1	-2,0	-0,3	-5,0	-5,6	-13,3	7,8	-1,1	8,8
<b>Variazioni percentuali</b>										
2001 dic.	-4,8	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	11,1	8,7	17,6	12,2	18,5
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 mar.	3,1	13,0	3,7	2,1	-16,9	2,8	1,4	6,0	-0,1	7,0
giu.	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,6	5,8
set. <sup>(p)</sup>	6,6	18,8	-5,8	0,8	-5,4	3,8	3,4	4,7	-7,7	6,8

### F10 Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

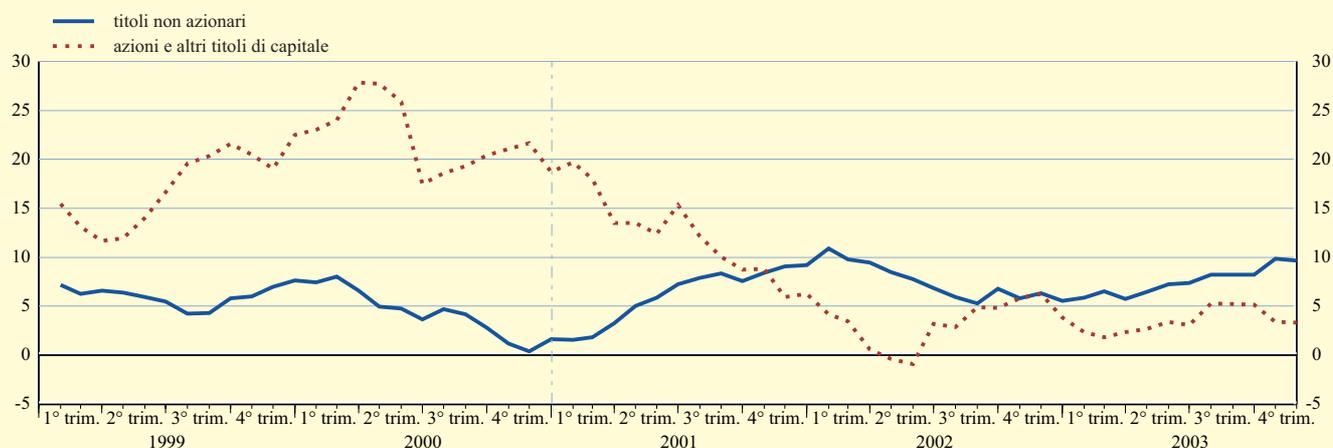
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2001	3.076,9	1.068,7	54,2	1.059,8	17,6	319,8	15,8	541,0	972,4	251,9	559,0	161,6
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,4	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003 1° trim.	3.426,4	1.173,3	61,4	1.192,3	17,7	366,9	19,0	595,8	999,4	259,2	559,1	181,0
2° trim.	3.501,0	1.182,2	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
2003 lug.	3.536,9	1.198,9	60,3	1.234,4	16,7	382,5	19,2	624,9	1.062,4	274,0	609,6	178,9
ago.	3.541,6	1.198,8	59,2	1.226,3	17,1	384,8	19,5	635,8	1.070,1	274,5	612,6	183,0
set.	3.551,3	1.198,6	58,0	1.244,2	16,7	391,3	19,2	623,3	1.061,4	273,1	608,9	179,4
ott.	3.593,0	1.205,3	59,3	1.258,0	16,2	398,2	19,2	636,7	1.063,3	275,2	606,0	182,0
nov. <sup>(p)</sup>	3.624,9	1.213,6	59,1	1.275,0	16,1	402,8	19,0	639,2	1.070,2	275,4	615,6	179,3
<b>Transazioni</b>												
2001	258,3	82,4	-4,1	13,1	-4,9	63,0	-0,1	108,9	57,0	10,3	29,6	17,0
2002	171,0	48,0	-0,9	41,0	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003 1° trim.	131,2	41,8	4,0	36,1	1,5	16,4	0,2	31,2	-0,1	-3,0	0,7	2,3
2° trim.	87,3	16,1	-0,4	30,9	-0,7	13,9	0,2	27,2	19,7	5,8	21,0	-7,1
2003 lug.	31,4	15,3	0,5	9,9	0,4	-3,2	0,8	7,6	3,9	3,3	-2,2	2,9
ago.	-8,1	0,3	-2,6	-6,7	-0,3	2,3	-0,4	-0,7	6,4	0,6	2,2	3,6
set.	30,0	-0,1	0,4	19,1	0,3	6,7	0,5	3,1	-8,6	-1,5	-4,2	-2,8
ott.	44,5	7,8	0,8	18,1	-0,6	7,2	0,0	11,2	-1,9	1,2	-4,2	1,2
nov. <sup>(p)</sup>	38,8	7,8	1,0	11,9	0,4	4,6	0,3	12,7	5,1	-0,7	8,5	-2,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2001 dic.	9,2	8,2	-7,1	1,2	-23,4	25,0	-0,4	25,4	6,3	4,2	5,7	12,0
2002 dic.	5,6	4,5	-2,5	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 mar.	5,7	4,3	-3,4	3,2	7,5	9,9	25,4	12,0	2,3	1,0	2,3	4,7
giu.	7,4	4,2	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,9	16,3	3,1	-0,1	5,8	-0,5
2003 lug.	8,2	5,8	-8,2	6,0	6,9	14,6	22,5	15,9	5,3	3,2	7,6	1,1
ago.	8,2	6,3	-11,8	5,8	5,5	16,4	19,7	14,4	5,3	4,0	6,2	4,3
set.	8,2	6,0	-8,0	6,4	8,4	15,3	18,4	13,7	5,2	3,5	6,4	3,8
ott.	9,8	6,6	4,3	8,4	5,4	16,6	11,1	16,1	3,4	3,2	3,7	2,8
nov. <sup>(p)</sup>	9,6	5,8	2,1	8,9	8,9	16,8	12,5	15,4	3,3	2,8	4,7	-0,3

## FII Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro)

### 1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-
2002	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	-1,0	-	-	-
2003 1° trim.	-1,2	-0,6	-0,1	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,0	-2,7	-1,2	-0,1	-1,5
2° trim.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-1,3	-0,3	0,0	-0,9
2003 lug.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,3
ago.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
set.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4
ott.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,4
nov. <sup>(p)</sup>	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2001	-10,6	-0,8	-5,4	-4,4	-0,4	-	-
2002	-9,2	-1,8	-2,7	-4,7	-6,7	-	-
2003 1° trim.	-7,5	-4,1	-0,6	-2,8	-0,1	0,0	-0,1
2° trim.	-2,3	-1,2	-0,1	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1
2003 lug.	-0,7	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
ago.	-0,7	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,1
set.	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
ott.	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
nov. <sup>(p)</sup>	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0

### 3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	14,1	-0,6	0,2	9,8	0,1	5,9	0,1	-1,5	7,3	1,1	7,6	-1,3
2002	35,1	9,8	0,6	11,0	-0,1	5,1	0,2	4,4	-6,8	-4,7	0,8	-2,7
2003 1° trim.	6,4	-1,8	-0,1	10,3	0,0	-1,4	0,2	-0,9	-6,8	-1,1	-7,2	1,5
2° trim.	-0,3	-1,3	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,8	8,9	2,2	6,0	0,7
2003 lug.	-0,1	0,5	0,0	-0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	4,0	4,5	-1,2	0,7
ago.	-1,1	-0,3	0,2	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,4	1,4	-0,1	0,9	0,6
set.	-0,9	0,0	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	0,0	0,5	-0,8
ott.	-3,4	-0,2	0,0	-3,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	3,7	0,9	1,5	1,4
nov. <sup>(p)</sup>	-1,6	0,4	-0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0	-1,0	1,9	0,9	1,0	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Residenti dell'area dell'euro</b>														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,5	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.060,9	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 1° trim.	4.196,6	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2° trim.	4.298,1	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.242,0	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.312,3	91,0	9,0	5,6	0,5	1,4	0,9	6.255,2	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
<b>Non residenti dell'area dell'euro</b>														
2001	1.696,9	36,5	63,5	46,5	2,9	4,4	7,0	703,2	43,7	56,3	40,9	2,4	2,6	8,0
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003 1° trim.	1.587,9	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,1	51,7	48,3	32,0	2,5	1,9	8,9
2° trim.	1.580,6	45,9	54,1	37,4	1,7	4,2	8,0	693,9	52,1	47,9	32,3	2,2	1,9	8,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.556,9	46,4	53,6	35,8	1,7	4,1	9,0	700,1	52,8	47,2	30,5	2,4	2,2	9,1

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

	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2001	3.030,2	85,1	14,9	8,2	2,2	1,4	2,2
2002	3.139,2	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 1° trim.	3.197,5	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
2° trim.	3.228,6	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
3° trim.	3.264,1	85,3	14,7	8,2	1,6	1,7	2,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Residenti nell'area dell'euro</b>														
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	7.340,7	95,4	4,6	2,5	0,7	1,1	0,4	
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003 1° trim.	4.074,2	-	-	-	-	-	7.658,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2° trim.	4.143,2	-	-	-	-	-	7.737,8	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.160,1	-	-	-	-	-	7.796,3	96,3	3,7	1,7	0,4	1,2	0,3	
<b>Non residenti nell'area dell'euro</b>														
2001	1.095,6	41,3	58,7	37,9	4,0	3,4	8,4	608,7	33,1	66,9	51,9	1,9	4,2	6,1
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003 1° trim.	1.173,0	50,6	49,4	30,6	4,3	2,7	8,6	594,0	38,2	61,8	46,7	1,9	4,6	5,6
2° trim.	1.242,2	50,8	49,2	30,8	4,8	2,4	7,9	590,9	39,3	60,7	46,2	1,5	4,2	5,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.160,9	50,0	50,0	30,4	5,2	2,4	8,8	579,9	37,7	62,3	46,5	2,1	4,4	6,3

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>														
2001	1.122,9	95,2	4,8	3,3	0,8	0,2	1,3	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2
2002	1.170,4	95,9	4,1	2,1	0,6	0,2	2,0	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003 1° trim.	1.234,7	95,0	5,0	1,7	0,6	0,2	1,0	1.595,9	97,7	2,3	1,3	0,6	0,1	0,2
2° trim.	1.241,7	95,2	4,8	1,7	0,6	0,3	1,0	1.644,5	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.256,5	95,4	4,6	1,6	0,5	0,3	1,1	1.671,4	97,9	2,1	1,1	0,7	0,1	0,2
<b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b>														
2001	233,0	34,4	65,6	49,6	1,8	1,2	10,2	308,0	41,3	58,7	44,1	5,9	0,8	4,7
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003 1° trim.	256,6	39,8	60,2	36,3	3,7	3,4	12,0	339,2	43,2	56,8	36,5	9,1	0,7	5,9
2° trim.	259,1	42,2	57,8	34,4	3,4	2,5	13,6	355,4	44,2	55,8	35,4	8,5	0,7	6,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	262,7	42,9	57,1	32,5	3,5	2,8	14,5	360,2	44,6	55,4	34,4	8,9	0,7	5,5

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.9 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				
2002 1° trim.	3.259,2	253,6	1.308,7	70,7	1.238,0	1.263,3	224,6	111,0	98,0
2° trim.	3.034,4	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,8
3° trim.	2.846,5	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	103,2
4° trim.	2.862,3	242,0	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6
2003 1° trim.	2.748,9	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.955,5	232,5	1.382,2	67,0	1.315,2	878,2	223,7	120,7	118,0

### 2. Passività

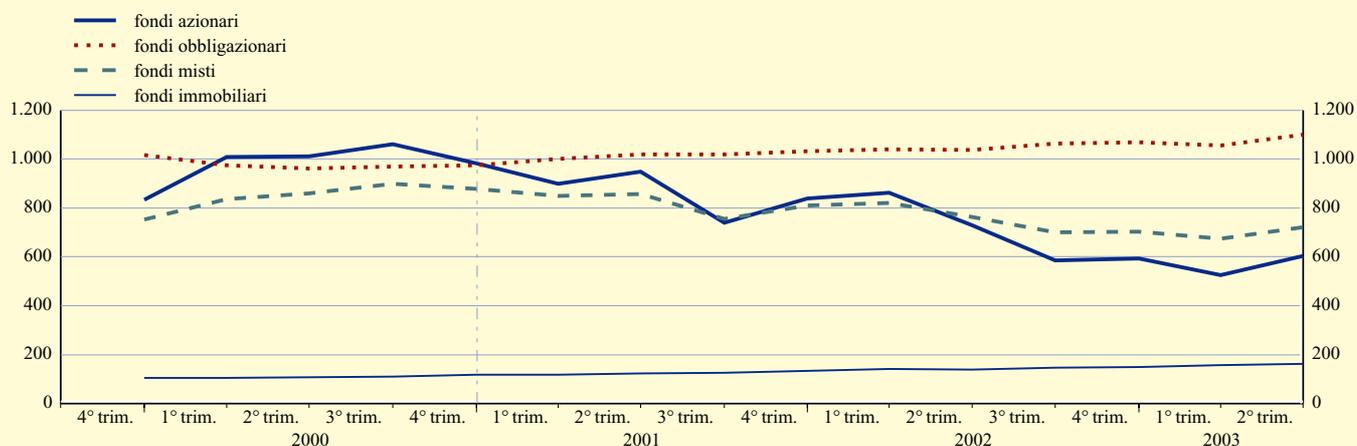
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2002 1° trim.	3.259,2	42,6	3.137,7	78,8
2° trim.	3.034,4	39,1	2.919,8	75,5
3° trim.	2.846,5	38,9	2.732,3	75,3
4° trim.	2.862,3	40,2	2.745,2	76,9
2003 1° trim.	2.748,9	41,1	2.629,4	78,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.955,5	41,8	2.821,8	91,8

### 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	
2002 1° trim.	3.259,2	862,4	1.039,3	820,3	142,3	394,8	2.464,2	794,9	
2° trim.	3.034,4	728,7	1.037,0	762,6	139,2	366,9	2.262,4	772,0	
3° trim.	2.846,5	585,2	1.063,2	699,9	145,6	352,6	2.092,3	754,2	
4° trim.	2.862,3	593,9	1.068,2	701,6	149,4	349,2	2.089,5	772,9	
2003 1° trim.	2.748,9	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4	
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.955,5	603,3	1.099,5	720,7	161,5	370,5	2.140,2	815,3	

## FI2 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. I dati si riferiscono ai paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda. 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>									
2002 1° trim.	862,4	39,3	28,7	2,9	25,8	759,1	20,6	-	14,7
2° trim.	728,7	34,0	27,4	4,0	23,4	630,0	22,2	-	15,0
3° trim.	585,2	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	-	14,1
4° trim.	593,9	26,6	28,0	3,1	24,9	506,0	18,4	-	14,9
2003 1° trim.	525,9	24,5	30,3	2,8	27,5	438,6	16,5	-	16,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	603,3	27,9	31,6	2,9	28,8	506,4	18,5	-	18,9
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2002 1° trim.	1.039,3	77,9	874,0	37,3	836,7	42,9	11,5	-	33,0
2° trim.	1.037,0	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	-	34,9
3° trim.	1.063,2	78,3	902,1	37,2	865,0	32,6	11,6	-	38,5
4° trim.	1.068,2	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	-	37,2
2003 1° trim.	1.054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.099,5	82,4	928,2	33,0	895,2	31,1	20,9	-	36,9
<b>Fondi misti</b>									
2002 1° trim.	820,3	52,6	283,8	18,1	265,7	357,0	100,3	2,3	24,4
2° trim.	762,6	54,2	286,9	20,6	266,3	298,8	94,6	2,1	26,0
3° trim.	699,9	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7
4° trim.	701,6	53,9	295,0	21,3	273,7	232,9	87,7	3,4	28,6
2003 1° trim.	675,3	50,4	300,7	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	720,7	49,4	311,8	20,9	290,9	237,0	91,9	0,3	30,3
<b>Fondi immobiliari</b>									
2002 1° trim.	142,3	11,5	12,9	0,6	12,3	1,1	2,1	108,3	6,4
2° trim.	139,2	13,5	9,8	0,6	9,2	0,9	3,9	105,1	6,0
3° trim.	145,6	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2
4° trim.	149,4	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	114,5	6,9
2003 1° trim.	155,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	117,1	6,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	161,5	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3

**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>							
2002 1° trim.	2.464,2	213,3	921,8	984,8	176,8	100,6	66,9
2° trim.	2.262,4	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,3
3° trim.	2.092,3	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,5
4° trim.	2.089,5	190,8	904,8	663,2	153,1	107,7	69,8
2003 1° trim.	1.977,5	165,5	882,6	599,9	155,1	103,2	71,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.140,2	181,5	912,6	691,5	168,3	104,3	82,0
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2002 1° trim.	794,9	40,3	386,9	278,4	47,8	10,3	31,2
2° trim.	772,0	43,6	396,9	237,7	48,5	11,9	33,5
3° trim.	754,2	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7
4° trim.	772,9	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8
2003 1° trim.	771,4	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	815,3	51,0	469,6	186,7	55,4	16,5	36,0

Fonte: BCE.

## 3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale		Banconote, monete e depositi							Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro	
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrations centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM <sup>1)</sup>		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2002 1° trim.	15.126,6	5.346,2	236,7	4.774,3	1.692,3	1.604,8	1.358,1	119,1	157,5	177,6	301,7
2° trim.	14.796,3	5.422,5	261,2	4.827,6	1.759,9	1.593,8	1.356,2	117,6	155,0	178,7	278,1
3° trim.	14.331,5	5.433,0	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	180,8	289,0
4° trim.	14.605,9	5.590,5	309,2	4.951,6	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	193,3	293,2
2003 1° trim.	14.588,5	5.635,1	295,2	4.948,2	1.816,7	1.572,4	1.453,0	106,1	176,2	215,4	323,7
2° trim.	15.049,2	5.751,3	319,1	5.029,7	1.899,2	1.560,8	1.475,1	94,7	200,3	202,2	329,6
<b>Transazioni</b>											
2002 1° trim.	168,8	-6,8	8,5	-40,2	-53,2	-4,1	14,8	2,3	19,0	6,0	2,7
2° trim.	168,5	96,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	1,1	-10,0
3° trim.	155,9	7,4	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	2,1	9,1
4° trim.	185,3	167,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	12,5	10,1
2003 1° trim.	174,6	41,6	7,7	-3,3	-28,4	-10,6	41,5	-5,7	32,8	4,4	32,1
2° trim.	228,4	136,3	23,8	85,9	84,0	-8,6	22,0	-11,4	24,1	2,4	11,4
<b>Variazioni percentuali</b>											
2002 1° trim.	4,7	4,7	-26,2	6,7	13,3	0,3	7,0	5,8	5,1	12,9	9,0
2° trim.	4,6	4,6	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	12,9	3,3
3° trim.	4,9	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	13,6	5,3
4° trim.	4,5	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	12,6	4,0
2003 1° trim.	4,5	5,8	33,9	4,3	7,4	-0,3	7,2	-10,6	5,1	11,3	13,7
2° trim.	5,0	6,5	30,4	4,5	7,7	-0,9	8,8	-19,0	22,3	11,9	22,5
<b>Titoli non azionari</b>											
<b>Azioni<sup>2)</sup></b>											
<b>Riserve tecniche di assicurazione</b>											
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
<b>Consistenze</b>											
2002 1° trim.	1.935,6	266,8	1.668,9	4.442,6	2.590,3	1.852,2	290,6	3.402,2	3.070,9	331,4	
2° trim.	1.933,2	224,7	1.708,5	4.018,3	2.266,1	1.752,3	292,8	3.422,3	3.087,3	335,0	
3° trim.	2.023,3	251,2	1.772,0	3.426,6	1.713,6	1.713,0	309,3	3.448,7	3.111,0	337,7	
4° trim.	2.023,4	244,9	1.778,4	3.472,7	1.782,0	1.690,7	303,6	3.519,3	3.175,3	344,0	
2003 1° trim.	2.037,9	243,5	1.794,4	3.339,3	1.625,3	1.713,9	381,9	3.576,3	3.228,0	348,3	
2° trim.	2.006,6	221,5	1.785,1	3.644,1	1.841,2	1.802,8	387,3	3.647,2	3.296,0	351,2	
<b>Transazioni</b>											
2002 1° trim.	67,7	36,1	31,6	43,8	1,5	42,3	26,5	64,1	55,3	8,8	
2° trim.	-11,2	-42,4	31,1	33,7	19,6	14,1	-1,6	49,7	45,7	3,9	
3° trim.	46,1	27,5	18,6	54,9	30,9	24,0	13,7	47,4	43,5	3,9	
4° trim.	-18,9	-15,6	-3,2	-21,4	-21,8	0,4	-8,4	58,2	56,6	1,6	
2003 1° trim.	-1,8	-4,5	2,8	71,4	10,5	60,9	29,1	63,3	57,8	5,5	
2° trim.	-33,0	-22,1	-10,9	71,5	38,7	32,9	3,3	53,6	48,9	4,7	
<b>Variazioni percentuali</b>											
2002 1° trim.	5,4	-7,7	7,8	2,8	1,2	5,4	21,0	6,9	7,0	6,3	
2° trim.	4,9	-12,0	7,5	2,8	0,9	5,7	18,1	6,7	6,7	6,3	
3° trim.	5,8	1,3	6,4	3,3	1,4	5,9	16,5	6,6	6,7	5,9	
4° trim.	4,4	2,4	4,7	2,5	1,2	4,4	11,7	6,5	6,6	5,6	
2003 1° trim.	0,7	-13,1	3,0	3,1	1,5	5,4	11,3	6,4	6,6	4,5	
2° trim.	-0,4	-6,5	0,4	4,4	2,6	6,7	12,9	6,5	6,7	4,7	

Fonte: BCE.

1) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311 nel SEC95) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123 nel SEC95) e società di assicurazione e fondi pensione (S125 nel SEC95).

2) Escluse le azioni non quotate.

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

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>1)</sup>					
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2002 1° trim.	16.226,0	7.810,2	6.960,5	901,5	53,4	848,2	3.501,2	1.222,0	2.279,3	3.407,4	277,2	3.130,2	279,4
2° trim.	15.909,0	7.904,2	7.017,6	874,7	53,4	821,3	3.546,5	1.206,7	2.339,8	3.483,0	287,7	3.195,2	247,3
3° trim.	15.349,5	7.949,2	7.053,0	867,0	54,7	812,3	3.553,7	1.188,7	2.365,0	3.528,4	283,8	3.244,6	241,7
4° trim.	15.591,9	8.061,1	7.131,4	880,0	60,6	819,4	3.593,8	1.172,5	2.421,2	3.587,4	286,5	3.300,9	242,6
2003 1° trim.	15.555,7	8.113,2	7.170,0	871,6	68,3	803,3	3.622,5	1.188,7	2.433,8	3.619,2	276,4	3.342,7	256,9
2° trim.	16.112,2	8.214,8	7.238,5	859,1	69,6	789,5	3.669,6	1.212,6	2.457,0	3.686,2	280,8	3.405,4	254,1
<b>Transazioni</b>													
2002 1° trim.	181,2	59,7	61,9	0,9	3,4	-2,5	19,8	-7,1	26,9	39,0	-4,9	43,9	9,7
2° trim.	186,4	113,2	83,0	-25,3	0,1	-25,4	63,8	-3,8	67,5	74,8	10,7	64,1	-18,0
3° trim.	110,3	42,9	34,3	-8,0	1,3	-9,2	2,3	-17,7	20,0	48,5	-3,9	52,4	-7,1
4° trim.	141,8	122,2	95,5	13,4	5,9	7,6	46,1	-11,1	57,3	62,6	3,6	59,0	7,5
2003 1° trim.	246,7	81,6	66,2	-0,6	8,0	-8,6	42,5	15,7	26,8	39,7	-7,7	47,4	6,6
2° trim.	239,1	116,2	85,3	-10,3	3,3	-13,6	55,9	29,6	26,3	70,5	5,0	65,6	2,4
<b>Variazioni percentuali</b>													
2002 1° trim.	4,5	5,0	4,5	0,4	26,3	-0,9	5,5	-1,9	10,0	5,8	-0,6	6,4	3,6
2° trim.	4,2	5,0	4,4	-0,6	26,7	-2,0	5,3	-3,7	10,6	6,3	1,0	6,8	-9,1
3° trim.	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,9	8,0	6,5	1,2	7,0	-4,5
4° trim.	3,9	4,4	4,0	-2,1	21,2	-3,5	3,8	-3,2	7,6	6,7	1,9	7,1	-2,9
2003 1° trim.	4,2	4,6	4,0	-2,3	28,6	-4,2	4,4	-1,4	7,5	6,6	1,0	7,1	-3,9
2° trim.	4,6	4,6	4,0	-0,6	34,5	-2,9	4,1	1,4	5,6	6,4	-1,1	7,0	3,8
<b>Titoli non azionari emessi da:</b>													
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie			
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
<b>Consistenze</b>													
2002 1° trim.	4.433,3	3.907,8	446,6	3.461,2	525,5	144,7	380,8	3.551,9	174,6	256,0			
2° trim.	4.529,8	4.008,8	481,6	3.527,2	521,0	130,0	391,0	3.040,1	175,7	259,3			
3° trim.	4.666,4	4.130,6	479,9	3.650,7	535,9	137,0	398,8	2.293,2	177,6	263,1			
4° trim.	4.677,0	4.134,7	480,0	3.654,7	542,3	143,8	398,5	2.398,1	190,1	265,7			
2003 1° trim.	4.836,3	4.265,7	529,9	3.735,8	570,5	165,9	404,6	2.124,7	212,4	269,1			
2° trim.	4.957,1	4.364,6	563,6	3.800,9	592,5	163,5	429,0	2.466,1	201,6	272,5			
<b>Transazioni</b>													
2002 1° trim.	102,9	94,1	21,7	72,4	8,9	5,2	3,7	9,3	6,0	3,3			
2° trim.	61,3	62,1	33,9	28,2	-0,8	-14,5	13,7	7,5	1,1	3,3			
3° trim.	56,2	46,2	-0,9	47,1	10,0	7,1	2,9	5,5	1,9	3,8			
4° trim.	3,0	-0,6	-8,4	7,8	3,6	6,7	-3,1	1,7	12,4	2,5			
2003 1° trim.	157,4	128,8	50,0	78,8	28,6	22,1	6,6	-0,2	4,6	3,4			
2° trim.	101,0	82,0	33,8	48,1	19,0	-2,3	21,3	16,2	2,4	3,4			
<b>Variazioni percentuali</b>													
2002 1° trim.	5,8	4,6	4,5	4,6	16,2	27,2	12,5	1,7	12,9	4,6			
2° trim.	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,6	11,8	0,9	13,2	4,7			
3° trim.	5,2	5,0	7,3	4,7	7,1	-2,1	10,7	1,2	13,6	4,9			
4° trim.	5,1	5,2	10,6	4,5	4,2	3,2	4,5	0,7	12,7	5,2			
2003 1° trim.	6,3	6,0	16,7	4,7	7,9	14,8	5,3	0,4	11,5	5,1			
2° trim.	7,0	6,4	15,5	5,2	11,7	25,8	7,1	0,8	12,1	5,1			

Fonte: BCE.

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

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

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

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro				Operazioni pronti contro termine	Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2002 1° trim.	3.554,3	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	325,2	59,5	265,7	1.251,6	52,5	1.199,1
2° trim.	3.438,1	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.241,9	40,5	1.201,4
3° trim.	3.363,4	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.301,3	51,5	1.249,9
4° trim.	3.460,2	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.345,4	54,1	1.291,3
2003 1° trim.	3.480,2	535,6	59,6	454,0	3,7	18,3	342,5	71,8	270,8	1.397,3	63,7	1.333,6
2° trim.	3.621,3	537,6	62,1	450,2	3,0	22,3	346,0	72,9	273,1	1.424,7	58,9	1.365,9
	Transazioni											
2002 1° trim.	95,8	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	3,2	1,2	2,0	53,8	8,1	45,7
2° trim.	22,7	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,9	-12,3	5,4
3° trim.	55,0	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	39,0	9,7	29,3
4° trim.	67,7	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	33,0	2,2	30,7
2003 1° trim.	93,4	12,3	3,9	7,8	0,2	0,5	8,8	3,8	5,0	56,7	10,5	46,2
2° trim.	40,8	2,3	2,7	-3,9	-0,4	3,9	6,6	3,7	2,9	14,3	-5,0	19,3
	Variazioni percentuali											
2002 1° trim.	8,1	3,1	15,5	2,3	13,6	-5,8	3,9	11,9	2,3	10,6	27,2	10,0
2° trim.	7,1	3,6	17,0	2,0	-5,0	12,2	4,6	19,0	1,8	7,3	-28,6	9,1
3° trim.	7,8	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,8	21,8	1,4	9,6	-2,6	10,2
4° trim.	7,1	5,5	16,3	4,2	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,0	17,4	9,7
2003 1° trim.	6,7	7,3	36,2	4,7	-8,0	3,3	5,7	20,2	2,4	9,7	19,3	9,3
2° trim.	7,5	6,7	28,9	3,9	-10,8	17,4	5,9	17,5	3,0	11,5	43,1	10,4

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Totale	Azioni <sup>1)</sup>		Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
		Azioni quotate	Quote di fondi comuni				Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
	Consistenze												
2002 1° trim.	1.382,7	765,7	617,0	47,5	96,3	3.554,3	52,5	38,9	10,4	257,0	3.234,4	2.742,5	491,9
2° trim.	1.263,3	672,4	590,9	50,1	97,2	3.545,4	55,9	42,5	10,7	226,5	3.252,3	2.754,8	497,5
3° trim.	1.123,0	562,7	560,3	48,7	98,5	3.472,7	56,4	42,1	10,8	127,2	3.278,4	2.774,8	503,5
4° trim.	1.155,7	583,8	571,9	55,2	99,4	3.508,9	43,4	33,0	10,9	113,3	3.341,3	2.835,3	506,1
2003 1° trim.	1.103,8	534,5	569,3	57,1	101,0	3.572,0	55,8	42,4	11,1	103,3	3.401,8	2.889,0	512,8
2° trim.	1.210,6	604,6	606,1	61,6	102,5	3.678,0	58,1	44,8	11,3	136,5	3.472,0	2.954,0	518,1
	Transazioni												
2002 1° trim.	31,4	16,1	15,3	1,6	4,3	69,7	3,7	3,9	0,2	0,2	65,6	50,5	15,1
2° trim.	17,9	5,4	12,4	2,5	1,0	50,5	2,9	3,3	0,4	0,2	47,1	41,7	5,4
3° trim.	11,1	7,6	3,4	-1,4	1,3	43,0	-2,0	-2,5	0,1	0,0	44,9	39,0	5,9
4° trim.	14,2	-3,5	17,7	6,5	0,9	44,5	-11,5	-9,2	0,1	0,5	55,4	53,0	2,5
2003 1° trim.	14,0	1,8	12,2	1,9	1,6	79,5	14,2	11,3	0,0	0,2	65,0	57,1	8,0
2° trim.	16,3	1,6	14,6	4,4	1,4	58,7	2,5	2,6	0,2	2,7	53,3	46,4	7,0
	Variazioni percentuali												
2002 1° trim.	8,0	7,7	8,3	4,8	19,5	7,0	4,3	7,5	19,1	1,2	7,6	7,3	9,3
2° trim.	8,0	6,7	9,7	7,3	19,3	6,9	9,4	17,3	15,3	1,6	7,3	7,0	9,6
3° trim.	7,8	5,7	10,3	6,0	18,2	6,7	2,3	5,9	14,2	0,4	7,2	6,9	9,3
4° trim.	5,7	3,6	8,1	20,2	8,1	5,9	-14,4	-12,6	8,1	0,4	6,6	6,7	6,1
2003 1° trim.	4,1	1,5	7,4	20,2	4,9	6,1	6,7	7,5	5,8	0,4	6,6	7,0	4,4
2° trim.	4,4	1,1	8,1	22,9	5,4	6,4	5,6	5,0	4,3	1,5	6,7	7,1	4,7

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

### 3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

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

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	340,4	1.122,4	-783,9	1,6	0,4	1.730,1	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	49,7
1997	353,0	1.139,3	-797,1	10,7	0,0	1.912,7	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	28,7
1998	412,4	1.203,5	-823,6	32,3	0,2	2.398,9	11,0	422,7	357,6	522,9	844,7	215,9	24,1
1999	449,6	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,3	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,3
2000	487,8	1.391,2	-913,1	26,4	-16,6	2.801,7	1,3	349,6	267,9	809,1	1.126,4	252,9	-5,5
2001	465,8	1.444,8	-973,6	-7,3	1,9	2.580,5	-0,5	575,8	430,2	730,3	630,8	243,1	-29,3
2002	409,1	1.429,3	-1.011,4	-10,1	1,2	2.154,8	0,9	581,3	329,8	519,1	485,1	227,0	11,6

	Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,6	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,7	648,4	323,0	482,4	649,3	221,5
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	3.013,7	929,1	502,9	759,7	557,5	264,5
2000	514,8	1.419,4	-913,1	8,5	2.774,6	532,3	415,9	851,1	722,3	253,0
2001	483,5	1.449,4	-973,6	7,7	2.562,7	661,4	492,3	608,3	550,1	250,7
2002	497,8	1.496,5	-1.011,4	12,7	2.066,1	528,9	451,9	467,8	376,4	241,1

#### 2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	132,2	567,3	-437,3	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	120,1	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	151,8	592,0	-451,9	239,6	25,3	-13,0	46,3	97,0	106,5	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	195,3	635,2	-469,1	424,5	45,7	-9,9	96,3	203,1	149,2	569,2	470,7	22,8	252,8	184,4
1999	213,6	684,2	-489,0	604,4	26,9	88,9	169,1	299,1	109,0	548,0	709,0	47,2	423,3	222,0
2000	309,4	748,6	-521,5	831,6	71,8	88,8	193,0	457,7	86,2	561,3	1.054,7	61,6	559,6	425,5
2001	215,8	771,8	-554,5	626,9	101,2	40,1	142,1	246,5	85,1	581,2	757,5	102,4	324,0	319,6
2002	180,6	758,5	-574,4	368,2	19,2	15,6	46,7	264,7	123,0	630,1	425,8	21,7	204,9	185,4

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

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,2	384,7	-217,5	437,9	146,2	25,1	93,0	189,0	444,7	646,9	161,3	160,1	3.789,8	17,1
1997	165,9	377,9	-213,1	425,6	70,4	-19,0	193,7	215,8	423,0	617,2	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	175,9	389,8	-218,0	443,5	96,3	-118,6	288,0	210,7	406,7	594,5	212,6	211,3	3.925,3	15,1
1999	187,7	418,9	-233,6	471,5	119,2	-24,1	189,7	247,6	391,6	582,5	267,6	266,1	4.089,0	14,2
2000	196,5	442,7	-242,8	419,3	65,6	42,0	114,1	247,0	393,9	597,3	221,8	220,1	4.277,8	14,0
2001	190,7	457,7	-264,0	402,2	175,3	86,6	59,4	223,7	423,4	653,8	169,4	167,5	4.576,4	14,3
2002	180,8	462,8	-276,7	488,2	219,7	66,1	-4,2	214,2	458,2	706,4	210,8	208,6	4.741,3	14,9

Fonte: BCE.

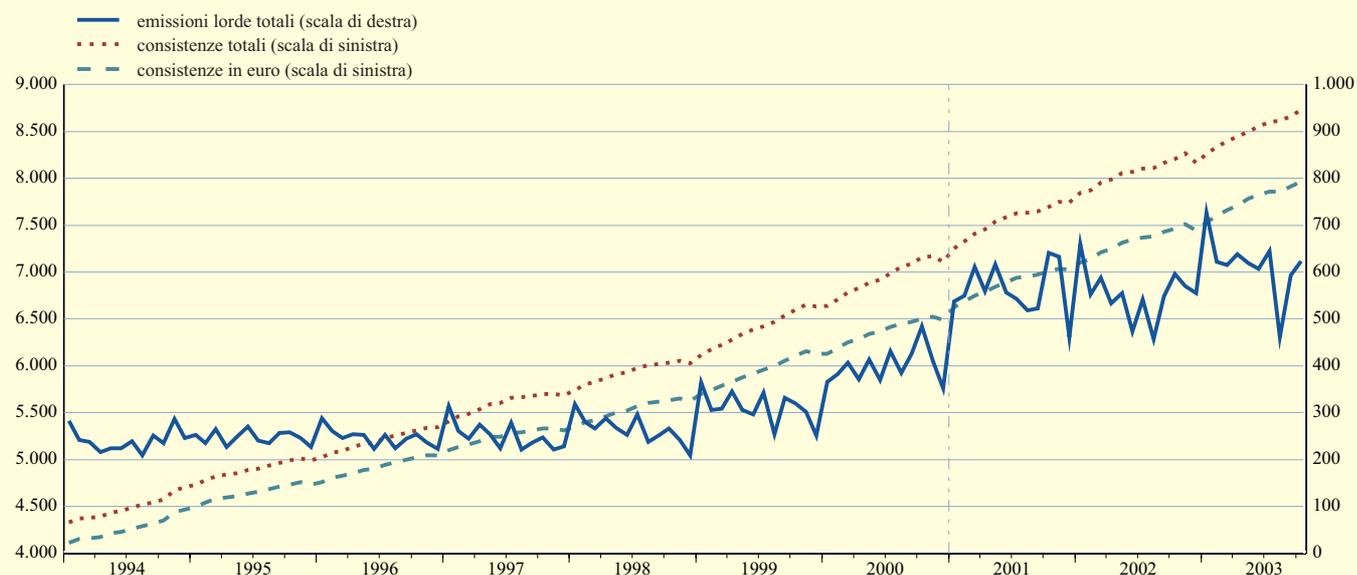
- 1) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.
- 2) Esclusi i prodotti finanziari derivati.
- 3) Prodotti finanziari derivati, altri conti attivi e passivi e discrepanza statistica.
- 4) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.
- 5) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 6) Risparmio lordo in percentuale del reddito disponibile.



## MERCATI FINANZIARI

**4.1 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione**  
 (miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2002 ott.	8.490,9	581,1	563,3	17,8	8.205,3	595,5	552,8	42,7	90,9	92,5	93,9	31,9
nov.	8.544,1	562,0	509,0	53,0	8.263,7	569,5	510,4	59,1	90,9	93,7	94,0	53,8
dic.	8.493,8	566,5	614,7	-48,2	8.166,9	555,4	631,4	-76,0	91,1	94,4	93,9	-68,8
2003 gen.	8.578,7	717,0	631,8	85,2	8.256,8	726,7	624,3	102,5	91,2	93,1	94,5	86,9
feb.	8.661,0	627,2	545,2	82,1	8.336,5	622,3	542,1	80,2	91,1	93,3	94,7	67,3
mar.	8.764,5	641,8	538,5	103,3	8.398,3	614,7	547,1	67,5	91,2	94,3	94,9	60,5
apr.	8.806,2	635,9	593,9	42,0	8.441,2	638,3	582,4	56,0	91,3	94,3	94,2	53,0
mag.	8.899,6	624,5	530,3	94,1	8.499,0	618,8	537,6	81,2	91,6	93,4	93,6	74,5
giu.	8.981,4	636,8	555,4	81,5	8.553,5	606,1	563,9	42,3	91,5	93,8	94,0	38,5
lug.	9.013,5	648,6	616,9	31,7	8.600,8	644,6	602,0	42,7	91,3	93,1	94,4	32,3
ago.	9.017,7	470,4	466,7	3,7	8.612,7	461,4	464,8	-3,5	91,2	94,0	92,7	2,7
set.	9.109,2	615,8	523,4	92,4	8.657,7	593,6	529,2	64,4	91,4	93,4	94,3	55,5
ott.	.	.	.	.	8.728,0	622,7	558,1	64,6	91,3	93,8	94,9	54,8
	A lungo termine											
2002 ott.	7.718,2	120,6	97,1	23,5	7.396,6	125,6	94,8	30,7	91,1	85,5	88,6	23,4
nov.	7.748,9	133,1	102,4	30,7	7.430,5	133,1	96,5	36,6	91,1	89,7	93,5	29,1
dic.	7.729,3	155,2	173,6	-18,4	7.380,6	148,6	179,3	-30,7	91,4	92,2	90,8	-25,9
2003 gen.	7.777,8	180,4	132,6	47,9	7.413,4	179,9	134,8	45,1	91,4	87,1	93,0	31,3
feb.	7.829,4	172,5	121,6	50,9	7.467,9	164,8	112,6	52,2	91,3	88,6	92,3	42,0
mar.	7.899,6	175,2	105,4	69,9	7.520,0	162,4	106,1	56,3	91,3	90,2	90,3	50,7
apr.	7.940,0	165,3	125,3	40,0	7.546,2	160,6	125,2	35,3	91,4	90,8	92,6	29,9
mag.	8.026,7	186,7	100,0	86,7	7.598,6	174,7	101,0	73,6	91,7	92,2	90,6	69,5
giu.	8.097,5	185,3	115,1	70,3	7.673,1	170,8	108,6	62,2	91,5	91,0	92,2	55,2
lug.	8.149,2	197,6	146,7	51,0	7.721,3	184,9	141,0	43,9	91,4	88,1	95,0	29,0
ago.	8.160,3	86,4	76,7	9,7	7.746,5	79,0	71,0	7,9	91,2	88,0	90,2	5,4
set.	8.238,2	180,0	101,5	78,6	7.798,7	172,4	101,2	71,2	91,4	91,6	90,3	66,6
ott.	.	.	.	.	7.847,7	162,2	118,0	44,3	91,3	92,1	94,6	37,9

**F13 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro**  
 (miliardi di euro)


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

1) Totale delle emissioni di titoli non azionari in euro da parte di residenti e di non residenti nell'area dell'euro.

## 4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

### 1. Consistenze

(dati di fine periodo)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2002 ott.	8.205,3	3.161,6	518,0	536,7	3.813,2	175,8	90,9	85,6	80,2	86,9	97,1	95,6
nov.	8.263,7	3.187,8	530,7	541,0	3.827,0	177,2	90,9	85,5	80,9	87,1	97,2	95,7
dic.	8.166,9	3.139,4	560,3	536,3	3.751,9	179,0	91,1	85,6	83,1	87,3	97,3	95,8
2003 gen.	8.256,8	3.171,4	559,4	549,0	3.794,4	182,6	91,2	85,6	83,7	87,8	97,2	95,8
feb.	8.336,5	3.191,8	572,4	557,3	3.826,1	188,9	91,1	85,5	83,6	87,8	97,1	95,9
mar.	8.398,3	3.201,6	581,0	566,6	3.857,4	191,7	91,2	85,5	84,0	88,3	97,2	96,0
apr.	8.441,2	3.213,1	593,7	571,4	3.867,2	195,7	91,3	85,6	84,7	88,4	97,3	95,7
mag.	8.499,0	3.215,7	594,3	579,6	3.910,7	198,6	91,6	85,9	85,3	88,8	97,4	95,7
giu.	8.553,5	3.229,8	611,3	581,4	3.928,0	203,0	91,5	85,7	85,4	88,8	97,3	95,7
lug.	8.600,8	3.257,7	629,8	583,7	3.925,1	204,5	91,3	85,6	85,3	88,6	97,3	95,5
ago.	8.612,7	3.258,4	632,9	586,5	3.930,6	204,3	91,2	85,5	85,0	88,5	97,2	95,4
set.	8.657,7	3.264,7	641,1	578,0	3.965,0	209,0	91,4	85,4	86,0	88,7	97,4	95,5
ott.	8.728,0	3.306,4	650,9	581,1	3.977,0	212,5	91,3	85,2	86,3	88,6	97,4	95,5
	A lungo termine											
2002 ott.	7.396,6	2.798,3	510,9	443,5	3.471,6	172,3	91,1	86,6	79,9	85,2	97,0	95,8
nov.	7.430,5	2.802,8	523,1	446,6	3.484,3	173,7	91,1	86,3	80,6	85,4	97,0	95,9
dic.	7.380,6	2.778,6	553,0	446,1	3.427,6	175,3	91,4	86,6	82,9	85,8	97,1	96,0
2003 gen.	7.413,4	2.778,3	552,2	451,7	3.451,9	179,4	91,4	86,4	83,5	86,2	97,1	96,1
feb.	7.467,9	2.794,2	563,7	456,0	3.468,8	185,2	91,3	86,3	83,4	86,2	97,0	96,0
mar.	7.520,0	2.808,0	571,9	463,0	3.488,9	188,1	91,3	86,2	83,8	86,8	97,0	96,1
apr.	7.546,2	2.817,5	585,1	467,0	3.484,7	192,0	91,4	86,2	84,5	87,0	97,2	95,8
mag.	7.598,6	2.824,1	585,9	472,9	3.521,2	194,6	91,7	86,6	85,1	87,3	97,3	95,9
giu.	7.673,1	2.850,1	602,6	480,5	3.540,9	199,0	91,5	86,2	85,2	87,5	97,2	95,9
lug.	7.721,3	2.880,5	621,0	482,7	3.537,0	200,0	91,4	86,0	85,1	87,3	97,2	95,7
ago.	7.746,5	2.896,4	624,2	485,3	3.540,2	200,4	91,2	85,7	84,8	87,2	97,1	95,5
set.	7.798,7	2.908,0	633,0	480,7	3.571,5	205,5	91,4	85,7	85,9	87,5	97,2	95,7
ott.	7.847,7	2.940,6	642,9	481,7	3.573,3	209,1	91,3	85,5	86,2	87,4	97,3	95,7

### FI4 Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente

(miliardi di euro, consistenze di fine periodo, valori nominali)



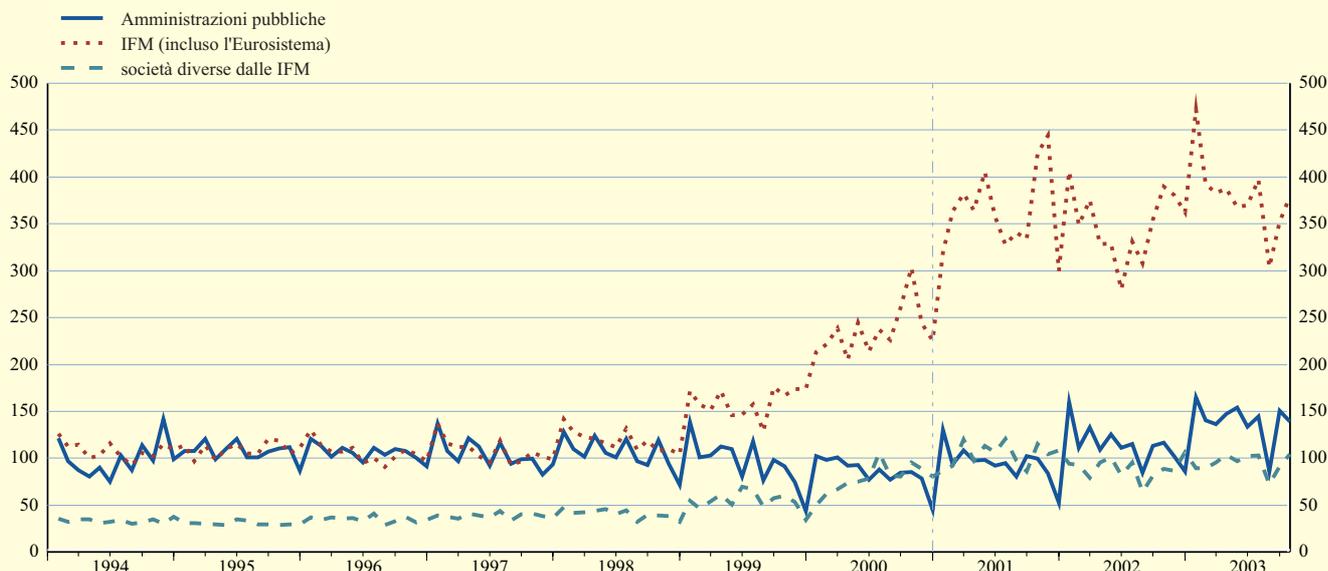
Fonte: BCE.

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

**2. Emissioni lorde**  
(transazioni nel mese)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2002 ott.	595,5	389,8	18,3	70,5	108,5	8,4	92,5	92,0	80,4	93,2	97,0	80,2
nov.	569,5	380,5	21,2	65,2	96,6	5,9	93,7	92,3	92,0	94,6	99,0	98,3
dic.	555,4	362,5	50,2	56,5	79,4	6,7	94,4	92,9	95,9	96,1	99,1	94,4
2003 gen.	726,7	472,2	11,7	77,7	156,3	8,9	93,1	91,9	90,5	96,4	95,5	92,7
feb.	622,3	392,3	20,9	68,4	131,8	8,8	93,3	92,6	81,5	95,5	95,9	95,4
mar.	614,7	382,7	20,8	74,8	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
apr.	638,3	387,3	22,7	81,0	140,9	6,5	94,3	92,7	94,9	96,4	97,5	86,3
mag.	618,8	367,6	14,8	82,0	148,5	5,9	93,4	92,2	84,3	94,6	96,8	90,5
giu.	606,1	370,1	23,6	79,1	125,2	8,2	93,8	91,9	96,1	97,0	96,8	94,9
lug.	644,6	397,1	26,6	76,5	138,6	5,8	93,1	92,2	83,2	94,5	96,9	91,2
ago.	461,4	303,6	8,7	63,4	82,3	3,4	94,0	92,4	91,8	96,6	97,7	93,1
set.	593,6	351,9	22,1	69,1	140,7	9,9	93,4	90,4	98,7	96,5	98,5	96,5
ott.	622,7	379,2	19,3	85,3	130,9	7,9	93,8	91,6	95,3	97,0	97,9	95,1
	A lungo termine											
2002 ott.	125,6	49,7	14,5	2,7	52,7	5,9	85,5	78,5	75,3	33,5	98,7	74,8
nov.	133,1	58,7	18,0	4,9	48,0	3,6	89,7	81,9	90,5	71,1	100,0	99,8
dic.	148,6	54,3	47,3	8,5	34,4	4,1	92,2	84,0	95,6	93,1	100,0	91,8
2003 gen.	179,9	75,0	7,9	10,0	80,2	6,8	87,1	77,8	86,1	89,1	95,1	93,0
feb.	164,8	65,7	17,5	9,3	65,7	6,6	88,6	84,3	77,9	93,1	94,2	96,5
mar.	162,4	65,4	18,2	10,6	64,4	3,8	90,2	82,1	85,8	98,3	97,9	99,0
apr.	160,6	62,2	19,9	8,4	65,7	4,5	90,8	81,5	94,2	85,2	100,0	81,9
mag.	174,7	61,6	11,8	12,9	85,0	3,5	92,2	87,8	80,3	84,6	98,2	91,8
giu.	170,8	68,8	20,2	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,5	99,0	97,5	95,2
lug.	184,9	74,2	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	79,7	97,0	87,5
ago.	79,0	44,7	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
set.	172,4	64,9	19,0	2,7	78,8	7,0	91,6	79,6	98,6	99,2	99,0	98,8
ott.	162,2	73,5	16,4	8,1	58,9	5,4	92,1	84,3	95,8	95,0	100,0	96,2

**F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente**  
(miliardi di euro, transazioni nel periodo, valori nominali)



Fonte: BCE.

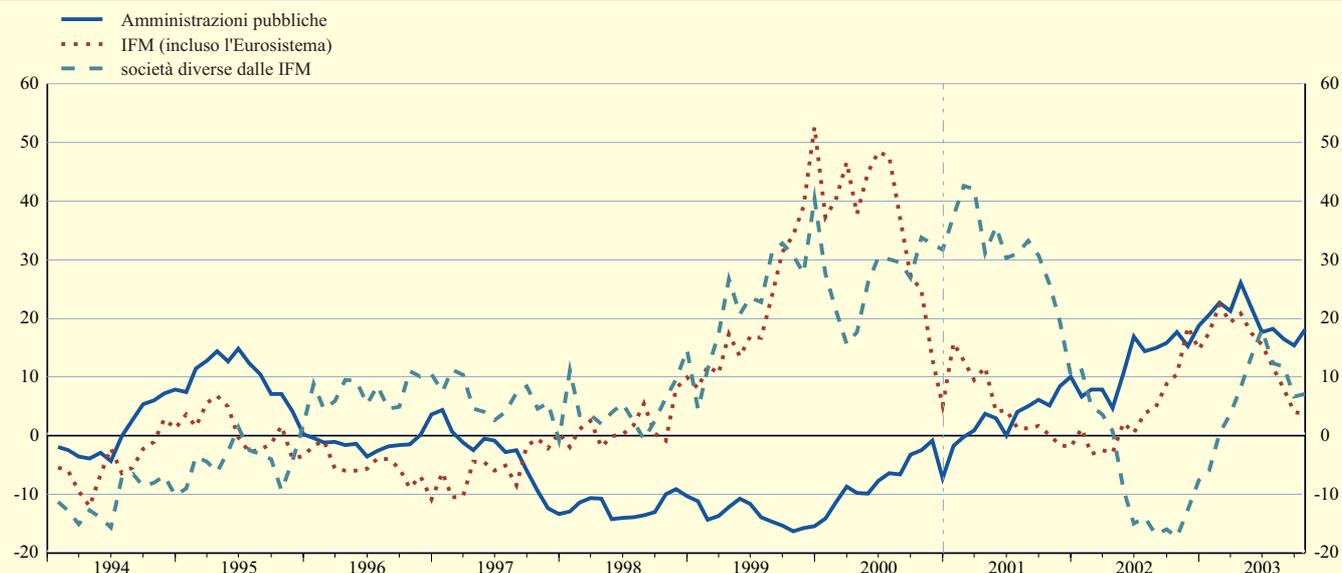
### 4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Totale									A breve termine				
	Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM	
	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Tutte le valute														
2002 ott.	7,1	106,5	6,2	14,6	25,4	5,6	5,9	5,0	29,0	8,8	116,2	10,5	-17,2	5,8
nov.	7,2	107,3	6,6	13,6	25,9	3,3	6,1	5,2	28,1	12,4	119,4	18,6	-12,6	26,7
dic.	6,3	106,3	5,4	13,8	25,3	3,6	5,0	4,1	28,0	12,9	112,9	14,7	-7,5	52,1
2003 gen.	6,4	107,6	5,6	13,9	24,5	4,6	5,0	4,1	28,6	15,2	121,2	17,6	-6,0	16,0
feb.	6,9	108,7	5,8	15,6	26,3	6,0	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,3	29,8
mar.	6,7	109,6	4,9	17,2	27,2	8,1	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,2
apr.	6,9	110,3	5,1	17,7	27,3	9,0	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,2	20,0
mag.	6,7	111,3	4,5	17,0	24,3	10,2	5,8	4,9	27,5	18,8	130,9	17,4	13,7	30,9
giu.	6,9	111,9	4,4	18,8	26,9	11,2	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,1	29,0
lug.	6,9	112,5	4,9	18,8	28,0	10,2	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
ago.	6,7	112,4	4,7	18,9	27,5	10,9	5,1	4,4	21,0	12,2	126,1	8,0	11,7	18,6
set.	6,9	113,3	4,7	18,2	28,0	8,8	5,7	4,9	23,2	9,3	125,2	4,0	6,6	17,0
ott.	7,1	114,1	5,5	18,6	28,2	9,4	5,4	4,6	21,3	10,3	128,1	3,6	7,1	14,3
Euro														
2002 ott.	6,4	106,2	4,2	16,0	29,2	6,1	5,9	5,0	28,7	7,5	116,8	8,1	-19,0	4,2
nov.	6,8	106,9	5,3	15,1	30,4	3,6	6,1	5,3	28,0	12,4	120,8	20,4	-13,8	25,0
dic.	6,0	106,0	4,2	16,1	30,8	4,2	5,0	4,1	27,7	13,8	113,8	16,6	-8,5	50,0
2003 gen.	6,0	107,2	4,4	16,2	30,2	5,0	4,9	4,0	28,0	16,0	122,9	20,5	-6,9	14,3
feb.	6,4	108,2	4,4	17,6	31,5	6,3	5,4	4,3	33,1	19,9	127,0	25,8	-0,8	28,2
mar.	6,3	109,0	3,5	19,4	32,2	8,9	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,6	26,5
apr.	6,5	109,8	3,8	20,2	32,8	9,8	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,3
mag.	6,5	110,8	3,4	19,7	29,8	11,1	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,0
giu.	6,5	111,4	3,1	22,1	33,3	12,5	5,4	4,5	27,0	18,2	130,4	18,7	17,5	29,2
lug.	6,6	111,8	3,8	21,8	34,1	11,2	5,2	4,5	20,4	16,8	131,0	16,1	12,1	22,9
ago.	6,5	111,9	3,7	22,1	33,8	11,9	4,9	4,2	19,5	14,9	130,5	13,7	11,0	18,6
set.	6,6	112,7	3,3	21,3	34,6	9,7	5,5	4,8	21,7	11,5	128,7	8,7	5,8	16,9
ott.	6,9	113,5	4,2	22,0	35,3	10,1	5,3	4,6	20,8	12,6	131,5	7,9	6,7	14,6

### FI6 Titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle consistenze di fine periodo in valori nominali)



Fonte: BCE.

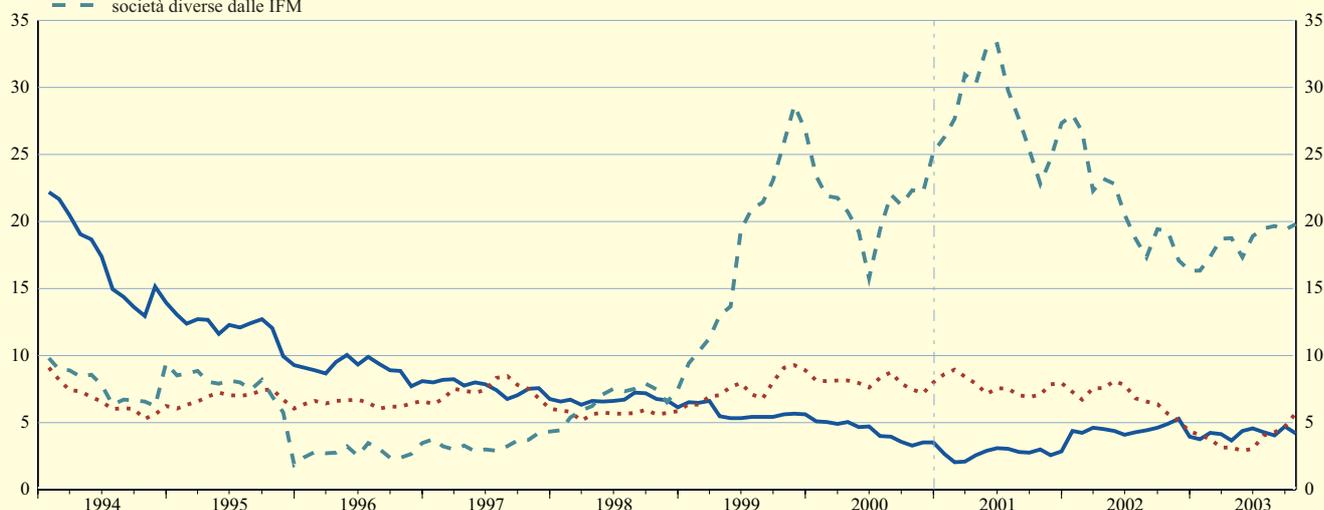
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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

A breve termine				A lungo termine										
Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale			IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			
Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)	Totale		Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche		
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27		
Tutte le valute														
-18,6	17,7	17,9	-0,9	6,9	105,6	5,7	19,3	25,7	12,5	4,9	3,9	29,8	2002 ott.	
-14,7	15,3	15,6	-5,3	6,7	106,1	5,1	17,1	25,9	8,0	5,3	4,3	29,1	nov.	
-10,5	18,7	19,3	-14,3	5,6	105,6	4,3	16,3	25,0	7,0	3,9	2,9	29,4	dic.	
-7,3	20,6	21,1	-15,2	5,5	106,3	4,1	16,3	24,6	7,4	3,8	2,7	29,8	2003 gen.	
-1,6	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,7	17,4	26,3	7,8	4,2	3,0	34,6	feb.	
2,0	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,1	18,7	27,2	9,5	4,1	3,0	32,4	mar.	
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,3	3,2	18,8	27,4	9,3	3,7	2,5	30,9	apr.	
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,3	24,2	9,7	4,4	3,3	27,7	mag.	
17,2	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,1	18,9	26,9	10,1	4,6	3,5	28,5	giu.	
11,5	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,5	28,1	9,9	4,3	3,4	22,0	lug.	
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,0	4,3	19,7	27,6	10,8	4,1	3,2	21,4	ago.	
5,8	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,7	19,4	28,2	9,5	4,7	3,8	23,4	set.	
6,6	18,1	18,3	-2,9	6,8	112,7	5,7	19,8	28,4	10,0	4,2	3,3	21,8	ott.	
Euro														
-20,4	17,7	18,1	-11,8	6,3	105,2	3,7	22,3	29,8	14,9	4,9	3,9	29,8	2002 ott.	
-16,0	15,6	15,9	-14,0	6,2	105,6	3,7	19,8	30,5	9,6	5,3	4,3	29,1	nov.	
-11,5	19,6	20,3	-23,4	5,2	105,2	2,9	19,6	30,6	8,5	3,8	2,8	29,3	dic.	
-8,2	20,5	21,1	-27,0	5,0	105,7	2,6	19,6	30,4	8,7	3,6	2,5	29,5	2003 gen.	
-2,8	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,2	31,5	8,8	4,0	2,7	34,2	feb.	
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,0	107,1	1,5	21,8	32,3	11,1	3,9	2,8	31,8	mar.	
6,4	25,8	26,0	8,9	4,8	107,6	1,4	22,0	33,1	10,6	3,5	2,4	29,7	apr.	
12,6	21,8	21,9	17,6	5,0	108,7	1,5	20,5	29,8	10,8	4,1	3,1	26,5	mag.	
16,6	17,9	18,0	14,4	5,3	109,6	1,4	22,7	33,4	11,6	4,3	3,2	27,3	giu.	
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,4	23,0	34,3	11,2	4,0	3,2	20,5	lug.	
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,4	34,1	12,2	3,7	3,0	19,9	ago.	
4,9	15,4	15,4	14,5	6,0	111,1	2,7	23,2	35,0	10,8	4,5	3,7	21,9	set.	
6,0	18,1	18,3	-5,1	6,2	111,7	3,7	23,8	35,7	11,1	4,0	3,2	21,2	ott.	

**F17 Titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente**  
(variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle consistenze di fine periodo in valori nominali)

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



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; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

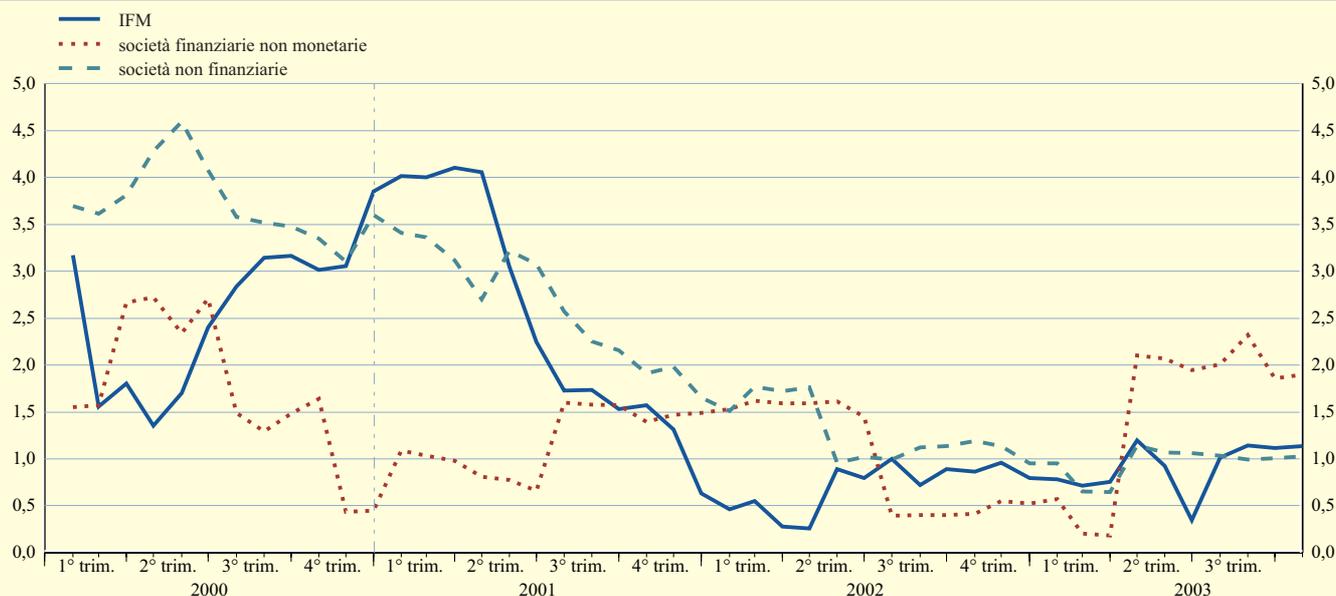
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 ott.	4.277,7	99,7	1,8	554,4	1,6	497,8	1,4	3.225,5	1,9
nov.	4.520,7	99,8	1,8	587,7	1,3	512,1	1,5	3.421,0	2,0
dic.	4.656,4	100,0	1,5	617,3	0,6	511,1	1,5	3.528,0	1,7
2002 gen.	4.575,2	100,0	1,4	623,9	0,5	518,8	1,5	3.432,5	1,5
feb.	4.545,6	100,2	1,6	622,5	0,6	509,8	1,6	3.413,4	1,8
mar.	4.753,9	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.551,9	1,7
apr.	4.570,2	100,3	1,5	678,1	0,3	517,4	1,6	3.374,7	1,8
mag.	4.432,4	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.281,3	1,0
giu.	4.118,3	100,5	1,1	614,9	0,8	463,4	1,5	3.040,1	1,0
lug.	3.710,7	100,6	0,9	515,7	1,0	395,4	0,4	2.799,6	1,0
ago.	3.520,2	100,6	1,0	521,7	0,7	371,0	0,4	2.627,5	1,1
set.	2.981,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,4	2.292,9	1,1
ott.	3.251,6	100,7	1,1	446,9	0,9	321,2	0,4	2.483,4	1,2
nov.	3.435,5	100,8	1,0	487,4	1,0	346,0	0,5	2.602,1	1,1
dic.	3.142,7	100,9	0,9	450,7	0,8	283,6	0,5	2.408,3	1,0
2003 gen.	3.002,7	100,9	0,9	425,8	0,8	261,1	0,6	2.315,8	0,9
feb.	2.909,2	100,9	0,6	425,3	0,7	270,8	0,2	2.213,2	0,7
mar.	2.784,9	100,9	0,6	413,0	0,8	236,2	0,2	2.135,7	0,6
apr.	3.137,9	101,6	1,2	471,4	1,2	291,8	2,1	2.374,7	1,1
mag.	3.171,4	101,5	1,1	476,7	0,9	291,3	2,1	2.403,3	1,1
giu.	3.288,0	101,5	1,0	506,5	0,3	300,6	1,9	2.480,8	1,1
lug.	3.398,6	101,7	1,1	530,3	1,0	330,9	2,0	2.537,4	1,0
ago.	3.443,4	101,8	1,1	506,5	1,1	325,5	2,3	2.611,5	1,0
set.	3.304,2	101,8	1,1	494,8	1,1	307,1	1,9	2.502,2	1,0
ott.	3.511,6	101,8	1,1	535,2	1,1	333,2	1,9	2.643,2	1,0

#### F18 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

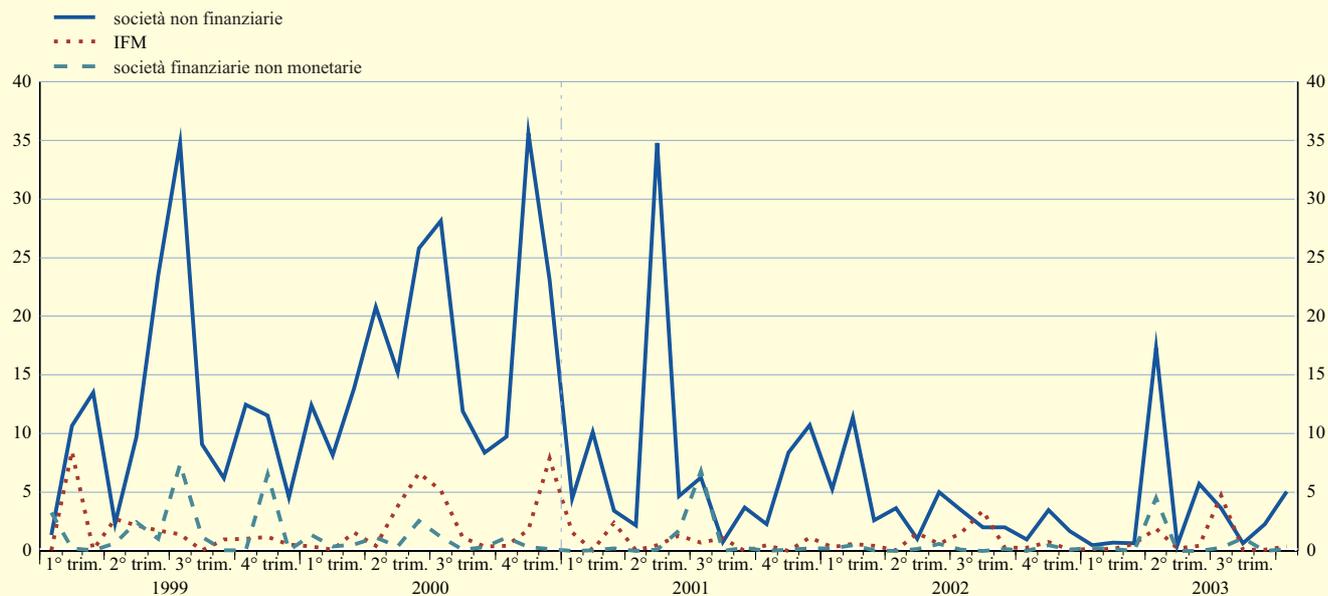
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 ott.	2,7	2,7	0,0	0,5	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,3	2,7	-0,4
nov.	8,5	2,8	5,7	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	8,4	2,7	5,7
dic.	12,0	2,8	9,2	1,1	0,0	1,1	0,2	0,0	0,2	10,7	2,7	8,0
2002 gen.	5,8	6,6	-0,8	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	5,3	6,6	-1,3
feb.	12,4	1,0	11,4	0,6	0,0	0,6	0,5	0,0	0,5	11,3	1,0	10,3
mar.	3,1	2,2	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
apr.	3,7	0,4	3,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,4
mag.	2,7	0,2	2,5	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,0	0,2	0,9
giu.	6,1	0,4	5,7	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,4	4,6
lug.	5,0	0,3	4,7	1,5	0,1	1,4	0,1	0,0	0,1	3,5	0,2	3,2
ago.	5,4	5,3	0,2	3,4	4,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
set.	2,4	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
ott.	1,2	0,1	1,1	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,9
nov.	4,7	0,7	4,0	0,8	0,4	0,4	0,5	0,0	0,5	3,5	0,3	3,1
dic.	1,9	0,5	1,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,4	1,3
2003 gen.	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
feb.	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
mar.	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
apr.	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,7	12,6
mag.	0,7	2,2	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,3
giu.	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
lug.	8,6	1,8	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
ago.	1,8	1,1	0,8	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	0,9	-0,3
set.	2,4	1,7	0,7	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,3	0,3	2,0
ott.	5,6	3,7	1,8	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	5,1	3,7	1,4

#### FI9 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

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

##### 1. Tassi d'interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 gen.	0,89	2,57	2,80	3,23	2,33	3,27	1,18	2,71	3,45	4,30	2,69
feb.	0,91	2,44	2,67	2,92	2,32	3,23	1,20	2,63	2,91	3,73	2,68
mar.	0,87	2,34	2,55	2,76	2,28	3,19	1,15	2,50	2,49	3,41	2,57
apr.	0,84	2,25	2,56	2,82	2,29	3,14	1,12	2,43	2,37	3,29	2,48
mag.	0,84	2,23	2,39	2,65	2,23	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
giu.	0,76	2,00	2,22	2,62	2,21	3,01	1,00	2,10	2,18	3,04	2,14
lug.	0,68	1,91	2,11	2,34	2,12	2,93	0,88	2,02	2,14	2,73	2,03
ago.	0,68	1,91	2,13	2,53	1,97	2,88	0,89	2,03	2,28	3,55	1,97
set.	0,69	1,87	2,13	2,44	1,98	2,85	0,87	2,00	2,30	3,64	2,00
ott.	0,70	1,89	2,16	2,51	2,03	2,73	0,89	1,98	2,23	3,71	1,99
nov.	0,70	1,87	2,24	2,61	2,00	2,70	0,87	1,97	2,34	2,77	1,97

##### 2. Tassi d'interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>1)</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>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 gen.	9,88	7,23	7,37	8,36	8,22	4,44	4,77	5,38	5,27	4,98	4,94	5,60	5,51
feb.	10,27	7,64	7,15	8,37	8,22	4,27	4,59	5,19	5,10	4,88	4,63	5,62	5,42
mar.	10,02	7,27	7,00	8,28	8,05	4,13	4,41	5,04	5,05	4,70	4,73	5,31	5,37
apr.	9,89	7,44	6,99	8,32	8,15	4,07	4,32	5,00	5,03	4,67	4,71	5,30	5,33
mag.	9,86	7,63	6,98	8,34	8,16	3,93	4,29	4,94	4,91	4,56	4,44	5,35	5,32
giu.	9,89	7,10	6,94	8,28	8,02	3,80	4,16	4,76	4,78	4,42	4,12	4,97	4,91
lug.	9,76	7,24	7,04	8,20	7,92	3,68	3,92	4,64	4,68	4,33	4,11	4,95	4,98
ago.	9,74	7,69	6,84	8,28	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
set.	9,75	7,40	6,89	8,04	8,01	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
ott.	9,72	7,18	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21
nov.	9,64	7,56	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,41	4,16	5,24	5,17

##### 3. Tassi d'interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>1)</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	7
2003 gen.		6,20	4,88	5,26	5,06	3,70	3,80	4,63
feb.		6,14	4,74	5,07	5,10	3,62	4,02	4,55
mar.		6,05	4,54	5,03	5,11	3,56	3,86	4,46
apr.		5,85	4,57	4,89	5,04	3,49	3,69	4,58
mag.		5,82	4,47	4,86	4,96	3,40	3,57	4,36
giu.		5,68	4,20	4,60	4,89	3,14	3,39	4,18
lug.		5,56	4,15	4,59	4,73	3,07	3,14	4,00
ago.		5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,41	4,36
set.		5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,28
ott.		5,46	4,14	4,76	4,83	3,08	3,26	4,33
nov.		5,42	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,16

Fonte: BCE.

- 1) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Il tasso annuo effettivo globale è la media ponderata fra le varie scadenze ed equivale al costo totale dei prestiti. Questi costi totali comprendono 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 d'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)

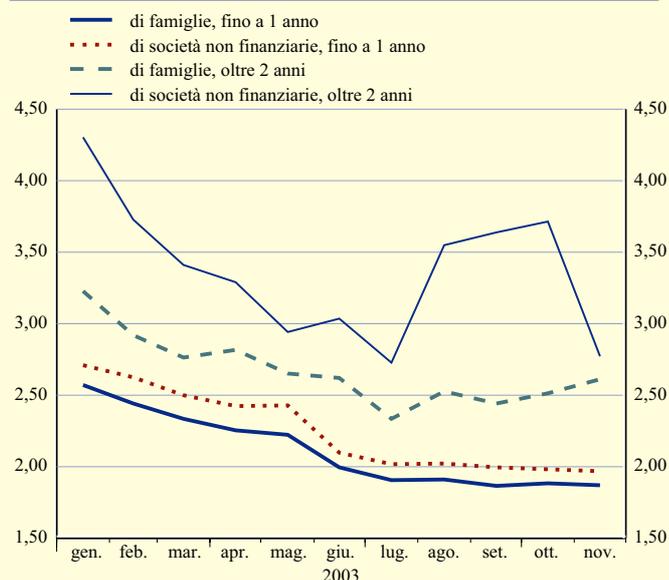
**4. Tassi d'interesse sui depositi (consistenze)**

	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	
2003 gen.	0,89	2,63	3,60	2,33	3,27	1,18	2,81	4,64	2,77
feb.	0,91	2,55	3,68	2,32	3,23	1,20	2,73	4,73	2,69
mar.	0,87	2,44	3,54	2,28	3,19	1,15	2,60	4,66	2,52
apr.	0,84	2,38	3,54	2,29	3,14	1,12	2,52	4,62	2,44
mag.	0,84	2,33	3,47	2,23	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
giu.	0,76	2,17	3,47	2,21	3,01	1,00	2,25	4,45	2,19
lug.	0,68	2,07	3,43	2,12	2,93	0,88	2,23	4,40	2,08
ago.	0,68	2,03	3,42	1,97	2,88	0,89	2,19	4,26	2,05
set.	0,69	2,00	3,44	1,98	2,85	0,87	2,23	4,33	2,04
ott.	0,70	.	.	2,03	2,73	0,89	.	.	.
nov.	0,70	.	.	2,00	2,70	0,87	.	.	.

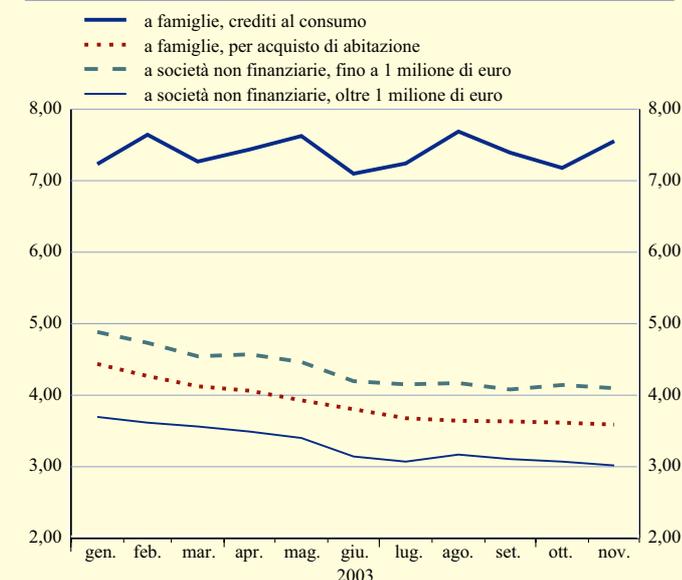
**5. Tassi d'interesse sui prestiti (consistenze)**

	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
2003 gen.	5,52	5,41	5,58	8,59	7,51	6,24	5,25	4,83	5,19
feb.	5,48	5,43	5,62	8,69	7,53	6,23	5,18	4,82	5,25
mar.	5,46	5,36	5,55	8,64	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
apr.	5,40	5,26	5,49	8,53	7,45	6,11	4,89	4,61	5,03
mag.	5,33	5,22	5,44	8,52	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
giu.	5,30	5,13	5,39	8,47	7,37	6,03	4,72	4,46	4,90
lug.	5,21	5,07	5,31	8,36	7,27	5,96	4,60	4,32	4,80
ago.	5,11	4,99	5,25	8,31	7,23	6,07	4,53	4,21	4,74
set.	5,05	4,95	5,24	8,33	7,26	6,00	4,55	4,19	4,75
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

**F20 Nuovi depositi con durata prestabilita**  
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



**F21 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 d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	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
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2002 4° trim.	3,24	3,17	3,11	3,03	3,01	1,55	0,07
2003 1° trim.	2,77	2,75	2,69	2,60	2,55	1,33	0,06
2° trim.	2,44	2,43	2,37	2,29	2,25	1,24	0,06
3° trim.	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
4° trim.	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2002 dic.	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,41	0,06
2003 gen.	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,37	0,06
feb.	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,34	0,06
mar.	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,29	0,06
apr.	2,56	2,58	2,54	2,47	2,45	1,30	0,06
mag.	2,56	2,52	2,41	2,32	2,26	1,28	0,06
giu.	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
lug.	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,11	0,05
ago.	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,14	0,05
set.	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,14	0,05
ott.	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
nov.	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,17	0,06
dic.	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,17	0,06

## F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



## F23 Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonti: Reuters e BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

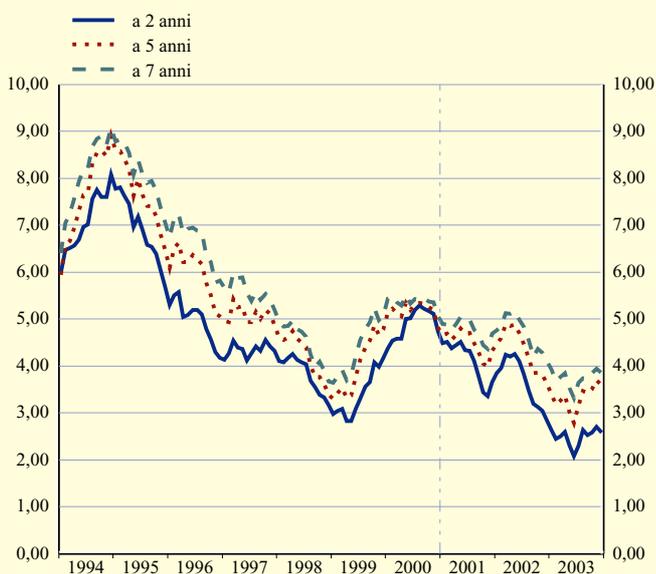
#### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato <sup>1)</sup>

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

	Area dell'euro					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
2001	4,11	4,23	4,49	4,78	5,03	5,01	1,34
2002	3,67	3,94	4,35	4,70	4,92	4,59	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	1,00
2002 4° trim.	3,00	3,27	3,77	4,25	4,54	3,99	1,02
2003 1° trim.	2,53	2,71	3,29	3,80	4,16	3,91	0,80
2° trim.	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
3° trim.	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
4° trim.	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2002 dic.	2,84	3,08	3,63	4,10	4,41	4,03	0,97
2003 gen.	2,64	2,85	3,40	3,93	4,27	4,02	0,84
feb.	2,45	2,61	3,18	3,68	4,06	3,90	0,83
mar.	2,50	2,66	3,26	3,76	4,13	3,79	0,74
apr.	2,59	2,81	3,38	3,85	4,23	3,94	0,66
mag.	2,31	2,53	3,02	3,54	3,92	3,56	0,57
giu.	2,08	2,29	2,79	3,32	3,72	3,32	0,56
lug.	2,30	2,56	3,15	3,65	4,06	3,93	0,99
ago.	2,63	2,91	3,47	3,74	4,20	4,44	1,15
set.	2,53	2,87	3,42	3,72	4,23	4,29	1,45
ott.	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
nov.	2,70	2,99	3,70	3,94	4,44	4,29	1,38
dic.	2,58	2,88	3,59	3,85	4,36	4,26	1,35

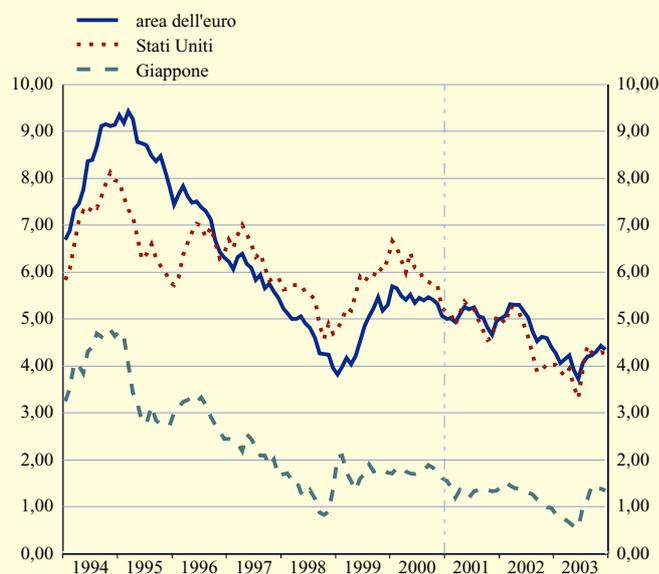
#### F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



#### F25 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

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

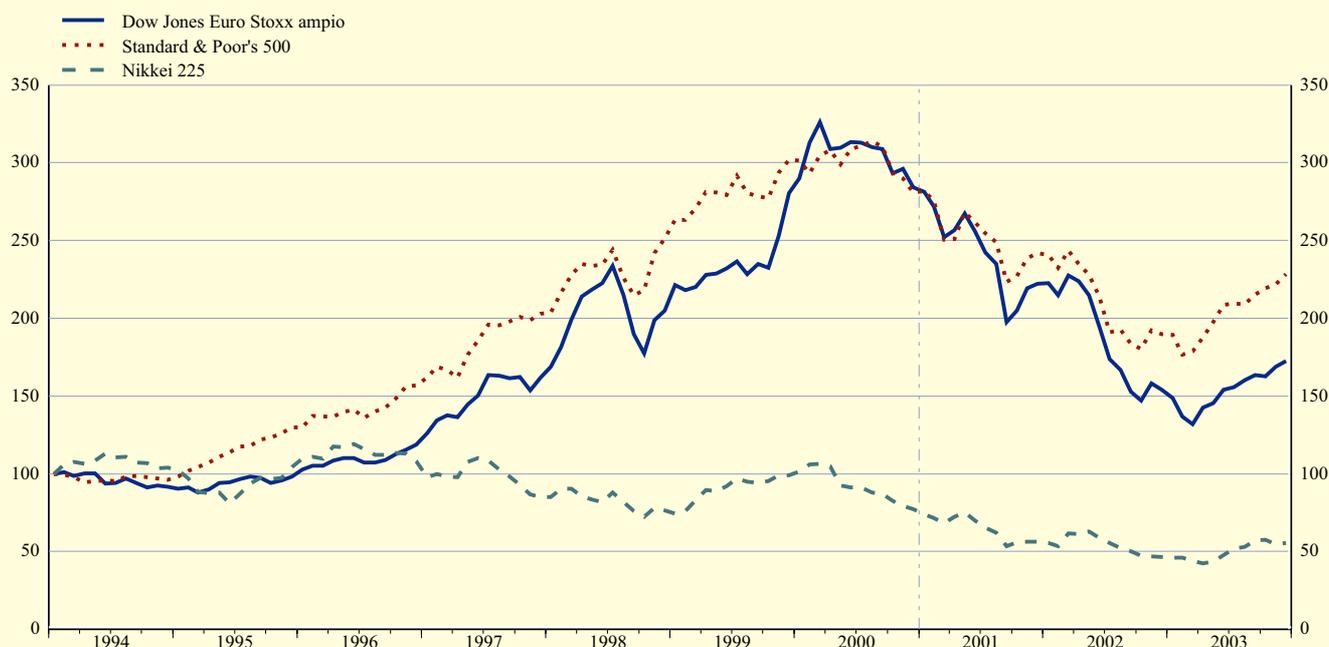
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici settoriali										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.404,5	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,1	210,7	337,5	304,4	964,8	9.312,9
2002 4° trim.	212,4	2.472,9	221,3	140,0	232,6	271,1	189,7	202,6	265,3	210,7	311,3	339,0	887,9	8.718,5
2003 1° trim.	193,0	2.211,6	191,7	122,6	201,7	249,5	174,4	188,6	235,0	197,9	310,7	287,8	859,7	8.424,7
2° trim.	204,4	2.341,5	198,3	126,8	204,2	255,2	189,9	199,3	260,5	208,7	330,1	303,9	937,8	8.304,5
3° trim.	221,8	2.512,4	225,2	144,6	212,9	265,9	210,0	225,0	286,0	216,1	347,6	304,4	1.000,3	10.066,4
4° trim.	233,0	2.613,9	233,7	155,2	219,1	266,5	221,9	240,2	317,8	219,5	360,4	320,0	1.056,7	10.413,8
2002 dic.	213,6	2.475,1	225,3	139,4	226,5	268,8	194,2	205,2	270,4	207,3	322,5	324,4	899,1	8.674,8
2003 gen.	206,3	2.377,4	213,0	130,9	220,2	262,4	186,5	198,5	250,2	210,0	330,0	313,8	896,0	8.567,4
feb.	189,8	2.170,9	185,8	121,5	196,5	245,1	172,2	186,0	226,5	198,1	309,4	274,3	836,6	8.535,8
mar.	183,0	2.086,5	176,1	115,4	188,4	241,1	164,5	181,2	228,2	185,6	292,8	275,2	846,6	8.171,0
apr.	197,9	2.278,2	193,4	122,5	203,9	250,0	181,0	192,0	251,6	201,0	324,8	288,7	889,6	7.895,7
mag.	202,0	2.303,0	196,4	124,9	202,3	249,6	187,4	198,5	258,2	208,3	324,9	304,2	935,8	8.122,1
giu.	213,5	2.443,3	205,0	133,0	206,5	266,1	201,2	207,4	271,5	216,7	340,7	318,9	988,0	8.895,7
lug.	216,1	2.459,8	218,8	138,1	205,5	260,1	206,1	216,0	274,2	214,6	340,9	306,8	992,6	9.669,8
ago.	222,3	2.524,1	227,2	144,6	211,9	268,6	211,6	227,0	281,7	217,0	352,4	293,2	989,5	9.884,6
set.	226,8	2.553,3	229,5	151,2	221,4	269,0	212,1	232,0	302,1	216,6	349,6	313,2	1.018,9	10.644,8
ott.	225,5	2.523,3	222,0	150,1	218,9	263,0	212,9	231,5	308,0	210,8	348,4	309,7	1.038,7	10.720,1
nov.	233,9	2.618,1	237,5	156,8	222,1	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1.050,1	10.205,4
dic.	239,4	2.700,3	241,5	158,8	216,3	274,6	229,9	247,8	319,8	230,7	374,1	331,1	1.081,2	10.315,9

## F26 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

## PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale				Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	59,1	40,9	100,0	11,7	7,6	31,6	8,2	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	103,8	1,1	0,9	1,5	-	-	-	-	-	-
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2002 3° trim.	111,1	2,1	1,3	3,3	0,4	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,8
4° trim.	111,7	2,3	1,8	3,1	0,5	0,5	0,6	0,3	0,3	0,7
2003 1° trim.	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,7	0,1	4,4	0,5
2° trim.	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,7	0,3	0,3	-2,9	0,6
3° trim.	113,4	2,0	1,7	2,4	0,5	0,6	1,7	0,1	0,5	0,6
2003 lug.	113,1	1,9	1,6	2,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,6	0,1
ago.	113,3	2,1	1,7	2,5	0,3	0,2	0,9	0,0	1,0	0,4
set.	113,7	2,2	1,8	2,5	0,3	0,2	1,4	0,2	-0,1	0,3
ott.	113,8	2,0	1,7	2,5	0,1	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,1
nov.	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,2	0,1
dic. <sup>3)</sup>		2,1								

	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>2)</sup>	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,7	2,4	1,8	1,7	2,1	-4,4	2,0	1,8
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2002 3° trim.	2,3	2,9	1,3	0,8	1,3	-0,7	2,4	2,1	3,4	0,0	4,3	3,5
4° trim.	2,2	2,6	1,6	1,6	1,2	2,9	2,5	2,1	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 1° trim.	1,9	3,1	0,1	2,0	0,7	7,0	2,4	2,1	3,2	-0,8	3,0	3,7
2° trim.	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	2,1	3,0	-0,5	2,9	3,5
3° trim.	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	1,9	2,8	-0,4	2,6	3,2
2003 lug.	3,0	3,1	2,7	1,0	0,7	2,0	2,4	2,0	2,6	-0,5	2,3	3,3
ago.	3,1	3,0	3,3	1,0	0,6	2,7	2,3	1,9	2,8	-0,4	2,7	3,2
set.	3,6	3,2	4,2	1,0	0,8	1,6	2,4	2,0	3,1	-0,3	2,7	3,2
ott.	3,7	3,5	3,9	0,8	0,8	0,7	2,2	1,9	2,9	-0,8	2,7	3,4
nov.	4,0	3,9	4,0	1,0	0,7	2,2	2,2	1,9	2,8	-0,5	2,5	3,2
dic.												

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli Euro11.

2) Con riferimento al 2003. A seguito di arrotondamenti i pesi attribuiti alle componenti possono non quadrare con il totale.

3) Stima basata su dati preliminari relativi alla Germania e all'Italia (e, ove disponibili, ad altri Stati membri), nonché su informazioni preliminari riguardo 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 e delle materie prime

in perc. del totale <sup>4)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi internazionali delle materie prime <sup>1)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>2)</sup> (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni <sup>3)</sup>	Industria manifatturiera	Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici						
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
					Totale	Durevoli	Non durevoli				Totale al netto dell'energia			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	100,0	5,3	2,6	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	17,2	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,1	2,1	1,7	1,2	0,8	3,0	1,9	3,2	2,7	2,2	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	102,0	-0,1	0,4	-0,3	0,8	1,3	1,5	1,2	-2,0	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003												-4,0	-4,5	25,1
2002 4° trim.	102,5	1,2	0,9	1,0	0,7	1,3	1,2	1,4	2,8	3,0	1,4	12,6	5,6	26,5
2003 1° trim.	103,9	2,4	1,1	1,6	0,2	1,4	0,8	1,5	7,6	2,2	2,2	9,1	-3,2	28,4
2° trim.	103,4	1,5	0,9	1,2	0,3	1,2	0,5	1,3	2,8	2,6	0,7	-13,7	-7,9	22,7
3° trim.	103,4	1,2	0,5	0,0	0,4	0,9	0,4	1,0	3,5		0,5	-6,5	-5,8	25,1
4° trim.												-4,2	-1,2	24,5
2003 lug.	103,3	1,3	0,6	0,2	0,4	0,9	0,5	0,9	3,8	-	0,6	-4,4	-7,5	25,0
ago.	103,5	1,3	0,5	-0,1	0,4	0,9	0,3	1,0	4,5	-	0,5	-2,9	-5,2	26,5
set.	103,5	1,1	0,6	0,0	0,5	1,1	0,4	1,2	2,3	-	0,3	-11,8	-4,7	23,9
ott.	103,6	0,9	0,6	0,1	0,5	1,0	0,4	1,0	1,7	-	0,3	-8,2	-3,7	24,7
nov.	103,6	1,4	0,7	0,3	0,5	1,1	0,3	1,2	3,4	-	0,8	1,1	0,2	24,6
dic.										-		-5,0	-0,2	24,0

### 3. Costo orario del lavoro<sup>5)</sup>

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999	97,1	2,2	2,5	1,3	2,2	2,8	1,9	2,3
2000	100,0	3,0	3,3	2,2	3,3	3,3	2,8	2,2
2001	103,3	3,3	3,5	2,9	3,1	3,6	3,6	2,6
2002	106,9	3,5	3,3	3,8	3,2	3,5	3,6	2,7
2002 3° trim.	107,3	3,2	3,1	3,6	2,9	3,3	3,3	2,6
4° trim.	108,2	3,5	3,4	3,9	3,5	3,1	3,4	2,7
2003 1° trim.	108,9	3,1	2,9	3,7	3,1	3,0	2,6	2,7
2° trim.	109,8	3,3	3,2	3,8	3,9	4,0	3,2	2,4
3° trim.	110,6	3,0	2,9	3,3	3,3	3,4	2,7	2,5

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 12 e 13 (HWWA, Istituto per l'economia internazionale, Amburgo), della colonna 14 nella tavola 5.1.2 (Thomson Financial Datastream), della colonna 7 (elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat) e della colonna 8 (elaborazioni della BCE) nella tavola 5.1.3.

- 1) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 2) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 3) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
- 4) Nel 2000.
- 5) 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 componenti non sono coerenti con il totale.

**5.1 IAPC, altri prezzi e costi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

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

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>								
1999	98,8	1,0	-3,1	0,7	1,3	-0,4	3,8	2,2
2000	100,0	1,2	1,5	-0,4	1,9	-0,5	4,5	1,5
2001	102,5	2,5	3,1	2,5	3,9	1,2	2,5	2,8
2002	104,7	2,1	1,6	0,6	3,2	1,8	2,2	3,6
2002 3° trim.	104,8	1,9	-1,4	0,4	2,9	1,4	2,0	3,8
4° trim.	105,5	1,5	5,1	-0,5	3,4	1,2	2,4	2,5
2003 1° trim.	106,3	2,0	3,9	0,6	4,4	1,9	2,6	2,0
2° trim.	107,1	2,7	7,8	2,2	4,4	3,0	3,2	1,7
3° trim.	107,3	2,4	6,5	1,2	2,8	2,4	2,3	2,2
<b>Redditi per occupato</b>								
1999	97,5	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	2,3
2000	100,0	2,6	2,9	3,1	2,4	1,4	3,1	2,4
2001	102,8	2,8	2,6	2,9	3,0	2,8	1,5	3,2
2002	105,4	2,6	2,9	2,9	3,1	2,5	1,9	2,6
2002 3° trim.	105,8	2,5	-0,5	3,1	2,7	2,4	1,9	2,6
4° trim.	106,4	2,5	3,9	3,2	2,7	2,6	2,2	1,9
2003 1° trim.	107,2	2,6	4,0	3,4	2,8	2,6	2,3	2,1
2° trim.	107,8	2,7	7,7	3,1	3,7	3,0	2,3	2,0
3° trim.	108,4	2,5	5,7	2,6	3,0	2,3	1,7	2,9
<b>Produttività del lavoro<sup>2)</sup></b>								
1999	98,7	1,0	5,3	1,3	0,6	2,2	-2,2	0,1
2000	100,0	1,3	1,3	3,5	0,5	2,0	-1,3	0,9
2001	100,2	0,2	-0,5	0,3	-0,9	1,6	-1,0	0,4
2002	100,7	0,4	1,2	2,2	-0,1	0,7	-0,2	-0,9
2002 3° trim.	100,9	0,6	0,9	2,6	-0,2	1,0	-0,1	-1,1
4° trim.	100,9	0,9	-1,2	3,8	-0,7	1,3	-0,2	-0,6
2003 1° trim.	100,8	0,6	0,1	2,8	-1,6	0,7	-0,3	0,1
2° trim.	100,7	0,0	-0,1	0,9	-0,7	0,0	-0,9	0,3
3° trim.	101,1	0,2	-0,8	1,4	0,2	-0,1	-0,6	0,6

**5. Deflatori del PIL**

	Totale (indice 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
1999	98,6	1,1	1,2	1,1	2,0	0,9	-0,5	-0,3
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	4,7	8,3
2001	102,5	2,5	2,2	2,4	2,5	2,0	1,4	0,8
2002	104,9	2,4	2,1	2,8	1,9	1,8	-0,6	-1,7
2002 3° trim.	105,2	2,6	1,9	2,7	1,9	1,7	-0,2	-2,3
4° trim.	105,7	2,2	2,2	2,7	1,7	1,9	-0,2	-0,4
2003 1° trim.	106,3	2,0	2,0	2,3	1,8	1,4	0,3	0,3
2° trim.	106,9	2,2	1,8	1,7	1,8	1,3	-0,6	-1,7
3° trim.	107,6	2,3	2,0	1,7	2,6	1,5	-0,5	-1,3

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

- 1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.
- 2) Valore aggiunto (a prezzi costanti) 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>2)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>1)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
1999	6.268,2	6.177,0	3.589,7	1.247,5	1.319,1	20,7	91,2	2.077,8	1.986,6
2000	6.576,1	6.519,5	3.765,3	1.306,9	1.420,2	27,0	56,6	2.448,7	2.392,1
2001	6.844,2	6.730,5	3.922,6	1.371,4	1.444,8	-8,2	113,7	2.564,8	2.451,1
2002	7.070,8	6.887,5	4.034,9	1.435,7	1.429,3	-12,4	183,4	2.594,0	2.410,7
2002 3° trim.	1.776,5	1.726,8	1.013,3	361,4	356,4	-4,3	49,7	657,4	607,7
4° trim.	1.784,9	1.740,1	1.021,5	363,6	358,8	-3,8	44,8	657,3	612,5
2003 1° trim.	1.794,6	1.758,9	1.033,6	366,5	355,4	3,3	35,7	649,1	613,5
2° trim.	1.802,2	1.765,7	1.035,4	370,2	354,7	5,3	36,5	636,8	600,3
3° trim.	1.821,4	1.767,6	1.041,3	376,6	355,4	-5,6	53,8	651,0	597,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2002	100,0	97,4	57,1	20,3	20,2	-0,2	2,6	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 3° trim.	0,2	0,2	0,3	0,6	0,1	-	-	1,4	1,6
4° trim.	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	-	-	-0,2	0,6
2003 1° trim.	0,0	0,4	0,5	0,4	-1,2	-	-	-1,4	-0,5
2° trim.	-0,1	0,1	0,1	0,5	-0,6	-	-	-0,9	-0,3
3° trim.	0,4	-0,4	0,1	0,5	-0,3	-	-	2,0	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
1999	2,8	3,5	3,5	1,9	6,0	-	-	5,3	7,6
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,6	11,2
2001	1,6	1,0	1,8	2,4	-0,2	-	-	3,3	1,8
2002	0,9	0,2	0,1	2,8	-2,9	-	-	1,7	0,1
2002 3° trim.	1,0	0,4	0,0	3,1	-3,0	-	-	3,4	2,1
4° trim.	1,1	0,9	0,7	2,2	-1,9	-	-	4,1	3,8
2003 1° trim.	0,7	1,3	1,6	2,0	-2,3	-	-	2,5	4,2
2° trim.	0,1	1,0	1,3	1,7	-1,4	-	-	-1,1	1,3
3° trim.	0,3	0,3	1,1	1,6	-1,7	-	-	-0,5	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
1999	2,8	3,4	2,0	0,4	1,3	-0,2	-0,6	-	-
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	1,0	1,0	0,5	0,0	-0,5	0,6	-	-
2002	0,9	0,2	0,1	0,5	-0,6	0,2	0,6	-	-
2002 3° trim.	1,0	0,4	0,0	0,6	-0,6	0,4	0,6	-	-
4° trim.	1,1	0,9	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,2	-	-
2003 1° trim.	0,7	1,2	0,9	0,4	-0,5	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	0,1	1,0	0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,9	-	-
3° trim.	0,3	0,3	0,6	0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 7.3.1.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM <sup>1)</sup>	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	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
1999	5.795,8	145,1	1.311,3	319,2	1.215,5	1.557,3	1.247,3	205,2	677,6
2000	6.084,0	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.651,4	1.299,6	212,6	704,6
2001	6.348,9	151,2	1.412,4	351,6	1.350,4	1.722,8	1.360,6	221,8	717,0
2002	6.555,9	149,6	1.428,9	362,3	1.385,4	1.803,4	1.426,2	227,0	742,0
2002 3° trim.	1.645,8	37,3	359,4	90,4	347,8	452,6	358,4	56,6	187,3
4° trim.	1.653,4	37,2	357,9	91,4	349,1	456,1	361,6	57,5	189,0
2003 1° trim.	1.661,0	37,5	359,7	91,7	347,7	459,7	364,6	57,7	191,3
2° trim.	1.668,5	38,1	355,4	92,8	351,1	464,2	367,0	58,5	192,2
3° trim.	1.687,5	38,7	359,8	93,9	353,4	469,4	372,3	58,8	192,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2002	100,0	2,3	21,8	5,5	21,1	27,5	21,8	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 3° trim.	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,4	0,1	0,2	1,2	1,1
4° trim.	0,0	-0,8	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,5	0,9	0,3
2003 1° trim.	0,0	-0,6	0,3	-0,8	-0,2	-0,1	0,4	0,2	-0,3
2° trim.	-0,1	-0,5	-0,9	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2
3° trim.	0,4	-0,6	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	1,7	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
1999	2,7	2,8	1,0	2,4	4,4	3,3	2,0	4,2	4,6
2000	3,8	-0,3	4,0	2,4	5,2	4,4	2,5	7,1	1,9
2001	1,9	-1,2	0,7	-0,5	3,2	2,8	1,7	4,4	0,2
2002	1,0	-1,0	0,8	-1,0	1,1	2,1	0,6	-0,1	-1,0
2002 3° trim.	1,0	-1,2	1,3	-1,4	1,1	2,0	0,4	-0,3	-0,3
4° trim.	1,2	-3,2	2,0	-1,7	1,4	1,6	0,9	0,7	0,2
2003 1° trim.	0,8	-2,1	1,0	-2,3	0,8	1,1	1,3	2,1	0,7
2° trim.	0,1	-2,1	-1,0	-0,8	0,4	0,2	1,4	2,8	1,4
3° trim.	0,4	-2,5	-0,5	-0,5	0,5	0,5	1,6	3,2	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
1999	2,7	0,1	0,2	0,1	0,9	0,9	0,4	-	-
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,2	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,1	-	-
2002 3° trim.	1,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	0,1	-	-
4° trim.	1,2	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,2	-	-
2003 1° trim.	0,8	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,3	-	-
3° trim.	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-	-

Fonte: Eurostat.

1) L'uso di servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM) è trattato come un consumo intermedio che non viene allocato tra le diverse branche di attività.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

	Industria											
	Totale	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	Industria manifatturiera
	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	Costruzioni	Industria manifatturiera	
			Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
Totale						Durevoli	Non durevoli					
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	2,1	95,0	1,9	1,9	1,9	2,3	1,6	1,5	1,5	0,9	4,1	1,9
2000	4,8	100,1	5,3	5,3	5,9	8,4	2,1	6,1	1,2	2,0	2,4	5,6
2001	0,4	100,6	0,5	0,3	-0,5	1,5	0,6	-1,8	1,2	1,6	0,5	0,4
2002	-0,5	100,1	-0,5	-0,7	0,4	-1,9	-0,4	-5,3	0,6	1,1	0,6	-0,7
2002 3° trim.	0,0	100,4	0,1	-0,2	1,3	-1,0	-0,7	-4,1	0,1	1,8	0,5	0,0
4° trim.	0,9	100,2	1,3	1,5	2,7	1,4	0,9	-4,0	1,8	-0,5	-0,6	1,6
2003 1° trim.	0,8	100,4	1,1	0,8	1,4	1,5	-0,6	-4,8	0,0	4,7	-2,3	0,9
2° trim.	-0,5	99,9	-0,7	-1,2	-0,3	-2,0	-1,5	-5,9	-0,4	2,0	-0,2	-1,2
3° trim.	-0,4	100,2	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2	0,1	-4,5	0,8	2,0	-0,6	-0,6
2003 mag.	-1,0	99,6	-1,2	-1,5	-0,9	-1,0	-3,0	-6,3	-2,4	0,9	-0,5	-1,3
giu.	-1,0	99,6	-1,5	-1,8	-0,5	-4,2	-1,2	-6,4	-0,4	2,0	1,0	-1,9
lug.	0,9	100,7	0,8	0,5	0,4	1,2	1,3	-3,0	2,2	1,0	2,2	0,7
ago.	-0,6	100,2	-0,3	-1,0	0,7	-3,3	0,2	-4,8	1,0	3,4	0,1	-1,0
set.	-1,6	99,8	-1,2	-1,5	-1,4	-1,9	-1,2	-5,7	-0,7	1,6	-3,7	-1,5
ott.	.	101,0	1,2	1,1	1,4	2,3	-1,0	-2,6	-0,6	2,0	.	1,2
	Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2003 mag.	-0,7	-	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-0,8	-1,7	-1,5	-0,8	-0,7	-0,8
giu.	0,1	-	0,0	0,0	0,2	-1,1	0,7	0,5	0,6	2,1	1,0	-0,2
lug.	0,8	-	1,1	1,3	0,8	2,6	0,6	2,2	1,1	-0,4	1,0	1,4
ago.	-0,7	-	-0,6	-0,8	0,2	-1,6	-0,4	-2,6	-0,3	1,0	-1,9	-0,9
set.	-0,3	-	-0,4	-0,3	-0,9	-0,2	-0,6	0,3	-1,0	-1,9	-1,9	-0,2
ott.	.	-	1,2	1,4	1,2	2,6	0,3	0,9	0,3	1,4	.	1,3

### 4. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti				Prezzi costanti				Migliaia <sup>2)</sup> (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
						Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	95,9	3,1	97,7	2,3	2,9	2,2	1,4	2,5	995	6,0
2000	99,9	4,1	100,0	2,3	1,8	2,2	1,7	4,4	976	-1,8
2001	104,1	4,2	101,7	1,7	1,8	1,5	0,8	-0,2	968	-0,8
2002	106,1	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,3	-1,9	-1,8	926	-4,3
2002 3° trim.	106,7	1,9	102,3	0,4	1,2	0,3	-2,2	-0,6	919	-4,7
4° trim.	106,6	1,5	101,7	-0,1	1,2	-0,7	-1,3	-2,5	947	0,2
2003 1° trim.	108,0	2,7	102,4	0,9	2,5	0,5	-1,8	0,2	898	-2,6
2° trim.	107,6	1,8	102,1	0,9	1,7	-0,2	-1,6	0,3	891	-2,8
3° trim.	107,7	0,9	101,8	-0,5	1,1	-1,6	-4,7	-0,8	929	1,4
2003 giu.	107,8	1,8	101,8	0,5	1,3	-0,3	-1,4	0,2	920	0,8
lug.	107,8	1,4	102,0	-0,1	0,9	-1,0	-2,1	-1,2	926	2,6
ago.	107,4	0,2	101,6	-1,1	1,3	-2,7	-7,7	-1,3	922	-0,9
set.	107,9	1,1	101,8	-0,2	0,9	-1,1	-4,3	0,1	939	1,7
ott.	108,3	0,9	102,4	0,1	0,6	-0,7	-1,3	-0,1	929	-0,1
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	934	0,1

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 9 e 10 nella tavola 5.2.4 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2002.

2) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

## 5.2 Produzione e domanda

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (2000 = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Totale <sup>4)</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>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999	97,6	-7	-16	11	6	82,6	-3	3	-4	11	1
2000	100,0	5	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	97,0	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2
2002	95,6	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3
2003	95,1	-10	-25	10	3	.	-18	-5	-21	38	-9
2002 4° trim.	95,3	-10	-23	10	4	81,5	-14	-3	-15	30	-8
2003 1° trim.	94,9	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2° trim.	94,8	-12	-27	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
3° trim.	95,0	-11	-27	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
4° trim.	95,7	-7	-22	9	8	.	-16	-5	-17	34	-9
2003 lug.	94,7	-14	-28	12	-1	80,7	-18	-4	-21	39	-9
ago.	95,0	-11	-26	11	4	-	-17	-4	-20	37	-7
set.	95,3	-9	-26	10	9	-	-17	-4	-18	37	-8
ott.	95,5	-8	-23	10	8	81,2	-17	-5	-18	36	-9
nov.	96,0	-6	-21	8	10	-	-16	-4	-16	34	-8
dic.	95,6	-8	-21	9	6	-	-16	-5	-16	32	-10
	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>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1999	-10	-17	-2	-7	-7	17	2	27	25	26	31
2000	-5	-13	3	-2	1	17	9	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-7	17	2	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-23	18	-9	1	-4	-6	13
2003	-21	-28	-14	-14	-20	16	-5	2	-6	1	11
2002 4° trim.	-22	-29	-15	-15	-21	17	-8	-4	-13	-4	4
2003 1° trim.	-20	-27	-13	-17	-24	17	-10	-6	-16	-11	11
2° trim.	-21	-27	-14	-15	-20	18	-6	-2	-12	0	6
3° trim.	-22	-28	-15	-13	-19	16	-3	5	-1	4	13
4° trim.	-20	-28	-12	-11	-15	15	-2	11	5	11	15
2003 lug.	-20	-27	-13	-12	-19	16	0	3	-3	3	10
ago.	-23	-29	-16	-14	-18	18	-5	6	-1	5	14
set.	-23	-29	-16	-12	-19	14	-4	7	1	4	16
ott.	-22	-29	-14	-9	-16	12	0	9	3	9	15
nov.	-20	-27	-13	-10	-13	16	-1	11	6	11	16
dic.	-19	-29	-9	-13	-17	16	-5	12	7	13	15

Fonte: Commissione (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico è composto dagli indicatori di fiducia delle imprese industriali, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio; al clima di fiducia delle imprese industriali viene attribuito un peso pari al 40 per cento, agli altri pari al 20 per cento.
- 3) 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.
- 4) 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	84,2	15,8	4,7	19,3	7,1	25,1	14,3	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	128,608	1,8	2,3	-0,8	-2,3	-0,2	1,9	2,2	5,6	1,9
2000	131,408	2,2	2,5	0,7	-1,5	0,5	2,0	3,1	5,8	1,6
2001	133,222	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,6	3,9	1,3
2002	133,808	0,4	0,6	-0,2	-2,2	-1,4	-0,7	0,4	2,3	1,5
2002 3° trim.	133,723	0,3	0,4	-0,6	-2,2	-1,4	-0,9	0,0	2,0	1,5
4° trim.	133,735	0,1	0,1	0,2	-2,2	-1,8	-0,8	-0,2	1,7	1,5
2003 1° trim.	133,764	0,0	-0,1	0,4	-2,2	-1,8	-0,8	0,0	1,3	1,1
2° trim.	133,888	0,1	0,1	0,5	-1,8	-1,8	0,2	0,4	1,0	1,1
3° trim.	133,861	0,1	0,0	0,3	-1,7	-2,0	-0,5	0,8	0,9	0,8
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2002 3° trim.	0,001	0,0	0,0	-0,1	-0,6	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,3
4° trim.	0,012	0,0	-0,1	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,3
2003 1° trim.	0,029	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,4	0,0	0,2	0,1	0,2
2° trim.	0,124	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,3	0,2	0,3	0,2
3° trim.	-0,027	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,9	0,3	0,3	0,1

### 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	100,0	77,8	77,8	22,2	22,2	49,3	49,3	50,7	50,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	12,775	9,4	9,784	8,2	2,991	18,5	6,109	7,8	6,666	11,6
2000	11,604	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,123	10,5
2001	11,071	8,0	8,541	7,0	2,530	15,7	5,317	6,8	5,754	9,7
2002	11,687	8,4	9,094	7,4	2,593	16,2	5,761	7,3	5,926	9,9
2002 3° trim.	11,785	8,5	9,184	7,4	2,601	16,2	5,830	7,4	5,955	9,9
4° trim.	11,963	8,6	9,345	7,6	2,619	16,4	5,936	7,5	6,027	10,0
2003 1° trim.	12,194	8,7	9,525	7,7	2,669	16,7	6,067	7,6	6,128	10,1
2° trim.	12,299	8,8	9,635	7,8	2,664	16,7	6,125	7,7	6,174	10,2
3° trim.	12,296	8,8	9,655	7,8	2,641	16,7	6,140	7,7	6,156	10,1
2003 giu.	12,297	8,8	9,638	7,8	2,659	16,7	6,128	7,7	6,169	10,2
lug.	12,289	8,8	9,637	7,8	2,652	16,7	6,126	7,7	6,163	10,1
ago.	12,292	8,8	9,653	7,8	2,639	16,7	6,136	7,7	6,156	10,1
set.	12,306	8,8	9,674	7,8	2,632	16,7	6,158	7,8	6,148	10,1
ott.	12,322	8,8	9,696	7,8	2,625	16,6	6,177	7,8	6,145	10,1
nov.	12,312	8,8	9,695	7,8	2,617	16,6	6,176	7,8	6,136	10,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat nella tavola 5.3.1, ed Eurostat nella tavola 5.3.2.

- 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 2002.
- 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>2)</sup>  
(in percentuale del PIL)1. Area dell'euro <sup>1)</sup>: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>3)</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	
1994	47,6	47,1	11,6	9,3	1,9	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,5	0,4	0,2	42,8
1995	47,2	46,6	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,5	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	12,0	9,4	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3
1997	48,2	47,6	12,2	9,3	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,6	0,4	43,7
1998	47,6	47,2	12,4	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,4	0,3	43,3
1999	48,2	47,7	12,8	9,8	2,6	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,8
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,6
2001	47,1	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,7
2002	46,5	45,9	12,1	9,5	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,5	0,3	42,2

2. Area dell'euro <sup>1)</sup>: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>4)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
							A carico delle istituzioni dell'UE							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,6	23,0	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	47,1
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,7	26,1	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,5
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,6	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,2	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,7
1998	49,9	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,4	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,2
2000	48,7	44,7	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,7
2001	48,7	44,6	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,2	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,7	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1

3. Area dell'euro <sup>1)</sup>: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>5)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,8	11,3	4,9	5,1	1,9	-2,5	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,5	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	-2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,4	11,0	4,7	5,1	1,9	-2,5	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,4	8,1	11,9
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,3	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,4	20,3	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,3	8,2	12,2

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>6)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	-0,4	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,4	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,2
2000	0,2	1,3	-1,9	-0,8	-1,4	4,4	-0,6	6,4	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-1,5	-0,3	-1,5	0,9	-2,6	6,1	0,0	0,3	-4,2	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,2	0,1	-3,1	-0,2	-2,3	2,5	-1,6	-0,2	-2,7	4,2

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

1) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.

2) 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 0,2 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e le istituzioni dell'UE sono incluse e consolidate; quelle tra le Amministrazioni pubbliche di diversi paesi non sono consolidate.

3) Comprende le imposte e i contributi sociali.

4) Spese totali meno spese per interessi.

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

6) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

## 6.2 Debito <sup>2)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro <sup>1)</sup>: debito pubblico, distinto per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>3)</sup>				Altri creditori <sup>4)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,8	16,1	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	15,9	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	11,0	16,8	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,4	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,1	14,5	13,3	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,1	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,3
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	46,0	22,8	13,3	9,8	23,6
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,7	22,5	12,5	9,6	24,5
2002	69,0	2,5	11,8	6,7	48,0	43,1	21,4	12,1	9,5	25,9

### 2. Area dell'euro <sup>1)</sup>: debito pubblico per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>5)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta		Altre valute
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>6)</sup>	Non in valuta nazionale	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,5	2,9	1,7
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	30,8	73,7	2,7	1,8
1997	74,9	62,3	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	30,8	73,0	2,8	1,9
1998	73,2	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	30,7	71,6	3,2	1,5
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	30,7	70,3	-	1,7
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	27,7	67,8	-	1,7
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	3,2	14,6	26,3	28,3	67,6	-	1,6
2002	69,0	57,5	6,4	4,9	0,3	6,2	62,8	3,3	15,4	25,1	28,5	67,6	-	1,4

### 3. Paesi dell'area dell'euro: debito pubblico

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	114,9	61,2	105,2	63,1	58,5	48,6	114,9	5,9	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	38,4	110,6	5,5	55,9	66,8	53,3	44,6
2001	108,5	59,5	106,9	56,8	56,8	36,1	109,5	5,5	52,9	67,3	55,5	44,0
2002	105,8	60,8	104,7	53,8	59,0	32,4	106,7	5,7	52,4	67,3	58,1	42,7

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

- 1) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- 2) Dati parzialmente stimati. Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche; valore nominale a fine anno. Le quote detenute da altri governi non sono consolidate.
- 3) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 5) Esclude il debito detenuto dalle Amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 6) 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>2)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro <sup>1)</sup>: variazione del debito pubblico, distinta per fonte, strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Fonte della variazione				Strumento finanziario				Detentori			Altri creditori <sup>9)</sup>
		Fabbisogno <sup>3)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>4)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>5)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>6)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>7)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993	8,0	7,5	0,4	0,1	0,1	0,2	1,2	0,1	6,5	3,6	2,0	1,3	4,4
1994	6,0	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,9	4,9	5,9	3,6	1,7	0,2
1995	7,8	5,5	0,2	2,3	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,5	2,4
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,6	0,8	2,6	1,2
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	3,1	0,2	-0,1	1,8	2,0
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,6
1999	1,7	1,4	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-1,5	-0,7	-0,7	3,2
2000	0,9	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7	-1,5	-1,3	-0,9	2,4
2001	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	1,4	0,2	0,1	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2

**2. Area dell'euro <sup>1)</sup>: raccordo disavanzo – debito**

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>9)</sup>	Raccordo disavanzo - debito <sup>10)</sup>												Altro <sup>12)</sup>
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli <sup>11)</sup>	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,1	0,3
1994	6,0	-5,1	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,1
1995	7,8	-5,1	2,7	0,6	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	-0,1	2,3	-0,3
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
2000	0,9	0,2	1,1	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

- I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- Dati parzialmente stimati. Variazione annua del debito lordo, espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Incluse, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- Differenza tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi, dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 1999.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Incluse i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (credito al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).

# 7

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

### 7.1 Bilancia dei pagamenti

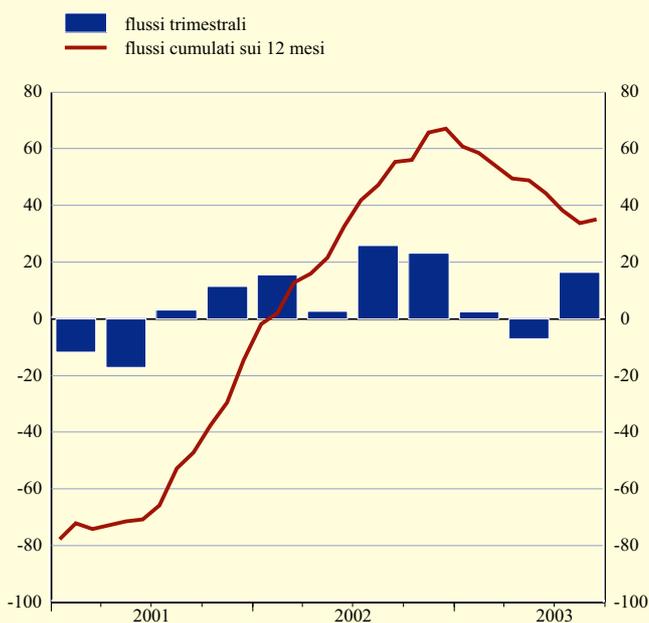
(miliardi di euro; transazioni nette)

#### 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
2001	-14,5	73,6	-1,1	-35,7	-51,3	6,7	-7,8	-24,4	-102,4	68,1	-1,5	-6,4	17,8	32,2
2002	67,0	130,6	11,3	-28,2	-46,7	10,9	77,9	-97,2	-41,5	103,4	-10,2	-146,6	-2,3	19,3
2002 3° trim.	25,8	38,1	7,0	-8,2	-11,2	2,0	27,9	-53,6	-10,8	19,9	-9,0	-49,1	-4,6	25,8
4° trim.	23,1	34,5	3,4	-0,7	-14,0	2,4	25,6	-48,5	-6,0	42,0	-2,9	-80,3	-1,3	22,9
2003 1° trim.	2,4	16,6	1,6	-12,7	-3,1	2,0	4,4	-25,1	-0,9	7,0	-2,5	-40,7	11,9	20,7
2° trim.	-7,0	25,1	4,3	-17,2	-19,2	1,8	-5,2	-41,3	5,4	42,2	-2,8	-88,1	2,0	46,5
3° trim.	16,5	38,6	5,5	-10,3	-17,3	2,7	19,1	-22,8	-12,4	-70,5	-5,2	63,7	1,7	3,6
2002 ott.	4,6	12,5	0,5	-2,1	-6,3	1,4	5,9	-13,9	-6,9	27,6	0,5	-37,2	2,1	7,9
nov.	10,6	12,4	1,6	0,4	-3,9	0,3	10,9	-18,9	7,3	15,1	-0,8	-38,1	-2,4	8,0
dic.	7,9	9,6	1,2	1,0	-3,8	0,8	8,7	-15,7	-6,4	-0,7	-2,5	-5,0	-1,1	7,0
2003 gen.	-5,2	1,5	-0,5	-9,4	3,2	2,1	-3,1	-12,2	-2,2	-0,6	-1,5	-9,4	1,5	15,3
feb.	3,4	8,7	0,4	-2,6	-3,2	-0,9	2,4	-19,6	2,9	-6,6	-0,1	-21,2	5,3	17,2
mar.	4,3	6,5	1,7	-0,8	-3,1	0,8	5,1	6,7	-1,5	14,2	-0,9	-10,1	5,0	-11,8
apr.	-10,0	6,9	0,4	-10,9	-6,5	0,1	-9,9	16,1	-18,4	25,1	-4,7	13,3	0,8	-6,2
mag.	-0,1	7,6	1,3	-3,6	-5,5	0,2	0,1	-33,4	0,7	1,1	1,4	-37,0	0,4	33,3
giu.	3,1	10,5	2,5	-2,8	-7,2	1,5	4,6	-24,0	23,1	16,0	0,5	-64,4	0,9	19,4
lug.	2,0	15,3	2,8	-10,1	-6,1	0,8	2,8	-6,1	-3,2	-35,6	-2,7	33,8	1,6	3,4
ago.	4,9	10,6	0,8	-0,9	-5,5	1,7	6,6	-3,0	-2,6	-42,5	-1,6	43,4	0,3	-3,6
set.	9,6	12,6	1,9	0,8	-5,7	0,2	9,8	-13,7	-6,6	7,6	-0,9	-13,5	-0,2	3,9
ott.	8,1	14,9	2,0	-5,7	-3,3	1,1	9,2	-2,5	-8,3	26,5	1,4	-22,4	0,2	-6,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2003 ott.	38,5	117,3	16,2	-44,5	-50,5	8,6	47,1	-126,4	-15,3	19,6	-12,5	-130,6	12,3	79,2

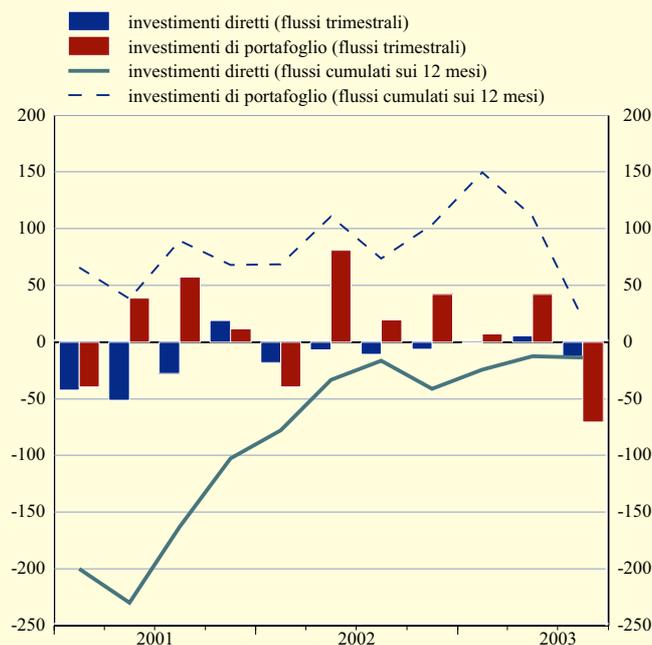
#### F27 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



#### F28 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

### 2. Conto corrente (dati destagionalizzati)

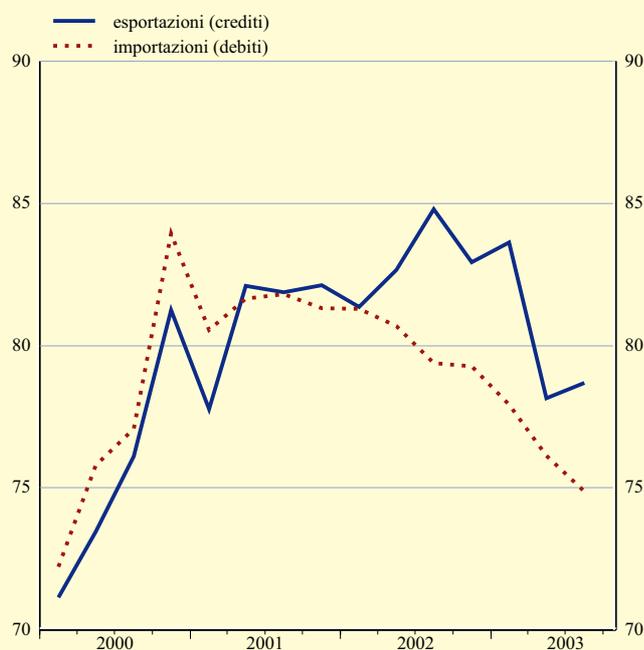
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti	
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11
2002 3° trim.	435,3	413,0	22,3	266,3	232,3	84,8	79,4	61,4	69,4	22,8	31,9
4° trim.	432,0	414,5	17,5	262,9	233,8	82,9	79,3	62,9	67,3	23,2	34,1
2003 1° trim.	418,8	414,5	4,4	258,2	233,3	83,6	77,9	55,7	69,6	21,2	33,7
2° trim.	411,8	409,3	2,5	255,1	228,2	78,2	76,1	58,8	70,6	19,8	34,4
3° trim.	415,8	403,7	12,1	259,9	225,5	78,7	74,9	57,6	67,4	19,6	36,0
2002 ott.	142,9	140,3	2,6	87,7	78,4	27,6	26,7	20,5	23,5	7,1	11,7
nov.	148,4	139,1	9,4	89,1	77,9	28,2	26,2	22,7	23,6	8,4	11,4
dic.	140,7	135,1	5,6	86,1	77,4	27,2	26,4	19,7	20,3	7,6	11,0
2003 gen.	143,0	140,9	2,2	88,1	78,4	28,7	26,4	19,0	24,6	7,3	11,4
feb.	139,6	137,9	1,7	87,0	77,3	27,5	25,9	18,4	23,4	6,8	11,3
mar.	136,2	135,8	0,4	83,2	77,7	27,5	25,6	18,3	21,6	7,2	10,9
apr.	140,8	141,3	-0,6	87,4	77,3	26,4	25,6	20,8	27,2	6,2	11,3
mag.	137,1	134,5	2,7	85,5	76,5	25,8	25,4	19,4	21,3	6,5	11,3
giu.	133,9	133,5	0,4	82,2	74,4	26,0	25,1	18,6	22,1	7,1	11,8
lug.	138,4	137,1	1,3	86,0	75,4	26,3	25,2	19,3	24,0	6,8	12,5
ago.	139,8	137,0	2,7	86,6	76,4	26,0	25,0	20,3	23,1	6,9	12,5
set.	137,6	129,6	8,0	87,3	73,6	26,5	24,7	18,0	20,3	5,9	11,1
ott.	139,2	133,6	5,6	88,2	76,7	27,4	25,1	17,2	23,8	6,4	8,1

### F29 Conto dei beni (miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F30 Conto dei servizi (miliardi di euro; dati destagionalizzati)



## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

### 3. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	1.714,4	1.728,9	-14,5	1.033,8	960,3	324,5	325,6	277,3	313,0	78,8	130,0	17,4	10,7
2002	1.728,8	1.661,8	67,0	1.059,6	929,0	332,2	320,8	251,3	279,6	85,7	132,4	18,9	8,0
2002 3° trim.	431,9	406,1	25,8	263,3	225,2	91,3	84,2	58,5	66,7	18,8	29,9	4,1	2,0
4° trim.	443,3	420,1	23,1	273,6	239,2	84,4	81,0	64,9	65,6	20,4	34,4	5,2	2,7
2003 1° trim.	414,3	411,8	2,4	252,6	236,0	75,7	74,1	53,4	66,1	32,6	35,7	5,3	3,4
2° trim.	408,3	415,3	-7,0	253,5	228,3	78,2	73,9	61,4	78,6	15,2	34,4	4,4	2,6
3° trim.	413,5	397,0	16,5	257,1	218,6	84,8	79,4	55,3	65,6	16,2	33,6	4,0	1,3
2002 ott.	151,9	147,3	4,6	97,6	85,1	28,8	28,3	20,3	22,4	5,2	11,5	2,0	0,6
nov.	146,2	135,6	10,6	92,1	79,7	26,6	25,0	20,4	20,0	7,1	11,0	1,1	0,8
dic.	145,1	137,2	7,9	83,9	74,3	29,0	27,8	24,1	23,2	8,1	11,9	2,1	1,3
2003 gen.	144,0	149,2	-5,2	82,2	80,7	25,6	26,1	18,4	27,7	17,8	14,6	2,6	0,5
feb.	131,4	128,0	3,4	83,1	74,4	23,6	23,2	16,9	19,5	7,8	10,9	1,5	2,5
mar.	138,9	134,6	4,3	87,3	80,9	26,4	24,7	18,1	18,9	7,0	10,1	1,2	0,4
apr.	136,5	146,5	-10,0	85,3	78,4	25,4	24,9	21,0	31,9	4,8	11,3	0,5	0,4
mag.	134,4	134,6	-0,1	83,7	76,1	25,6	24,3	19,9	23,5	5,1	10,6	1,4	1,2
giu.	137,4	134,2	3,1	84,4	73,9	27,2	24,7	20,5	23,3	5,2	12,5	2,6	1,0
lug.	147,9	145,9	2,0	91,7	76,4	30,7	27,9	19,6	29,6	5,9	12,0	1,3	0,5
ago.	126,7	121,8	4,9	77,1	66,4	26,7	25,9	17,5	18,5	5,4	11,0	2,1	0,4
set.	138,9	129,3	9,6	88,3	75,7	27,4	25,5	18,2	17,4	5,0	10,6	0,7	0,5
ott.	148,5	140,4	8,1	98,1	83,2	28,6	26,5	17,1	22,7	4,7	7,9	1,6	0,5

### 4. Conto dei redditi

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti					
					Crediti	Debiti	Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
							Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	277,3	313,0	14,7	5,9	262,6	307,1	60,6	59,0	50,4	49,8	10,2	9,2
2002	251,3	279,6	14,7	6,0	236,7	273,6	67,0	57,1	59,1	51,2	7,9	5,9
2002 2° trim.	65,6	80,4	3,5	1,5	62,0	78,9	19,4	16,7	17,7	15,4	1,8	1,3
3° trim.	58,5	66,7	3,7	1,6	54,9	65,1	13,4	12,5	12,0	11,1	1,4	1,4
4° trim.	64,9	65,6	3,9	1,6	61,0	64,0	19,5	15,2	17,1	13,3	2,4	1,9
2003 1° trim.	53,4	66,1	3,6	1,2	49,8	64,9	10,1	13,0	8,4	11,1	1,7	1,9
2° trim.	61,4	78,6	3,6	1,4	57,8	77,2	17,1	19,3	14,3	17,0	2,8	2,3
	Redditi da capitale										Crediti	Debiti
	Totale		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti					
	Totale		Dividendi		Interessi		Totale		Altri investimenti			
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
13	14	15	16	17	18	19	20					
2001	85,0	116,8	17,9	44,7	67,0	72,1	117,0	131,2				
2002	86,4	123,9	20,4	52,7	65,9	71,2	83,3	92,6				
2002 2° trim.	23,0	39,7	6,6	24,3	16,4	15,4	19,6	22,5				
3° trim.	21,0	30,6	4,5	10,6	16,5	20,0	20,4	22,0				
4° trim.	21,1	26,2	4,5	9,1	16,6	17,1	20,4	22,6				
2003 1° trim.	19,0	31,8	3,7	8,4	15,4	23,4	20,7	20,1				
2° trim.	22,0	36,8	6,9	20,7	15,1	16,1	18,7	21,2				

Fonte: BCE.

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

**5. 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	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	
2001	-305,0	-234,7	-19,9	-214,8	-70,3	-0,1	-70,2	202,6	148,8	4,4	144,4	53,8	0,9	52,9
2002	-183,5	-156,7	-17,3	-139,3	-26,8	0,0	-26,8	142,0	95,7	3,1	92,6	46,3	0,5	45,8
2002 3° trim.	-32,6	-39,8	-5,1	-34,7	7,2	0,0	7,2	21,8	12,3	0,7	11,5	9,5	0,6	9,0
4° trim.	-41,2	-34,2	-5,7	-28,6	-6,9	0,0	-6,9	35,1	34,2	0,7	33,5	0,9	0,0	1,0
2003 1° trim.	-36,5	-19,3	-1,9	-17,4	-17,2	-0,1	-17,1	35,6	25,6	0,8	24,8	10,0	-0,1	10,1
2° trim.	-30,1	-21,2	5,4	-26,6	-8,9	-0,3	-8,5	35,4	29,4	1,9	27,6	6,0	0,0	6,0
3° trim.	-22,7	-22,3	-0,6	-21,7	-0,4	-0,1	-0,3	10,3	4,7	0,2	4,5	5,6	-0,7	6,3
2002 ott.	-14,5	-8,0	-0,9	-7,1	-6,6	0,0	-6,6	7,6	6,7	0,2	6,5	0,9	-0,1	0,9
nov.	-15,4	-7,9	-1,2	-6,7	-7,4	0,0	-7,4	22,7	15,9	0,0	15,9	6,8	0,0	6,8
dic.	-11,3	-18,4	-3,6	-14,7	7,1	0,0	7,1	4,8	11,6	0,4	11,1	-6,7	0,0	-6,7
2003 gen.	-14,7	-8,5	-0,7	-7,8	-6,2	0,0	-6,2	12,5	10,9	0,2	10,6	1,7	0,0	1,7
feb.	-7,1	-5,3	-0,4	-4,9	-1,8	0,0	-1,8	10,0	6,2	0,8	5,4	3,7	-0,1	3,8
mar.	-14,7	-5,4	-0,7	-4,7	-9,3	-0,1	-9,2	13,1	8,5	-0,2	8,7	4,6	0,0	4,7
apr.	-24,4	-7,9	-1,3	-6,6	-16,5	-0,3	-16,2	6,0	7,5	0,2	7,3	-1,5	0,0	-1,5
mag.	-15,6	-16,2	-0,7	-15,5	0,6	0,0	0,6	16,3	15,2	0,2	15,0	1,0	-0,1	1,1
giu.	9,9	2,8	7,3	-4,5	7,1	0,0	7,1	13,2	6,7	1,5	5,2	6,5	0,1	6,4
lug.	-7,6	-6,2	-0,9	-5,3	-1,4	0,0	-1,4	4,4	3,9	0,1	3,8	0,5	-0,7	1,2
ago.	-5,9	-9,9	-0,5	-9,4	4,0	0,0	4,0	3,3	0,9	0,1	0,8	2,5	0,1	2,4
set.	-9,2	-6,2	0,7	-7,0	-2,9	0,0	-2,9	2,6	0,0	0,0	-0,1	2,6	-0,1	2,7
ott.	-11,2	-6,0	2,1	-8,1	-5,2	0,0	-5,2	2,9	5,2	0,0	5,2	-2,4	0,1	-2,4

**6. Investimenti di portafoglio distinti per strumento**

	Totale		Azioni e altre partecipazioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività			Passività		
					Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-288,2	356,3	-104,8	233,2	-183,5	-155,8	-27,6	123,1	114,0	9,1
2002	-173,9	277,3	-40,2	90,8	-133,7	-88,9	-44,8	186,6	127,7	58,9
2002 3° trim.	-21,6	41,5	12,7	6,4	-34,3	-19,1	-15,2	35,1	8,1	27,0
4° trim.	-32,8	74,8	-8,4	13,5	-24,4	-20,0	-4,4	61,3	46,7	14,7
2003 1° trim.	-47,3	54,3	10,8	3,7	-58,0	-49,9	-8,1	50,6	47,9	2,7
2° trim.	-96,3	138,5	-32,3	30,5	-64,0	-53,9	-10,1	108,0	97,5	10,5
3° trim.	-62,7	-7,8	-15,0	21,2	-47,7	-50,8	3,1	-29,0	-20,2	-8,8
2002 ott.	-3,0	30,6	-0,7	-0,6	-2,3	-5,7	3,4	31,2	19,6	11,6
nov.	-7,6	22,7	0,2	15,3	-7,8	-4,4	-3,4	7,4	5,5	1,9
dic.	-22,3	21,5	-8,0	-1,2	-14,3	-9,9	-4,4	22,7	21,6	1,2
2003 gen.	-18,7	18,1	2,3	13,5	-21,0	-15,1	-6,0	4,6	5,5	-0,9
feb.	-21,5	14,9	0,8	2,1	-22,2	-20,3	-2,0	12,8	4,3	8,5
mar.	-7,1	21,3	7,7	-11,8	-14,8	-14,6	-0,2	33,1	38,1	-4,9
apr.	-17,0	42,1	-7,1	16,0	-9,9	-14,7	4,7	26,1	10,1	15,9
mag.	-35,7	36,8	-10,4	-7,4	-25,2	-17,6	-7,6	44,2	42,4	1,8
giu.	-43,6	59,6	-14,8	21,8	-28,8	-21,6	-7,2	37,8	44,9	-7,2
lug.	-29,5	-6,1	-8,1	13,1	-21,4	-27,2	5,8	-19,2	-17,4	-1,8
ago.	-12,2	-30,3	-0,2	-6,1	-11,9	-12,4	0,5	-24,2	-11,2	-13,0
set.	-21,0	28,6	-6,6	14,2	-14,4	-11,2	-3,2	14,4	8,4	6,0
ott.	-34,5	61,1	-14,4	27,5	-20,1	-10,5	-9,6	33,6	17,8	15,7

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

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

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Obbligazioni e notes			Strumenti di mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
													Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-108,4	-2,1	-106,4	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	15,4	-0,1	15,5
2002	-0,4	-7,8	-32,0	-4,4	-27,6	-0,6	-14,6	-73,8	-1,0	-72,7	2,1	-33,0	-13,9	-1,0	-12,9
2002 3° trim.	-0,1	3,2	9,5	-0,6	10,1	-0,5	-4,1	-14,6	-0,3	-14,2	0,9	-13,3	-2,7	0,2	-2,9
4° trim.	-0,2	-2,7	-5,6	-1,2	-4,4	0,0	-1,9	-18,1	-0,4	-17,7	0,4	-4,8	0,0	0,1	-0,2
2003 1° trim.	-0,1	-3,7	14,6	-0,6	15,2	-0,4	-22,9	-26,6	0,2	-26,9	-1,4	-7,3	0,6	-1,6	2,2
2° trim.	-0,2	0,7	-32,9	-0,8	-32,2	-0,2	-21,2	-32,4	0,0	-32,4	1,1	-4,4	-6,7	1,0	-7,8
3° trim.	-0,1	-6,1	-8,8	.	.	-1,4	-7,9	-41,5	.	.	0,0	-1,3	4,5	.	.
2002 ott.	-0,1	-1,8	1,1	-	-	-0,3	-1,1	-4,3	-	-	0,4	3,8	-0,7	-	-
nov.	-0,2	-0,7	1,1	-	-	0,6	-6,0	1,0	-	-	-0,1	-8,7	5,4	-	-
dic.	0,0	-0,2	-7,8	-	-	-0,3	5,2	-14,7	-	-	0,1	0,2	-4,8	-	-
2003 gen.	0,1	1,5	0,7	-	-	-0,4	-11,9	-2,8	-	-	-0,3	-12,8	7,2	-	-
feb.	-0,1	-1,5	2,4	-	-	0,4	-9,7	-10,9	-	-	-0,8	-0,8	-0,3	-	-
mar.	0,0	-3,8	11,6	-	-	-0,4	-1,3	-12,9	-	-	-0,2	6,2	-6,2	-	-
apr.	-0,1	0,7	-7,6	-	-	-0,1	-7,3	-7,3	-	-	0,5	2,9	1,3	-	-
mag.	0,0	0,2	-10,6	-	-	-0,2	-2,0	-15,4	-	-	0,9	-6,2	-2,3	-	-
giu.	0,0	-0,1	-14,6	-	-	0,1	-12,0	-9,7	-	-	-0,4	-1,1	-5,7	-	-
lug.	0,0	-2,5	-5,6	-	-	-0,1	-2,3	-24,8	-	-	0,1	-2,9	8,6	-	-
ago.	0,0	-0,5	0,3	-	-	-0,6	-3,8	-8,0	-	-	0,0	3,6	-3,2	-	-
set.	0,0	-3,2	-3,5	-	-	-0,7	-1,8	-8,7	-	-	-0,2	-2,0	-0,9	-	-
ott.	0,0	-4,9	-9,5	-	-	0,1	-2,3	-8,3	-	-	0,0	-5,3	-4,3	-	-

### 8. Altri investimenti: composizione 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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	-267,6	261,2	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,1	21,8	-183,0	210,5	-42,1	24,8
2002	-205,4	58,8	-1,2	19,3	0,0	-8,2	-164,8	28,4	-31,4	52,5	-133,4	-24,1	-39,5	19,3
2002 3° trim.	-59,9	10,8	0,3	3,6	-0,6	-2,8	-33,3	13,9	-5,4	6,2	-28,0	7,6	-26,3	-3,9
4° trim.	-99,2	18,9	-0,4	6,2	0,3	-1,0	-88,1	0,8	-19,2	16,3	-68,8	-15,6	-11,0	12,9
2003 1° trim.	-114,7	74,0	-0,6	-4,4	-1,8	-8,4	-65,4	60,2	-15,1	10,1	-50,4	50,0	-46,9	26,6
2° trim.	-120,2	32,1	0,2	2,3	-1,5	3,9	-103,2	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-15,6	-1,0
3° trim.	76,2	-12,5	0,4	2,7	-0,8	4,7	86,3	-10,2	-15,1	13,8	101,4	-23,9	-9,7	-9,7
2002 ott.	-69,5	32,3	-0,1	0,9	-0,4	1,3	-54,8	22,6	-5,6	8,2	-49,2	14,4	-14,2	7,6
nov.	-77,2	39,1	0,9	2,0	-1,6	-0,3	-66,5	35,1	-8,3	-6,1	-58,2	41,2	-10,0	2,3
dic.	47,6	-52,6	-1,3	3,3	2,3	-2,0	33,2	-57,0	-5,4	14,2	38,6	-71,2	13,3	3,1
2003 gen.	-9,8	0,4	0,5	-2,4	-2,4	-6,2	3,1	1,6	-3,7	1,3	6,8	0,3	-11,0	7,4
feb.	-83,3	62,1	-0,5	-2,0	-3,8	-2,2	-54,9	54,1	-6,3	4,5	-48,6	49,6	-24,1	12,2
mar.	-21,6	11,5	-0,5	0,0	4,4	0,1	-13,7	4,4	-5,1	4,2	-8,6	0,2	-11,8	7,0
apr.	-42,8	56,1	0,0	-0,3	0,9	2,7	-32,7	52,1	-3,7	2,0	-29,1	50,1	-11,0	1,6
mag.	-46,8	9,9	0,7	0,9	-3,5	1,3	-35,2	3,8	-1,7	2,8	-33,5	1,0	-8,8	3,9
giu.	-30,5	-33,9	-0,5	1,6	1,1	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	4,2	-6,5
lug.	34,8	-0,9	0,1	1,5	-2,7	1,8	43,7	2,7	-5,1	7,5	48,8	-4,8	-6,3	-7,0
ago.	74,3	-30,9	0,3	0,4	0,4	0,4	72,2	-32,2	-2,8	2,2	75,0	-34,4	1,4	0,5
set.	-32,9	19,3	0,0	0,7	1,5	2,5	-29,6	19,3	-7,1	4,1	-22,4	15,3	-4,8	-3,2
ott.	-48,0	25,6	-0,3	-0,3	1,7	-1,8	-39,8	24,6	-8,0	7,0	-31,8	17,6	-9,5	3,1

Fonte: BCE.

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

**9. Altri investimenti: scomposizione per strumento**

	Eurosistema						Amministrazioni pubbliche								
	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività			Crediti commerciali			Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 1	Passività 2	Saldo 3	Attività 4	Passività 5	Saldo 6	Attività 7	Passività 8	Saldo 9	Attività 10	Passività 11	Saldo 12	Attività 13	Passività 14	Saldo 15
2001	0,6	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	4,4	-0,5	3,9	-1,3	0,1	-1,3
2002	-1,2	19,3	18,2	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	-0,6	-8,0	-8,6	-0,9	-0,2	-1,1
2002 2° trim.	-0,6	3,4	2,8	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	1,4	-0,2	3,6	3,4	-0,3	0,2	-0,2
3° trim.	0,3	3,6	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-2,7	-3,0	-0,2	0,0	-0,3
4° trim.	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,9	-0,6	0,1	-0,1	-0,1
2003 1° trim.	-0,6	-4,4	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,3	-9,6	-0,5	-0,1	-0,6
2° trim.	0,2	2,3	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	3,6	2,4	-0,3	0,3	0,0

	IFM (Escluso l'eurosistema)						Altri settori								
	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività			Crediti commerciali			Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 16	Passività 17	Saldo 18	Attività 19	Passività 20	Saldo 21	Attività 22	Passività 23	Saldo 24	Attività 25	Passività 26	Saldo 27	Attività 28	Passività 29	Saldo 30
2001	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9	-3,5	1,3	-2,2	-29,6	18,3	-11,3	-8,9	5,2	-3,8
2002	-161,0	31,2	-129,8	-3,8	-2,8	-6,6	-3,5	-3,0	-6,4	-34,1	16,0	-18,1	-1,9	6,3	4,3
2002 2° trim.	-64,1	-11,1	-75,2	-1,0	-1,3	-2,3	-2,5	-1,3	-3,8	-8,5	-0,2	-8,8	0,3	1,0	1,4
3° trim.	-31,0	11,8	-19,2	-2,3	2,1	-0,3	-1,8	1,9	0,1	-24,6	-8,0	-32,6	0,1	2,2	2,3
4° trim.	-93,1	10,4	-82,7	5,1	-9,6	-4,6	0,2	-3,0	-2,8	-10,6	14,2	3,6	-0,5	1,7	1,2
2003 1° trim.	-63,5	59,7	-3,8	-1,9	0,5	-1,5	-1,3	5,1	3,8	-39,8	18,2	-21,6	-5,8	3,2	-2,6
2° trim.	-103,9	28,7	-75,2	0,7	-1,6	-1,0	-1,4	-0,9	-2,2	-6,7	-6,4	-13,2	-7,5	6,3	-1,2

**10. Riserve ufficiali**

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera						Altre attività	
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2002 2° trim.	6,7	0,5	0,5	-2,0	7,8	-0,6	1,2	0,0	4,2	3,1	-0,2	0,0
3° trim.	-4,6	-0,1	-0,2	0,2	-4,6	-2,4	-3,0	0,0	1,9	-1,2	0,0	0,0
4° trim.	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,3	-0,9	0,0	0,0
2003 1° trim.	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0
2° trim.	2,0	0,0	0,0	-2,6	4,5	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0

Fonte: BCE.

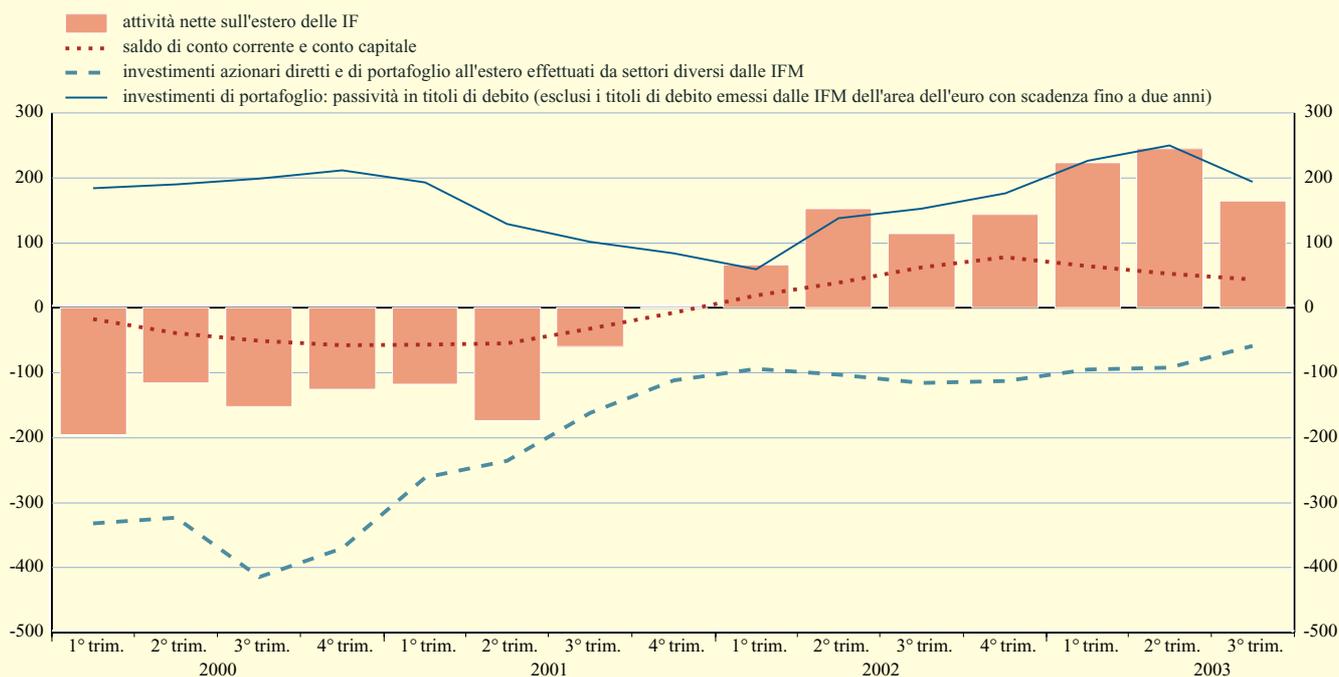
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>1)</sup>	Titoli di debito <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-7,8	-285,0	201,7	-182,0	172,9	84,3	-39,1	24,4	-1,5	32,2	0,1	-7,3
2002	77,9	-166,2	141,6	-119,7	53,9	176,1	-39,5	11,0	-10,2	19,3	144,3	166,8
2002 3° trim.	27,9	-27,6	21,2	-7,7	-4,2	42,2	-26,9	-6,7	-9,0	25,8	35,1	33,9
4° trim.	25,6	-35,5	35,2	-23,8	4,0	51,5	-10,7	11,9	-2,9	22,9	78,4	86,8
2003 1° trim.	4,4	-34,5	35,7	-11,4	6,7	45,7	-48,7	18,2	-2,5	20,7	34,4	31,0
2° trim.	-5,2	-35,1	35,4	-72,1	34,1	110,2	-17,1	2,8	-2,8	46,5	96,8	95,9
3° trim.	19,1	-21,9	11,0	-45,8	23,3	-14,0	-10,5	-5,0	-5,2	3,6	-45,4	-55,8

## F31 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

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

2) Esclusi i titoli di debito emessi da IFM con scadenza fino a due anni.

**7.3 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
<b>Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
1999	4,3	9,7	815,3	381,1	178,0	218,5	710,9	784,4	424,8	145,7	192,6	592,3	62,5
2000	21,7	29,4	1.001,2	480,1	217,6	261,4	874,7	1.024,1	589,5	183,1	220,9	744,9	122,6
2001	6,1	-0,9	1.063,7	492,7	236,5	287,7	932,0	1.012,7	576,1	178,4	226,6	738,6	107,8
2002	2,0	-2,8	1.085,4	500,5	230,3	308,1	948,6	984,8	557,3	163,5	233,4	716,9	105,2
2002 2° trim.	2,7	-3,4	273,5	126,7	57,7	77,1	239,3	248,4	141,6	39,9	58,3	180,2	27,0
3° trim.	3,9	-1,4	272,2	124,7	57,9	78,2	238,3	245,5	138,9	41,8	58,0	180,5	26,4
4° trim.	2,3	2,4	269,6	124,6	56,8	76,3	235,0	247,4	139,4	40,8	59,2	178,1	27,8
2003 1° trim.	-0,9	3,4	266,3	122,7	55,3	74,9	230,2	250,3	142,0	40,8	58,2	177,2	29,9
2° trim.	-6,0	-3,2	259,5	119,8	53,4	72,3	225,3	243,4	133,4	39,0	59,1	176,2	25,4
3° trim.	-2,9	-2,3	263,9	120,5	55,8	73,5	229,7	240,3	131,9	38,3	58,0	174,2	25,9
2003 mag.	-7,2	-3,3	85,5	39,9	17,2	24,0	74,5	80,6	44,3	12,8	19,5	57,6	7,9
giu.	-5,6	-2,5	86,1	39,2	18,4	23,6	74,7	80,1	43,2	13,0	19,8	58,7	8,0
lug.	-3,7	-3,0	87,2	39,2	18,9	24,2	75,5	79,6	43,2	12,9	19,5	58,5	8,7
ago.	-6,4	-5,3	88,1	40,8	17,8	24,6	76,7	81,2	44,6	12,6	19,3	57,3	8,9
set.	1,0	1,1	88,5	40,4	19,0	24,7	77,5	79,6	44,1	12,7	19,2	58,4	8,4
ott.	-2,8	-3,2	88,0	39,5	18,3	24,7	76,7	80,2	43,7	13,1	19,7	58,9	8,1
<b>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
1999	2,0	6,0	88,2	88,1	87,9	87,9	87,2	93,6	92,6	89,0	94,9	90,4	95,9
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2001	5,1	-1,0	105,3	102,0	108,4	108,1	105,6	98,8	99,1	96,0	99,9	97,6	98,9
2002	2,7	-0,4	108,1	105,1	106,1	115,1	108,2	98,4	98,7	89,9	104,0	96,3	100,3
2002 2° trim.	3,4	-0,2	108,6	106,2	105,6	115,0	108,8	98,7	99,4	87,0	103,5	96,2	98,9
3° trim.	5,9	2,2	109,2	105,5	107,5	117,6	109,3	98,8	98,6	92,9	104,5	97,9	100,5
4° trim.	3,3	1,7	108,1	104,7	105,7	114,9	108,0	98,7	97,9	91,3	105,9	96,6	101,9
2003 1° trim.	1,7	3,3	108,0	104,5	104,4	114,4	107,2	100,1	98,8	94,3	106,1	97,8	96,2
2° trim.	-2,4	1,9	107,0	103,7	102,5	111,6	106,4	101,8	98,9	92,0	108,8	98,8	103,7
3° trim.	-0,1	1,1	108,9	104,7	107,1	113,2	108,5	100,0	97,6	89,5	106,4	97,6	105,5
2003 mag.	-3,4	3,1	105,8	103,4	99,3	110,9	105,4	102,5	100,4	90,8	108,6	97,5	105,9
giu.	-1,8	3,0	107,1	102,9	106,2	109,6	106,5	101,4	97,5	92,2	110,0	99,5	100,4
lug.	-0,9	1,5	108,0	102,5	108,2	111,8	106,8	100,4	96,9	91,4	107,8	98,9	108,9
ago.	-3,5	-2,2	109,3	106,2	103,4	113,9	108,9	101,3	98,7	89,1	106,4	96,5	104,0
set.	3,8	3,6	109,5	105,3	109,7	113,9	109,9	98,4	97,2	87,8	104,8	97,4	103,6
ott.	0,6	1,1	109,4	103,1	103,2	114,7	109,2	100,1	96,9	92,8	108,3	99,3	97,8
<b>Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</b>													
1999	2,1	3,3	92,3	90,1	93,0	95,1	93,1	81,9	77,8	89,4	91,9	88,0	53,3
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	101,0	100,7	100,2	101,9	100,9	100,2	98,7	101,5	102,8	101,6	89,1
2002	-0,7	-2,4	100,3	99,2	99,7	102,4	100,2	97,8	95,9	99,4	101,7	100,0	85,6
2002 2° trim.	-0,7	-3,2	100,7	99,4	100,5	102,7	100,6	98,4	96,7	100,3	102,1	100,7	89,0
3° trim.	-1,9	-3,4	99,6	98,5	99,1	101,8	99,7	97,2	95,6	98,4	100,5	99,1	85,7
4° trim.	-1,1	0,6	99,6	99,1	98,9	101,7	99,5	98,0	96,7	97,8	101,3	99,1	89,0
2003 1° trim.	-2,6	0,1	98,6	97,8	97,4	100,2	98,2	97,7	97,6	94,6	99,4	97,3	101,3
2° trim.	-3,7	-5,0	97,0	96,3	95,7	99,2	96,9	93,5	91,6	92,7	98,5	95,8	80,0
3° trim.	-2,8	-3,3	96,8	95,9	95,7	99,4	96,8	93,9	91,9	93,5	98,9	95,9	80,3
2003 mag.	-4,0	-6,2	96,9	96,5	95,4	99,4	96,9	92,2	89,9	92,4	97,8	95,3	73,3
giu.	-3,9	-5,3	96,4	95,2	95,5	98,9	96,2	92,6	90,2	92,1	98,0	95,1	78,1
lug.	-2,8	-4,4	96,8	95,7	96,6	99,3	96,9	93,0	90,9	92,7	98,2	95,3	78,2
ago.	-3,0	-3,1	96,7	96,1	95,0	99,3	96,6	94,0	92,1	92,9	98,7	95,7	83,4
set.	-2,7	-2,5	97,0	96,0	95,7	99,5	96,8	94,8	92,6	95,0	99,8	96,7	79,2
ott.	-3,4	-4,2	96,4	95,9	97,6	99,0	96,3	94,0	91,8	92,8	98,9	95,7	81,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

## 7.3 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Regno Unito	Svezia	Danimarca	Paesi aderenti	Svizzera	Stati Uniti	Giappone	Asia escluso Giappone	Africa	America Latina	Altri Paesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>												
1999	815,3	160,3	33,2	21,1	78,8	55,7	134,2	26,8	118,1	48,6	38,7	99,9
2000	1.001,2	189,2	39,2	23,6	97,1	63,9	173,2	34,3	153,8	56,4	47,1	126,2
2001	1.063,7	202,1	36,9	24,3	105,8	66,4	180,2	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,4	205,4	37,1	25,2	112,1	64,0	184,2	33,0	170,5	59,4	43,4	148,5
2002 2° trim.	273,5	51,8	9,1	6,4	28,1	16,1	45,9	8,3	42,8	15,2	11,5	37,3
3° trim.	272,2	51,5	9,2	6,4	28,3	16,3	46,2	8,4	43,4	15,0	10,5	37,7
4° trim.	269,6	49,7	9,4	6,4	28,1	15,7	45,4	8,3	42,5	14,4	10,4	37,6
2003 1° trim.	266,3	48,8	9,5	6,5	28,5	16,5	43,2	7,8	42,2	14,4	10,4	37,9
2° trim.	259,5	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,4	7,6	41,6	14,5	9,6	37,7
3° trim.	263,9	47,8	9,5	6,3	30,1	15,3	41,4	7,7	43,4	15,3	9,2	.
2003 mag.	85,5	15,3	3,2	2,0	9,6	5,2	13,9	2,5	13,6	4,8	3,0	12,2
giu.	86,1	15,5	3,1	2,0	9,6	5,2	13,3	2,3	13,8	4,8	3,3	12,7
lug.	87,2	16,0	3,2	2,0	9,9	5,2	13,4	2,6	13,8	5,1	2,9	13,2
ago.	88,1	15,8	3,1	2,1	10,2	5,1	13,9	2,5	14,8	4,9	2,9	.
set.	88,5	16,0	3,2	2,1	10,0	5,0	14,1	2,6	14,8	5,3	3,3	.
ott.	88,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2002	100,0	19,0	3,4	2,3	10,3	5,9	17,0	3,1	15,7	5,5	4,0	13,7
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>												
1999	784,4	132,3	32,9	18,9	61,5	43,3	113,6	54,6	154,6	49,3	30,3	93,0
2000	1.024,1	159,4	39,0	22,2	78,8	50,8	143,7	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,7	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	984,8	149,2	35,5	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,9	67,8	39,4	140,2
2002 2° trim.	248,4	38,7	8,9	5,7	23,4	13,4	31,6	13,0	50,2	17,2	9,7	36,2
3° trim.	245,5	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,0	13,4	51,6	16,4	9,8	34,5
4° trim.	247,4	35,7	9,2	5,9	24,0	12,7	30,5	13,4	52,9	16,8	9,8	35,9
2003 1° trim.	250,3	35,2	9,0	5,9	24,7	13,3	27,9	13,5	53,1	18,4	9,7	38,3
2° trim.	243,4	33,8	9,0	5,7	25,1	12,6	28,0	13,1	53,3	16,9	9,6	36,3
3° trim.	240,3	33,4	8,8	5,6	25,1	12,5	27,7	12,3	52,9	16,8	9,6	.
2003 mag.	80,6	10,8	3,0	1,8	8,3	4,3	9,3	4,3	17,5	5,4	3,2	11,9
giu.	80,1	11,4	2,9	1,9	8,2	4,1	9,1	4,3	17,8	5,3	3,1	11,9
lug.	79,6	11,2	2,9	1,8	8,6	4,2	9,2	4,2	17,6	5,7	3,2	11,8
ago.	81,2	11,4	3,0	1,9	8,0	4,2	9,1	4,1	17,5	5,4	3,2	.
set.	79,6	10,9	3,0	1,9	8,5	4,0	9,4	4,1	17,8	5,7	3,2	.
ott.	80,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2002	100,0	15,2	3,6	2,3	9,5	5,3	12,8	5,4	20,8	6,9	4,0	14,3
<i>Saldo</i>												
1999	30,9	28,0	0,3	2,1	17,3	12,4	20,7	-27,9	-36,5	-0,7	8,4	6,9
2000	-22,9	29,8	0,2	1,4	18,3	13,2	29,6	-33,2	-63,6	-17,2	6,8	-7,1
2001	51,1	47,8	2,6	3,0	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,7	9,0	-4,8
2002	100,5	56,3	1,5	2,3	18,6	12,0	58,6	-19,7	-34,4	-8,4	4,0	8,3
2002 2° trim.	25,1	13,1	0,2	0,7	4,7	2,7	14,3	-4,7	-7,4	-2,0	1,7	1,1
3° trim.	26,7	14,4	0,2	0,6	4,8	3,1	15,1	-4,9	-8,3	-1,4	0,7	3,2
4° trim.	22,2	14,0	0,3	0,4	4,1	2,9	14,9	-5,1	-10,4	-2,4	0,6	1,7
2003 1° trim.	16,0	13,6	0,5	0,6	3,8	3,2	15,3	-5,7	-10,8	-3,9	0,6	-0,4
2° trim.	16,1	13,1	0,5	0,4	4,1	3,0	13,3	-5,5	-11,6	-2,3	-0,1	1,4
3° trim.	23,6	14,4	0,7	0,7	5,0	2,8	13,7	-4,6	-9,5	-1,5	-0,4	.
2003 mag.	4,9	4,5	0,2	0,2	1,4	0,9	4,6	-1,8	-3,9	-0,6	-0,2	0,3
giu.	5,9	4,0	0,2	0,1	1,4	1,1	4,2	-2,0	-4,0	-0,6	0,2	0,8
lug.	7,6	4,8	0,2	0,2	1,3	1,0	4,2	-1,6	-3,8	-0,6	-0,2	1,5
ago.	7,0	4,5	0,2	0,2	2,2	0,9	4,7	-1,6	-2,7	-0,5	-0,3	.
set.	9,0	5,1	0,2	0,2	1,5	0,9	4,7	-1,4	-3,0	-0,4	0,1	.
ott.	7,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo, paesi aderenti e altri paesi).

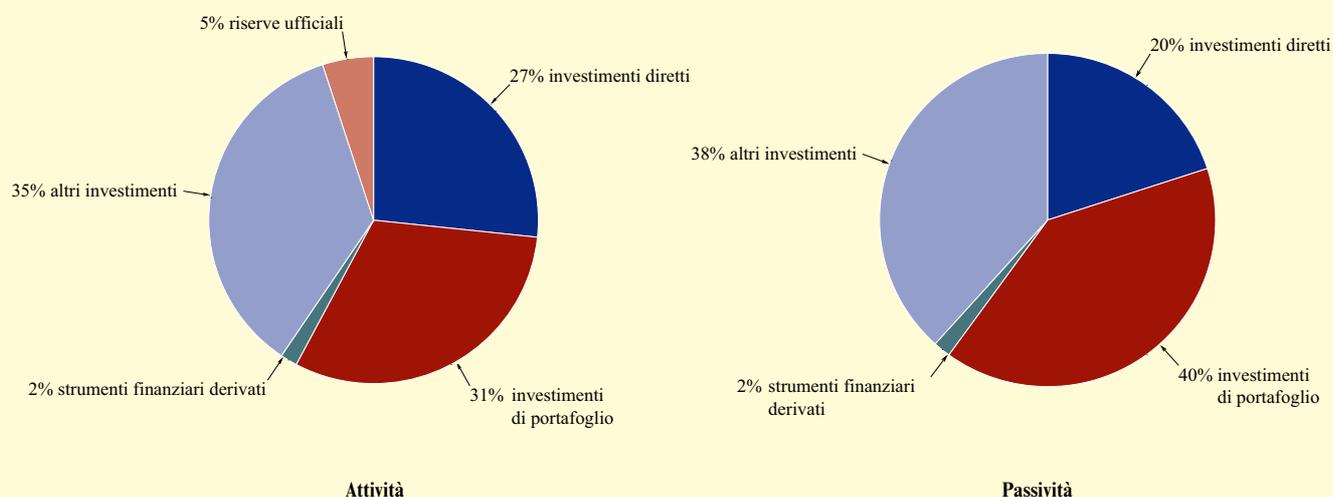
## 7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

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

### 1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'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
<b>Posizione patrimoniale netta verso l'estero</b>							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
<b>Attività</b>							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,1	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,9	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
<b>Passività</b>							
1999	6.115,1	97,6	804,9	2.950,8	95,1	2.264,3	-
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	7.726,8	112,9	1.400,6	3.212,7	106,9	3.006,7	-
2002	7.567,5	107,0	1.512,5	3.026,7	130,7	2.897,6	-

### F32 Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2002



Fonte: BCE.

## 7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 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	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.273,4	115,2	1.158,2	353,3	1,7	351,6	869,2	32,1	837,1	304,8	1,8	303,0
2001	1.513,2	129,3	1.383,9	383,8	1,4	382,4	1.043,3	42,3	1.001,1	357,3	2,5	354,8
2002	1.554,4	137,5	1.416,9	383,1	1,4	381,7	1.107,7	43,1	1.064,6	404,8	2,7	402,1

### 3. Investimenti di portafoglio distinti per strumento

	Azioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività			Passività		
			Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	1.013,7	1.698,9	1.044,4	937,1	107,2	1.251,9	1.146,5	105,4
2000	1.183,7	1.606,7	1.167,4	1.045,3	122,2	1.530,8	1.365,5	165,4
2001	1.122,4	1.582,0	1.399,0	1.222,0	176,9	1.630,7	1.460,8	169,9
2002	862,2	1.328,3	1.408,3	1.168,7	239,6	1.698,5	1.518,5	179,9

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

	Azioni					Titoli di debito										
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	Obbligazioni e notes					Strumenti del mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9	
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9	
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0	
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1	

### 5. Altri investimenti

	Eurosistema						Amministrazioni pubbliche							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	3,1	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.169,0	1.421,4	2.127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1.715,8	2.413,1	1.668,3	2.364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1.717,0	2.274,6	1.660,1	2.227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Fonte: BCE.

**7.5 Riserve ufficiali**

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

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Attività	Passività	
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli					Strumenti finanziari derivati	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite net- te prede- terminate a breve termine di valuta estera
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbli- gazioni e notes	Stru- menti di mercato mone- tario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2000 dic.	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 dic.	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 nov.	372,6	128,5	399,951	5,0	25,4	213,7	10,0	39,0	164,5	-	-	-	0,2	0,0	21,8	-25,0
dic.	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 gen.	363,4	135,5	398,728	4,7	24,4	198,8	13,1	38,5	146,6	-	-	-	0,6	0,0	20,4	-22,0
feb.	352,2	128,2	397,765	4,8	24,3	194,9	10,4	38,4	145,6	-	-	-	0,5	0,0	19,3	-19,4
mar.	339,1	122,3	397,765	4,7	24,4	187,7	7,9	36,4	142,8	-	-	-	0,6	0,0	18,9	-20,5
apr.	332,4	119,9	396,324	4,5	25,0	183,1	7,6	33,6	141,0	-	-	-	0,9	0,0	18,4	-22,8
mag.	323,1	121,1	396,233	4,5	24,2	173,3	6,9	33,6	131,6	-	-	-	1,1	0,0	18,7	-23,1
giu.	326,1	120,0	396,229	4,6	25,5	176,1	8,3	34,8	132,2	-	-	-	0,8	0,0	18,2	-25,8
lug.	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	8,4	33,2	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1	-27,2
ago.	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	10,3	31,5	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1	-27,6
set.	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1	-25,5
ott.	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9
nov.	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,0
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2001 dic.	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 nov.	45,1	7,9	24,656	0,2	0,0	37,0	1,4	9,4	26,2	-	-	-	0,0	0,0	3,3	-3,7
dic.	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 gen.	42,9	8,4	24,656	0,2	0,0	34,4	0,8	9,5	24,1	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-3,2
feb.	42,0	7,9	24,656	0,2	0,0	33,9	1,3	8,8	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,1
mar.	40,5	7,6	24,656	0,2	0,0	32,8	0,9	9,3	22,6	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-1,8
apr.	40,7	7,5	24,656	0,2	0,0	33,1	0,9	6,8	25,4	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,4
mag.	39,2	7,5	24,656	0,2	0,0	31,4	0,8	8,0	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,2
giu.	39,3	7,5	24,656	0,2	0,0	31,6	0,9	7,1	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,8
lug.	41,3	7,7	24,656	0,2	0,0	33,4	0,8	6,7	25,9	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-2,9
ago.	42,7	8,5	24,656	0,2	0,0	34,0	0,9	5,7	27,4	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,6
set.	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,3
ott.	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3
nov.	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4

Fonte: BCE.

# 8

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi

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

	Gruppo ristretto						Gruppo ampio	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	87,0	88,4	89,6	88,2	88,4	87,1	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,2	91,1	91,2	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,4	102,7	101,9	102,2	106,8	102,0
2002 4° trim.	92,3	95,2	95,9	95,3	93,7	94,2	99,1	95,0
2003 1° trim.	96,6	99,8	100,3	99,6	98,2	99,1	103,9	99,1
2° trim.	101,0	104,7	104,5	104,6	103,9	103,9	107,6	102,9
3° trim.	100,2	103,9	103,4	103,9	103,7	103,6	106,7	101,9
4° trim.	101,8	106,0	105,3	.	.	.	109,1	104,2
2002 dic.	93,3	96,4	97,1	-	-	-	100,1	96,1
2003 gen.	95,5	98,6	99,4	-	-	-	102,7	97,9
feb.	96,8	100,0	100,6	-	-	-	104,1	99,2
mar.	97,6	100,9	101,0	-	-	-	104,8	100,1
apr.	98,3	101,8	101,7	-	-	-	105,0	100,4
mag.	102,2	105,8	105,7	-	-	-	108,8	103,9
giu.	102,4	106,3	105,9	-	-	-	109,1	104,3
lug.	101,1	104,9	104,5	-	-	-	107,5	102,7
ago.	99,9	103,6	103,2	-	-	-	106,4	101,5
set.	99,5	103,2	102,7	-	-	-	106,1	101,3
ott.	101,0	104,8	104,1	-	-	-	108,0	103,2
nov.	100,9	104,9	104,3	-	-	-	108,1	103,2
dic.	103,7	108,1	107,4	-	-	-	111,2	106,2
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2003 dic.	2,8	3,1	2,9	-	-	-	2,9	3,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2003 dic.	11,2	12,1	10,6	-	-	-	11,0	10,6

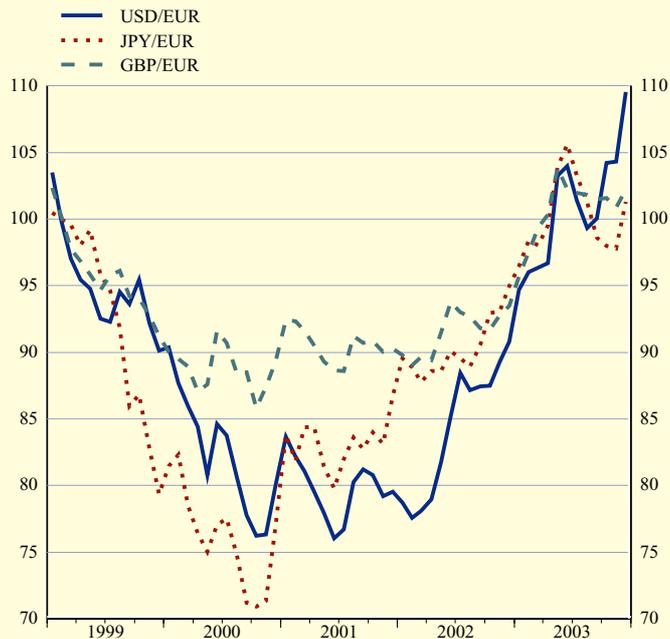
### F33 Tassi di cambio effettivi

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



### F34 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

**8.2 Tassi di cambio bilaterali**

(medie nel periodo indicato)

	Dollaro statuni- tense	Sterlina britan- nica	Yen giap- ponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro austri- liano	Corona islandese	Dollaro neozee- landese	Rand suda- fricano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2002 4° trim.	0,9994	0,63611	122,42	1,4667	9,0946	1.215,37	7,7941	7,4281	1,7671	1,5687	7,3192	1,7913	85,75	2,0171	9,6491
2003 1° trim.	1,0731	0,66961	127,59	1,4662	9,1822	1.288,92	8,3695	7,4305	1,8724	1,6203	7,5706	1,8095	84,16	1,9537	8,9600
2° trim.	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1.373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
3° trim.	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1.321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
4° trim.	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2002 dic.	1,0183	0,64218	124,20	1,4679	9,0961	1.226,88	7,9409	7,4264	1,7858	1,5872	7,2948	1,8076	84,92	1,9947	9,1039
2003 gen.	1,0622	0,65711	126,12	1,4621	9,1733	1.250,06	8,2841	7,4324	1,8433	1,6364	7,3328	1,8218	84,45	1,9648	9,2343
feb.	1,0773	0,66977	128,60	1,4674	9,1455	1.282,82	8,4022	7,4317	1,8803	1,6299	7,5439	1,8112	83,70	1,9457	8,9347
mar.	1,0807	0,68255	128,16	1,4695	9,2265	1.335,44	8,4279	7,4274	1,8954	1,5943	7,8450	1,7950	84,31	1,9497	8,6966
apr.	1,0848	0,68902	130,12	1,4964	9,1541	1.337,38	8,4605	7,4255	1,9282	1,5851	7,8317	1,7813	83,38	1,9700	8,3192
mag.	1,1582	0,71322	135,83	1,5155	9,1559	1.390,03	9,0321	7,4246	2,0074	1,6016	7,8715	1,7866	84,44	2,0083	9,0600
giu.	1,1663	0,70224	138,05	1,5411	9,1182	1.392,33	9,0955	7,4250	2,0233	1,5798	8,1619	1,7552	86,25	2,0069	9,2160
lug.	1,1372	0,70045	134,99	1,5476	9,1856	1.342,27	8,8689	7,4332	1,9956	1,5694	8,2893	1,7184	87,66	1,9386	8,5842
ago.	1,1139	0,69919	132,38	1,5400	9,2378	1.312,67	8,6873	7,4322	1,9531	1,5570	8,2558	1,7114	88,79	1,9137	8,2375
set.	1,1222	0,69693	128,94	1,5474	9,0682	1.306,88	8,7377	7,4273	1,9591	1,5330	8,1952	1,6967	88,81	1,9227	8,2141
ott.	1,1692	0,69763	128,12	1,5485	9,0105	1.364,70	9,0530	7,4301	2,0282	1,5489	8,2274	1,6867	89,17	1,9446	8,1540
nov.	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1.388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
dic.	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1.463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2003 dic.	5,0	1,3	3,6	-0,3	0,3	5,5	5,0	0,1	3,9	5,0	0,6	1,8	1,2	2,0	1,4
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2003 dic.	20,7	9,3	6,6	5,9	-0,8	19,3	20,1	0,2	17,7	1,6	13,0	-8,0	5,6	-4,8	-12,2

	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat lettone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102.425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2002 4° trim.	0,57249	30,857	15,6466	239,47	3,4526	0,6002	0,4145	3,9970	229,3740	41,696	1,9494	33,444	1.617.344
2003 1° trim.	0,58001	31,624	15,6466	243,63	3,4527	0,6226	0,4214	4,1892	231,2825	41,786	1,9535	35,593	1.777.952
2° trim.	0,58653	31,470	15,6466	250,95	3,4528	0,6452	0,4274	4,3560	232,9990	41,226	1,9467	37,434	1.716.532
3° trim.	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9465	37,410	1.569.762
4° trim.	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
2002 dic.	0,57298	31,194	15,6466	236,07	3,4523	0,6049	0,4160	3,9858	230,0165	41,745	1,9521	34,251	1.619.050
2003 gen.	0,57691	31,489	15,6466	240,39	3,4529	0,6195	0,4194	4,0704	230,7055	41,638	1,9555	35,539	1.767.136
feb.	0,58038	31,641	15,6466	245,12	3,4524	0,6231	0,4217	4,1656	231,3664	41,987	1,9540	35,403	1.762.350
mar.	0,58292	31,751	15,6466	245,60	3,4528	0,6253	0,4234	4,3363	231,8070	41,749	1,9510	35,831	1.804.143
apr.	0,58657	31,618	15,6466	245,59	3,4530	0,6286	0,4240	4,2971	232,3136	41,038	1,9473	36,569	1.767.550
mag.	0,58694	31,387	15,6466	245,78	3,4528	0,6513	0,4295	4,3343	232,9908	41,125	1,9464	37,632	1.720.476
giu.	0,58607	31,412	15,6466	261,21	3,4527	0,6549	0,4285	4,4339	233,6600	41,507	1,9463	38,059	1.664.000
lug.	0,58730	31,880	15,6466	263,73	3,4528	0,6473	0,4274	4,4368	234,4369	41,804	1,9465	37,148	1.596.957
ago.	0,58616	32,287	15,6466	259,56	3,4527	0,6397	0,4264	4,3699	234,9962	41,955	1,9463	37,166	1.564.214
set.	0,58370	32,355	15,6466	255,46	3,4530	0,6383	0,4265	4,4635	235,2211	41,489	1,9469	37,918	1.546.627
ott.	0,58418	31,989	15,6466	255,77	3,4525	0,6483	0,4281	4,5952	235,6663	41,304	1,9473	38,803	1.679.067
nov.	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39,927	1.726.781
dic.	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40,573	1.761.551
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2003 dic.	0,2	1,1	0,0	2,1	0,0	2,5	0,7	0,9	0,2	0,1	0,3	1,6	2,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2003 dic.	2,0	3,6	0,0	12,1	0,0	9,6	3,5	16,9	2,9	-1,5	0,1	18,5	8,8

Fonte: BCE.

# 9

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

### 9.1 Altri paesi europei

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indicatori economici e finanziari

	Altri stati membri della UE			Paesi aderenti									
	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Repubblica Ceca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>IACP</b>													
2002	2,4	2,0	1,3	1,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	.	1,9	7,5	3,3
2003	2,0	.	.	-0,1	1,4	4,0	.	.	.	.	.	5,7	.
2003 2° trim.	2,2	2,1	1,3	-0,2	0,8	4,7	2,9	-0,6	3,9	.	0,3	5,7	8,1
3° trim.	1,6	2,3	1,4	-0,2	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	.	0,7	5,6	9,4
4° trim.	1,3	.	.	0,8	1,2	3,2	.	.	.	.	.	5,0	.
2003 lug.	1,8	2,4	1,3	-0,3	0,9	2,6	3,7	-0,8	4,7	.	0,7	6,1	8,9
ago.	1,5	2,2	1,4	-0,2	1,4	2,4	3,4	-0,9	4,7	.	0,6	5,7	9,5
set.	1,7	2,3	1,4	0,0	1,5	3,3	3,2	-0,8	4,6	.	0,7	5,1	9,8
ott.	1,1	2,0	1,4	0,5	1,2	3,7	3,3	-1,3	4,8	.	1,0	4,9	9,9
nov.	1,4	2,0	1,3	0,9	1,2	3,8	3,7	-0,9	5,6	.	1,5	5,3	10,2
dic.	1,2	.	.	1,0	1,2	2,2	.	.	.	.	.	4,7	.
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>													
2000	2,6	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	3,1	4,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	2,1	1,3	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>													
2000	47,3	52,8	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	45,4	54,4	38,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	45,5	52,7	38,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, in percentuale in ragione d'anno, media nel periodo</b>													
2003 lug.	4,17	4,51	4,47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	4,35	4,70	4,65	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	4,40	4,73	4,76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	4,44	4,85	4,96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	4,57	4,98	5,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	4,52	4,86	4,94	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PIL a prezzi costanti</b>													
2001	1,6	0,9	2,1	3,1	6,5	4,0	7,9	6,5	3,8	-1,2	1,0	2,9	3,8
2002	1,0	1,9	1,7	2,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4
2003 1° trim.	1,4	1,9	1,9	2,4	5,2	2,8	8,8	9,3	2,7	-1,9	2,2	2,2	4,1
2° trim.	-1,2	0,5	2,7	2,4	3,5	0,7	6,2	6,7	2,4	0,7	3,8	2,1	3,8
3° trim.	-0,5	2,0	1,9	3,4	4,6	2,2	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>													
2001	3,1	3,8	-2,2	-5,4	-5,9	-4,3	-9,0	-4,8	-2,8	-4,4	-3,9	0,2	.
2002	2,6	4,3	-1,6	-6,0	-12,0	-5,4	-7,4	-4,9	-3,7	-1,2	-3,5	1,4	-7,6
2003 1° trim.	2,2	5,4	-0,2	-2,5	-19,5	-14,9	-5,4	-3,5	-5,3	-11,0	-3,3	-0,4	-1,7
2° trim.	2,8	4,1	-3,5	-7,2	-13,7	.	-10,2	-7,3	-8,4	-6,2	-2,2	-0,4	-0,8
3° trim.	4,3	.	-2,6	-7,8	.	.	-10,0	.	-6,0	3,2	-0,7	1,9	2,1
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>													
2001	3,7	5,5	3,6	-	2,0	-	-2,1	-6,8	12,0	-	-	.	3,0
2002	2,0	0,4	2,7	-	2,0	-	0,0	-9,4	8,2	-	-	.	4,4
2003 1° trim.	1,2	-	3,0	-	7,1	-	-	.	.	-	-	.	-
2° trim.	2,2	-	3,2	-	7,4	-	-	.	.	-	-	.	-
3° trim.	2,7	-	.	-	5,8	-	-	.	.	-	-	.	-
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>													
2001	4,6	4,9	5,1	7,3	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,4	19,8	6,1	18,7
2002	.	.	.	.	.	4,5	.	12,7	5,8	.	.	.	.
2003 1° trim.	5,5	5,5	5,0	7,7	10,4	4,5	10,4	13,0	5,8	7,7	19,2	6,5	17,2
2° trim.	5,8	5,6	4,9	7,6	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,0	19,2	6,6	16,8
3° trim.	.	.	.	.	.	4,7	.	12,0	5,8	.	.	.	.
2003 lug.	5,7	5,6	5,0	7,6	10,3	4,6	10,3	12,5	5,7	7,9	19,2	6,6	16,9
ago.	5,8	5,6	4,9	7,6	10,1	4,6	10,3	12,5	5,7	8,0	19,2	6,6	16,7
set.	5,9	5,6	4,9	7,6	10,0	4,6	10,4	12,4	5,8	8,0	19,1	6,7	16,7
ott.	6,0	5,9	.	7,6	9,8	4,6	10,4	12,1	5,8	8,1	19,1	6,6	16,6
nov.	.	6,0	.	7,6	9,7	4,6	10,4	12,0	5,8	.	19,1	6,5	16,5
dic.	.	.	.	.	.	4,8	.	11,8	5,9	.	.	.	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

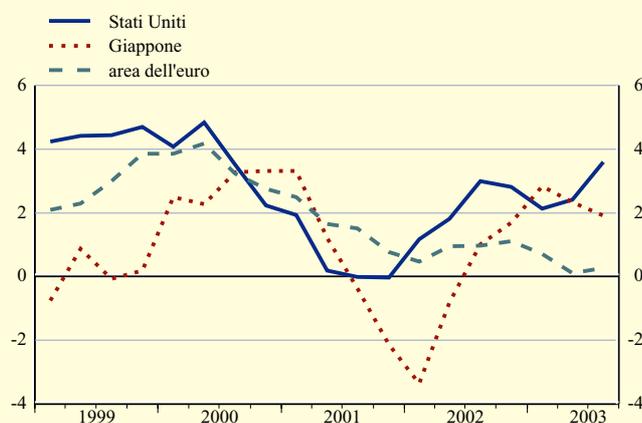
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto (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>1)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>2)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>2)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>3)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>4)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2000	3,4	3,2	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,924	1,4	44,2
2001	2,8	0,6	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,6
2002	1,6	-1,7	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,946	-3,4	45,8
2003	.	.	.	.	6,0	.	1,22	4,00	1,131	.	.
2002 4° trim.	2,2	-0,9	2,8	1,2	5,9	6,4	1,55	3,99	0,999	-3,9	45,8
2003 1° trim.	2,9	0,1	2,1	0,7	5,8	6,3	1,33	3,90	1,073	-4,2	46,3
2° trim.	2,1	0,5	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,137	-4,7	47,1
3° trim.	2,2	0,0	3,6	-0,6	6,1	7,9	1,13	4,22	1,125	-5,2	.
4° trim.	.	.	.	.	5,9	.	1,17	4,27	1,189	.	.
2003 ago.	2,2	-	-	-1,1	6,1	8,0	1,14	4,44	1,114	-	-
set.	2,3	-	-	0,0	6,1	7,4	1,14	4,29	1,122	-	-
ott.	2,0	-	-	0,9	6,0	6,6	1,16	4,27	1,169	-	-
nov.	1,8	-	-	1,7	5,9	4,6	1,17	4,29	1,170	-	-
dic.	.	-	-	.	5,7	.	1,17	4,26	1,229	-	-
Giappone											
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,4	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2003	.	.	.	.	.	1,7	0,06	0,99	131,0	.	.
2002 4° trim.	-0,5	-8,5	1,7	6,0	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 1° trim.	-0,2	-6,8	2,8	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
2° trim.	-0,2	-3,2	2,3	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,7	.	.
3° trim.	-0,2	-1,8	1,9	0,9	.	1,8	0,05	1,20	132,1	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	1,5	0,06	1,38	129,4	.	.
2003 ago.	-0,3	0,0	-	-1,3	.	2,0	0,05	1,15	132,4	-	-
set.	-0,2	-5,1	-	4,1	.	1,8	0,05	1,45	128,9	-	-
ott.	0,0	-4,3	-	3,8	.	1,5	0,06	1,40	128,1	-	-
nov.	-0,5	-	-	2,4	.	1,6	0,06	1,38	127,8	-	-
dic.	.	-	-	.	.	1,5	0,06	1,35	132,4	-	-

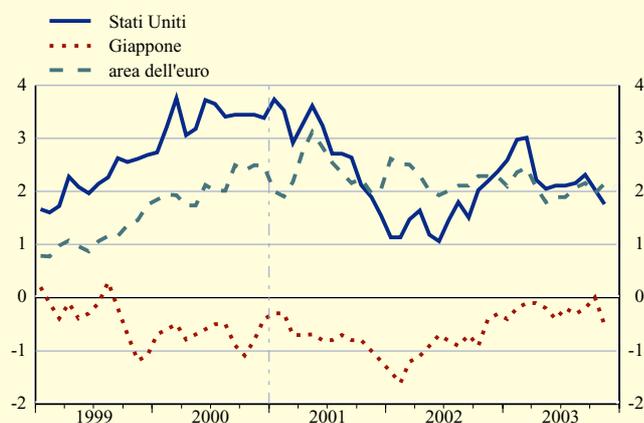
### F35 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F36 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5, 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 2) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

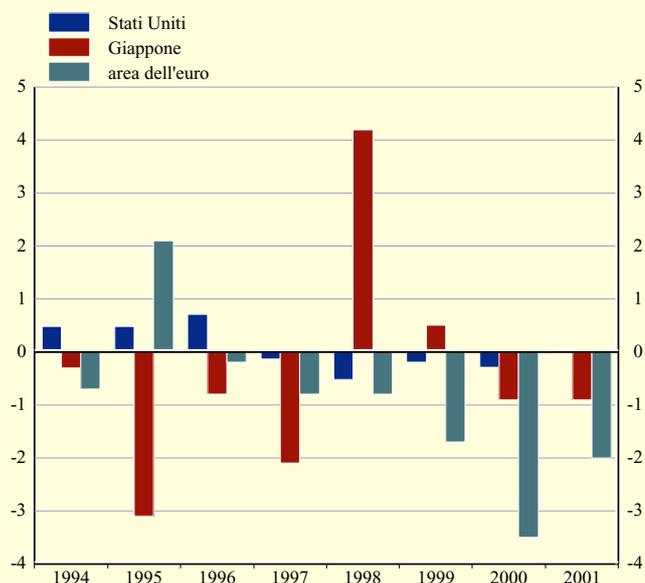
- 3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.
- 4) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

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

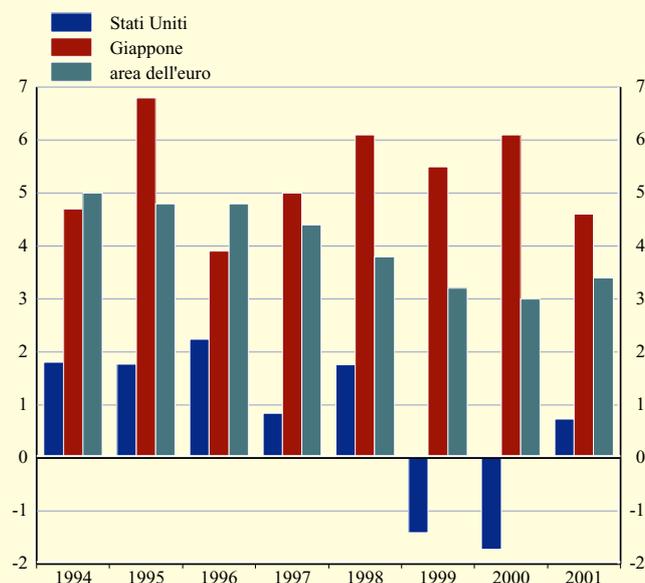
### 2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,9	12,4	4,8	11,2	6,3
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	4,0	11,5	5,8
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	1,9	7,7	1,8	1,9	13,0	6,5	11,6	5,8
2002	15,0	18,6	-4,7	7,7	7,6	1,7	7,7	2,0	0,2	12,8	6,1	12,5	7,0
2001 4° trim.	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	2,1	8,5	0,8	2,2	13,4	3,5	10,9	3,5
2002 1° trim.	15,5	18,6	-4,1	7,5	7,8	1,8	7,9	1,5	0,4	12,8	6,1	12,3	6,9
2° trim.	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,6	7,7	2,6	1,0	12,7	5,8	12,7	5,9
3° trim.	14,6	18,6	-4,7	7,8	7,6	0,3	7,5	1,0	-1,4	12,9	4,7	12,5	6,8
4° trim.	14,3	18,7	-5,1	7,8	7,5	2,3	7,6	2,8	0,7	12,7	7,6	12,2	8,4
2003 1° trim.	14,0	18,4	-5,2	7,4	7,4	2,1	7,4	2,5	0,5	12,7	7,3	12,1	8,3
2° trim.	13,9	18,2	-5,2	7,3	7,4	4,1	8,0	3,6	2,4	12,9	12,2	12,2	12,6
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Giappone													
1999	27,9	26,0	2,2	14,5	14,8	0,5	13,8	-5,0	0,6	5,2	5,7	11,5	0,3
2000	27,8	26,3	2,3	15,8	15,5	0,9	14,3	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,7	-0,1
2001	26,5	25,8	2,0	15,7	15,3	-2,8	14,2	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	.	24,1	.	.	.	-2,9	.	-7,1	-0,9	.	0,7	.	-2,1
2001 4° trim.	25,5	25,5	2,0	.	.	4,3	.	5,7	-0,3	.	9,9	.	-0,6
2002 1° trim.	29,6	22,8	3,4	.	.	9,1	.	-4,8	-3,0	.	-6,6	.	2,5
2° trim.	.	22,7	.	.	.	-27,8	.	-23,6	0,8	.	5,8	.	-8,5
3° trim.	.	23,7	.	.	.	1,2	.	-9,7	-2,3	.	-6,8	.	-0,6
4° trim.	.	25,0	.	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,4	.	-1,5
2003 1° trim.	.	22,9	.	.	.	16,0	.	-4,6	0,3	.	-11,2	.	2,9
2° trim.	.	23,3	.	.	.	-25,1	.	-21,4	-0,9	.	4,1	.	-5,5
3° trim.	.	24,1	.	.	.	-2,7	.	-13,6	-2,9	.	-5,1	.	-3,7

### F37 Saldo finanziario delle società non finanziarie (in percentuale del PIL)



### F38 Saldo finanziario delle famiglie<sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)



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

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

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S31
F14	Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente	S32
F15	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S33
F16	Titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S35
F18	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S36
F19	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S37
F20	Nuovi depositi con durata prestabilita	S39
F21	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S39
F22	Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S40
F23	Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi	S40
F24	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S41
F25	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S41
F26	Down Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S42
F27	Saldi di conto corrente	S54
F28	Investimenti diretti e di portafoglio	S54
F29	Conto dei beni	S55
F30	Conto dei servizi	S55
F31	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F32	Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2002	S63
F33	Tassi di cambio effettivi	S66
F34	Tassi di cambio bilaterali	S66
F35	PIL a prezzi costanti	S69
F36	Indici dei prezzi al consumo	S69
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S70
F38	Saldo finanziario delle famiglie	S70





## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### (I. ANDAMENTI MONETARI E TASSI DI INTERESSE)

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese  $t$ , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

$$(c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  sono definite come:

$$(d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

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

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Monetary statistics* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  - ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  - può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

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

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

Infine, la media mobile centrata su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

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

In seguito all'entrata in vigore il 1° gennaio del Regolamento BCE/2001/13 della BCE, diverse scomposizioni dei dati di bilancio delle IFM che venivano, in precedenza, rese disponibili a frequenza trimestrale sono ora disponibili a frequenza mensile, fornendo in tal modo dati mensili relativi, per esempio, ai prestiti alle famiglie. Comunque, per il momento e fino a che non saranno disponibili serie mensili contenenti dati per un intero anno, i tassi di crescita continueranno a essere calcolati sulla base di dati trimestrali.

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

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

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

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-

ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori di destagionalizzazione (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono revisionati con periodicità annuale o quanto richiesto.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come  $T_t$  le transazioni nel trimestre  $t$  e come  $L_t$  le consistenze al termine del trimestre

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Monetary statistics*.
- 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.

$t$ , il tasso di crescita per il trimestre  $t$  viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni 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 corrette. Indicando con  $N_t^M$  le transazioni (emissioni nette) nel mese  $t$  e con  $L_t$  il livello delle consistenze alla fine del mese  $t$ , l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. La variazione percentuale sui 12 mesi per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello

utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” per le statistiche sulle emissioni di titoli, per le quali la BCE raccoglie le informazioni relative alle emissioni lorde e quelle relative ai rimborsi separatamente, e le “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

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.

##### RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

##### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Monetary statistics*.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2  
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE  
DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA  
DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni e sui servizi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni

bisestili e della Pasqua. I dati relativi ai servizi sono preliminarmente sottoposti alla sola correzione per il numero di giornate lavorative. La destagionalizzazione per i beni e servizi viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I redditi e i trasferimenti correnti non subiscono alcuna correzione preliminare. 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 vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

## NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 14 gennaio 2004.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche 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 "paesi aderenti" è costituito da: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia.

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.

### 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 saranno implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coinciderà 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 definito per la fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per

le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici).

Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero". La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente. Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

## CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

(S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti (“a breve termine” indica una scadenza originaria fino a un anno, “a lungo termine” una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell’area dell’euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tutti i paesi dell’area dell’euro contribuiscono alle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli, ma l’Irlanda e il Lussemburgo per il momento non forniscono dati trimestrali sui conti finanziari nazionali.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell’area dell’euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare,

informazioni per settore più complete in merito all’acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

## MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l’area dell’euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l’euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell’area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli “a breve termine” comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). 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 le emissioni, i rimborsi e le consistenze in essere di titoli per tutte le scadenze, con una scomposizione aggiuntiva di

titoli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

Le colonne da 1 a 4 riportano le consistenze in essere, le emissioni lorde, i rimborsi e le emissioni nette per tutti i titoli denominati in euro. Le colonne da 5 a 8 riportano le medesime voci per i titoli non azionari (titoli di debito) emessi da soggetti residenti nell'area. Le colonne da 9 a 11 le quote (in percentuale) di consistenze in essere, emissioni lorde, rimborsi e emissioni nette di titoli emessi in euro da residenti nell'area. La colonna 12 riporta le emissioni nette da parte di residenti nell'area di titoli denominati in euro.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95<sup>3)</sup>. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere nella colonna 1 della sezione 4.2 sono identici ai dati riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con quelli relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (sezione 2.1, colonna 8).

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza e per settore emittente). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale acquista o dismette attività finanziarie e contrae o ripiana 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.

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 sud-

divise 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 det-

3) I codici numerici SEC 95 per i settori indicati nelle tavole del Bollettino sono i seguenti: IFM (incluso l'Eurosistema), che comprendono la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); società finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le imprese di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); amministrazioni centrali (S1311); altre amministrazioni pubbliche, che comprendono le amministrazioni statali nei paesi a struttura federale (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti di previdenza (S1314).

taglio 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 PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC stagionalizzato, 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>4)</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>5)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette ad

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

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 i costi del lavoro medi per ora lavorata. Tali indicatori non coprono i settori dell'agricoltura, della pesca, delle Amministrazioni pubbliche, dell'istruzione, della sanità e degli altri servizi non classificati. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati nazionali non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA, di 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 6.3 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 per l'area dell'euro 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.

Nella sezione 6.1 sono riportate statistiche 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>6)</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. 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.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni 7.1, 7.2, 7.4 e 7.5) 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 maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7)<sup>7)</sup> e con la documentazione dell'Eurostat. Un'ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2003), disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

La tavola 2 nella sezione 7.1 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 7 nella sezione 7.1 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.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio, le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza fino a due anni. Una specifica nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta 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 sezione 7.3.1 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti e di petrolio sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione per area geografica sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali.

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

7) GU L. 131 del 28.5.2003, pag. 20.

tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Parte della differenza deriva dall'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nella rilevazione dei beni importati, che nel 2001 rappresentavano circa il 5 per cento del valore c.i.f. delle importazioni (stime della BCE).

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 economia (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.

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 serie storiche vengono riviste regolarmente. I dati sulle riserve ufficiali relativi a periodi anteriori a fine 1999 non sono del tutto confrontabili con quelli relativi ai periodi successivi. 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.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio nominali effettivi dell'euro, calcolati

dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti nel 1995-97 con i paesi partner commerciali, e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Il gruppo ristretto comprende Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Svizzera, Svezia, Corea del Sud, Hong Kong, Danimarca, Singapore, Canada, Norvegia e Australia. Il gruppo ampio di paesi partner comprende, in aggiunta a quelli del gruppo ristretto, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cina, Cipro, Croazia, Estonia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Slovenia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Ungheria. I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati utilizzando i prezzi al consumo (IPC), i prezzi alla produzione nell'industria manifatturiera (IPP), il prodotto interno lordo (deflatore del PIL), i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera (CLUPM) e nel totale dell'economia (CLUPT). Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei tassi di cambio effettivi, cfr. l'articolo *Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro*, pubblicato nel numero di agosto 2003 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.



# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>

## 3 GENNAIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

## 7 FEBBRAIO, 7 MARZO, 4 APRILE, 2 MAGGIO, 6 GIUGNO E 4 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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.

## 10 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre da 20 a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nella seconda metà del 2002. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

## 1° AGOSTO, 12 SETTEMBRE, 10 OTTOBRE E 7 NOVEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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.

## 5 DICEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale di 0,50 punti percentuali, al 2,75 per cento, con effetto dalla operazione con regolamento l'11 dicembre 2002. Decide, inoltre, di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2002.

In aggiunta, decide che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

## 9 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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.

## 23 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE e le pagine 231-233 del Rapporto Annuale 2001 della BCE.

dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo 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. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Si prevede che queste misure divengano effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

### 6 FEBBRAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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.

### 6 MARZO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre 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 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

### 3 APRILE 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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 MAGGIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli 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.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre 1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come benchmark per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

#### **5 GIUGNO 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti

percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

#### **10 LUGLIO, 31 LUGLIO, 4 SETTEMBRE, 2 OTTOBRE, 6 NOVEMBRE, 4 DICEMBRE 2003 E 8 GENNAIO 2004**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

#### **12 GENNAIO 2004**

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.





## DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2003

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea nel 2003. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra ottobre e dicembre 2003. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e Informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 2002*, aprile 2003.

### ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

*La domanda di circolante nell'area dell'euro e l'impatto della sostituzione del contante*, gennaio 2003.

*CLS – obiettivi, principi generali e implicazioni*, gennaio 2003.

*La relazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro*, febbraio 2003.

*Regimi di cambio per i paesi emergenti*, febbraio 2003.

*La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione*, aprile 2003.

*Sviluppi nell'ambito delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro*, aprile 2003.

*L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro*, aprile 2003.

*Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro*, maggio 2003.

*L'elettronificazione dei pagamenti in Europa*, maggio 2003.

*L'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo*, maggio 2003.

*I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria*, giugno 2003.

*Andamenti di fondo degli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro*, luglio 2003.

*Le prime esperienze nella gestione della stampa ed emissione di banconote in euro*, luglio 2003.

*Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria*, agosto 2003.

*I recenti sviluppi del settore bancario nell'area dell'euro*, agosto 2003.

*Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro*, agosto 2003.

*Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro*, ottobre 2003.

*Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa*, ottobre 2003.

*Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro*, novembre 2003.

*La risoluzione delle crisi nelle economie emergenti – le sfide per la comunità internazionale*, novembre 2003.

*Il ruolo internazionale dell'euro: principali andamenti dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria*, novembre 2003.

*L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio*, gennaio 2004.

*Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi*, gennaio 2004.

*La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro*, gennaio 2004.

### OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 8 *An introduction to the ECB's survey of professional forecasters*, di J. A. Garcia, settembre 2003.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 279 *Designing targeting rules for international monetary policy cooperation*, di G. Benigno e P. Benigno, ottobre 2003.
- 280 *Inflation, factor substitution and growth*, di R. Klump, ottobre 2003.
- 281 *Identifying fiscal shocks and policy regimes in OECD countries*, di G. de Arcangelis e S. Lamartina, ottobre 2003.
- 282 *Optimal dynamic risk sharing when enforcement is a decision variable*, di T. V. Koepl, ottobre 2003.
- 283 *U.S., Japan and the euro area: comparing business-cycle features*, di P. McAdam, novembre 2003.
- 284 *The credibility of the monetary policy "free lunch"*, di J. Yetman, novembre 2003.
- 285 *Government deficits, wealth effects and the price level in an optimising model*, di B. Annicchiarico, novembre 2003.
- 286 *Country and sector-specific spillover effects in the euro area, the United States and Japan*, di B. Kaltenhaeuser, novembre 2003.
- 287 *Consumer inflation expectations in Poland*, di T. Łyziak, novembre 2003.
- 288 *Implementing optimal control cointegrated I(1) structural VAR models*, di F. V. Monti, novembre 2003.
- 289 *Monetary and fiscal interactions in open economies*, di G. Lombardo e A. Sutherland, novembre 2003.
- 290 *Inflation persistence and robust monetary policy design*, di G. Coenen, novembre 2003.
- 291 *Measuring the time-inconsistency of US monetary policy*, di P. Surico, novembre 2003.
- 292 *Bank mergers, competition and liquidity*, di E. Carletti, P. Hartmann e G. Spagnolo, novembre 2003.
- 293 *Committees and special interests*, di M. Felgenhauer e H. P. Grüner, novembre 2003.
- 294 *Does the yield spread predict recessions in the euro area?*, di F. Moneta, dicembre 2003.
- 295 *Optimal allotment policy in the eurosystem's main refinancing operations?*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, dicembre 2003.
- 296 *Monetary policy analysis in a small open economy using bayesian cointegrated structural VARs?*, di M. Villani e A. Warne, dicembre 2003.
- 297 *Measurements of contagion in banks' equity prices*, di R. Gropp e G. Moerman, dicembre 2003.
- 298 *The lender of last resort: a 21<sup>st</sup> century approach*, di X. Freixas, B. M. Parigi e J.-C. Rochet, dicembre 2003.

#### ALTRE PUBBLICAZIONI

- EU banking sector stability*, febbraio 2003.
- List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, febbraio 2003.
- Review of the foreign exchange market structure*, marzo 2003.
- Structural factors in the EU housing markets*, marzo 2003.
- List of Monetary Financial Institutions in the accession countries*, marzo 2003.
- Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions*, marzo 2003.
- Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat). Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics*, marzo 2003.
- TARGET Annual Report 2002*, aprile 2003.

*Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units, aprile 2003.*

*Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries, maggio 2003.*

*Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries, maggio 2003.*

*Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods, maggio 2003.*

*Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology, maggio 2003.*

*The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main, giugno 2003.*

*Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty, giugno 2003.*

*Development in national supervisory structures, giugno 2003.*

*Oversight standards for euro retail payment system, giugno 2003.*

*Towards a Single Euro Payments Area – progress report, giugno 2003.*

*Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets, luglio 2003.*

*ECB statistics: A brief overview, agosto 2003.*

*Portfolio investment income: Task force report, agosto 2003.*

*The New Basel Capital Accord, settembre 2003.*

*Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures, settembre 2003.*

*Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20), 22 settembre 2003.*

*Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, settembre 2003.*

*Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties, settembre 2003.*

*Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries, ottobre 2003.*

*Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18, ottobre 2003.*

*European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2003.*

*Money market study 2002, novembre 2003.*

*Background Studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, novembre 2003.*

*Structural analysis of the EU banking sector, year 2002, novembre 2003.*

*TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003, novembre 2003.*

*TARGET2: the payment system of the Eurosystem, novembre 2003.*

*Seasonal adjustment, dicembre 2003.*

*Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review, novembre 2003.*

*EU banking sector stability, novembre 2003.*

*Review of the role international of the euro, dicembre 2003.*

*Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries, dicembre 2003.*

**OPUSCOLI INFORMATIVI**

*Information guide for credit institution using TARGET, luglio 2003.*

## GLOSSARIO

**Amministrazioni pubbliche [general government]:** comprendono l'amministrazione centrale, quelle statali (nei paesi a struttura federale) e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale. Gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, come le aziende pubbliche, sono esclusi, in linea di principio, dalle amministrazioni pubbliche.

**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]:** includono le attività sull'estero delle IFM dell'area dell'euro (quali l'oro, le banconote in valute diverse dall'euro, i titoli emessi da non residenti nell'area e i prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali i depositi detenuti da non residenti nell'area, 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).

**Bilancio consolidato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM) [consolidated balance sheet of the monetary financial institution (MFI) sector]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (principalmente i prestiti concessi da una IFM a un'altra IFM).

**Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]:** esportazioni e importazioni di beni tra i paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Il commercio tra i paesi dell'area dell'euro rileva i flussi di ricezione e spedizione di beni tra i paesi dell'area, mentre il commercio con il resto del mondo rileva il commercio dell'area dell'euro con l'estero. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono direttamente 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.

**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 degli occupati e il prodotto interno lordo a prezzi costanti.

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]:** comprende i prestiti delle IFM ai residenti nell'area dell'euro e i titoli emessi dai residenti nell'area e detenuti dalle IFM. Per titoli si intendono le azioni e partecipazioni e i titoli di debito.

**Curva dei rendimenti [yield curve]:** descrive la relazione esistente in un determinato momento fra tassi di interesse su scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse per coppia di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]:** include i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie, valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Nei conti finanziari trimestrali il debito 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 conti finanziari annuali.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

**Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]:** misura, basata sulle transazioni, del tasso di interesse prevalente nel mercato interbancario *overnight* in euro.

**Euribor [*Euribor (euro interbank offered rate)*]:** tasso al quale vengono concessi i prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito, calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie non superiori ai dodici mesi.

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria. Essi includono, 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*]:** la somma delle persone occupate e dei disoccupati.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** le istituzioni finanziarie che costituiscono il settore che emette moneta dell'area dell'euro. Esse includono la BCE, le banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro nonché le istituzioni creditizie e i fondi comuni monetari con sede nell'area dell'euro.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** misura dei nuovi impieghi, degli impieghi liberi e di quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un idoneo candidato.

**Indagini della Commissione europea [*EC surveys*]:** sono le indagini qualitative presso le famiglie e le imprese condotte per conto della Commissione europea mediante questionari rivolti ai consumatori e ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi. Gli indicatori del clima di fiducia sono indicatori compositi calcolati come la media aritmetica dei saldi percentuali di varie componenti (per maggiori dettagli, cfr. la tavola 5.2.5. nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino).

**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 utilizzate per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Eurozone 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 inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro (*Eurozone Composite Index*) viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti i paesi della UE.

**Indice dei prezzi degli input del settore manifatturiero dell'area dell'euro [Eurozone Manufacturing Input Prices Index (EPI)]:** media ponderata dei dati sui prezzi degli input nel settore manifatturiero risultanti dalle indagini sulle condizioni del settore condotte in diversi paesi dell'area dell'euro.

**Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (incluse le gratifiche di qualsiasi genere), i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro e altri costi (quali i costi di formazione, di reclutamento e le imposte relative all'occupazione) e al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi su tutti gli occupati per il totale delle ore da loro lavorate (comprese le ore di straordinario).

**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.

**Inerzia salariale [wage drift]:** misura del divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali di base (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

**Investimenti di portafoglio [portfolio investment]:** rilevazione delle acquisizioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro di titoli emessi da non residenti ("attività") e delle acquisizioni nette da parte di non residenti di titoli emessi da residenti nell'area ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari, i titoli di debito del tipo di obbligazioni e notes e gli 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 dei diritti di voto.

**Investimenti diretti [direct investment]:** investimenti internazionali che riflettono lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione equivalente ad almeno il 10 per cento dei diritti di voto). Il conto degli investimenti diretti rileva le acquisizioni nette di attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le acquisizioni nette di attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro"). Gli investimenti diretti includono quelli in capitale di rischio, gli utili reinvestiti ed altri riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

**M1: aggregato monetario ristretto.** 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 ai due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali.

**M3: aggregato monetario ampio.** Si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, vale a dire le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore ai due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]:** l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri della UE non partecipanti alla Fase Tre della UEM.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [longer-term refinancing operation]:** operazione mensile di mercato aperto, condotta dall'Eurosistema, con scadenza solitamente a tre mesi. Le operazioni sono condotte come aste a tasso variabile con volumi di aggiudicazione preannunciati.

**Operazione di rifinanziamento principale [main refinancing operation]:** operazione settimanale di mercato aperto, condotta dall'Eurosistema. Nel 2003 il Consiglio direttivo ha deciso che a partire da marzo 2004 la durata di queste operazioni sarà ridotta da due settimane a una. Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte come aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta preannunciato.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema, attraverso le quali le controparti possono ottenere credito dalle banche centrali nazionali a un tasso di interesse predefinito a fronte di attività idonee.

**Parità centrale [central parity]:** tasso di cambio delle valute partecipanti agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno al quale sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [MFI longer-term financial liabilities]:** includono i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i titoli di debito con scadenza originaria superiore ai due anni nonché il capitale e le riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.)]:** il valore e la composizione delle consistenze delle attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo. Viene anche definita come posizione attiva netta verso l'estero.

**Prezzi alla produzione nell'industria [industrial producer prices]:** misura dei 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 risultato finale dell'attività produttiva. Corrisponde alla produzione di beni e servizi dell'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 esportazioni e importazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [labour productivity]:** misura della produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. La produttività del lavoro si può misurare in diversi modi. 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]:** indice del valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt ratio (general government)*]:** per debito pubblico si intende il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle Amministrazioni pubbliche. Il rapporto debito pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato correnti ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il disavanzo pubblico è definito come indebitamento netto e corrisponde alla differenza fra le entrate e spese totali delle Amministrazioni pubbliche. Il rapporto disavanzo pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [*compensation per employee*]:** i redditi si definiscono come la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, pagabile dai datori di lavoro agli occupati. I redditi comprendono sia i salari e gli stipendi lordi, sia le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. I redditi per occupato si definiscono come i redditi totali divisi per il numero totale degli occupati.

**Retribuzioni lorde mensili [*gross monthly earnings*]:** misura dei salari e degli stipendi lordi mensili degli occupati, compresi i contributi previdenziali a loro carico.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che le istituzioni creditizie devono detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri di un periodo di mantenimento di circa un mese.

**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.

**Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE, nominali/reali) [*euro effective exchange rates (EERs, nominal/real)*]:** i TCE nominali dell'euro sono medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali. I pesi utilizzati riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area. I tassi di cambio effettivi 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 di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** i tassi di interesse che vengono fissati dal Consiglio direttivo e che riflettono l'orientamento della politica monetaria della BCE. Essi sono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Titoli azionari [*equity securities*]:** rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. I titoli azionari di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Titoli di debito [*debt securities*]:** rappresentano una promessa da parte dell'emittente (il prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (il prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Essi recano solitamente uno specifico tasso di interesse (la 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.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito i cui pagamenti delle cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente il valore di riferimento per la crescita sui dodici mesi di M3 è pari al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad es., dei titoli di debito o delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle opzioni.