



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

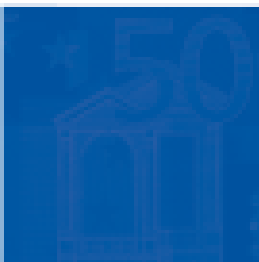
12 | 2004

**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**



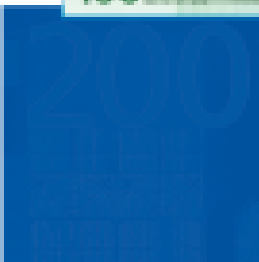


BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE APRILE 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 31 marzo 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE	5
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	12
Prezzi e costi	30
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	36
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	43
Riquadri:	
1 La pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali	19
2 Reazioni dei mercati azionari agli attacchi terroristici dell'11 marzo 2004 a Madrid	26
3 I recenti andamenti delle attese di inflazione a lungo termine	33
4 Stime preliminari del fatturato del commercio al dettaglio nell'area dell'euro	38
ARTICOLI	
L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi	49
Gli sviluppi futuri del sistema Target	63
I paesi partner del "processo di Barcellona" e le loro relazioni con l'area dell'euro	71
STATISTICHE	SI
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 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
HWWA	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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



EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 1° aprile 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.

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha confermato la propria valutazione secondo cui l'attuale orientamento di politica monetaria è in linea con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Pertanto, i tassi d'interesse di riferimento della BCE sono stati lasciati invariati. Il loro basso livello continua a sostenere la ripresa economica nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo seguirà a tenere sotto attenta osservazione tutti gli sviluppi suscettibili di influenzare la propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto riguarda l'analisi economica, il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro continuerebbe a mostrare una ripresa nel 2004, dopo essersi collocato allo 0,3-0,4 per cento sul trimestre precedente nella seconda parte del 2003. Gli indicatori economici pubblicati di recente forniscono segnali contrastanti, che suggeriscono un certo grado di incertezza nel breve periodo. Nel contempo, le informazioni preliminari disponibili dopo gli attentati di Madrid non denotano un impatto significativo sulle prospettive economiche. Nel complesso, non vi sono al momento riscontri che mettano in dubbio la valutazione del protrarsi, sebbene a ritmi modesti, dell'espansione del PIL dell'area nel breve termine.

In una prospettiva di più lungo periodo, sussistono le condizioni per il perdurare della ripresa nel 2004 e per il suo rafforzamento negli anni successivi. Innanzitutto, la crescita dell'economia mondiale è vigorosa e ampiamente diffusa in termini sia geografici che settoriali e contribuisce a creare un contesto esterno positivo per l'area dell'euro. Le esportazioni dell'area

dovrebbero quindi aumentare in misura considerevole quest'anno e il prossimo, nonostante la scorsa perdita di competitività di prezzo.

All'interno dell'area, gli investimenti dovrebbero beneficiare delle favorevoli condizioni di finanziamento, di un incremento degli utili societari e degli effetti dell'evoluzione della domanda mondiale. Alcuni segnali di aumento degli investimenti fissi sono già emersi nel quarto trimestre dello scorso anno. Quanto ai consumi privati, la crescita del reddito disponibile reale dovrebbe indurre un'espansione della spesa, in un periodo in cui non sussistono vincoli finanziari suscettibili di frenare la spesa delle famiglie. Inoltre, i consumi privati dovrebbero essere progressivamente sostenuti da un miglioramento dell'occupazione e delle relative attese.

Questa valutazione trova riscontro nelle previsioni e proiezioni disponibili. Qualsiasi esercizio prospettico è chiaramente condizionato da un insieme di ipotesi ed è soggetto a rischi. Allo stadio attuale, i rischi esistenti sono connessi essenzialmente ai persistenti squilibri in alcune regioni del mondo e alla debolezza dei consumi privati nell'area dell'euro. Quanto a questi ultimi, i cittadini dell'area che continuano a percepire un'inflazione elevata possono fare affidamento sull'accuratezza degli indici ufficiali e sulla determinazione del Consiglio direttivo nel continuare a preservare la stabilità dei prezzi in futuro. Inoltre, le incertezze che circondano le politiche di bilancio e le riforme strutturali in alcuni paesi dell'area potrebbero avere esercitato un impatto negativo sul clima di fiducia dei consumatori. Garantire chiarezza riguardo al contenuto e ai tempi di attuazione di tali riforme, nonché una migliore comprensione dei loro benefici per tutti i cittadini contribuirebbe in misura determinante a rafforzare la fiducia.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per marzo un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC dell'1,6 per cento, livello identico a quello di febbraio e inferiore rispetto all'1,9 per cento

di gennaio. Tuttavia, nei prossimi mesi l'inflazione potrebbe tornare ad aumentare, principalmente a seguito di effetti base, connessi ai prezzi dei beni energetici, e a incrementi delle imposte indirette.

Oltre queste oscillazioni di breve periodo, ci si attende che l'andamento dei prezzi rimanga in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. Tenuto conto del graduale ritmo previsto per la ripresa economica, la dinamica salariale dovrebbe restare moderata. Gli ultimi dati sull'incremento delle retribuzioni nel quarto trimestre del 2003 confortano questa ipotesi. Inoltre, lo scorso apprezzamento del tasso di cambio dell'euro continuerà ad attenuare le pressioni sui prezzi all'importazione. Esso dovrebbe anche contenere le spinte inflazionistiche derivanti dall'aumento dei corsi delle materie prime, in parte connesso alla vigorosa domanda mondiale.

Se da un lato queste prospettive per l'andamento dei prezzi sono coerenti con le previsioni e proiezioni disponibili, dall'altro va tenuto presente il carattere condizionale di queste ultime. Pertanto, il Consiglio direttivo continuerà a seguire costantemente tutti gli indicatori. In particolare, occorre prestare particolare attenzione all'aumento dei prezzi delle materie prime e all'evoluzione delle attese di inflazione a lungo termine.

Passando all'analisi monetaria, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 evidenzia un calo, per quanto lento, dall'estate del 2003. Nel contempo, si è registrata un'accelerazione dei prestiti al settore privato. L'espansione della moneta e del credito sembra essere sostenuta dal basso livello dei tassi d'interesse nell'area dell'euro e potrebbe anche riflettere il miglioramento del contesto economico dall'estate dello scorso anno.

Data la forte crescita di M3 negli ultimi anni, il livello di liquidità nell'area dell'euro è significativamente superiore a quello necessario per finanziare una crescita non inflazionistica. Gli effetti di tale elevato livello sull'inflazione nel

medio periodo dipenderanno in gran parte dal futuro andamento dell'economia e dei mercati finanziari. Se dovesse persistere, l'eccesso di liquidità potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche a medio termine.

In sintesi, l'analisi economica continua a segnalare che le prospettive per l'evoluzione dei prezzi nel medio periodo sono coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi. La verifica incrociata con l'analisi monetaria non modifica tale quadro.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo ritiene che permangano motivi di preoccupazione. Le recenti informazioni indicano l'emergere di notevoli squilibri in un numero crescente di paesi e segnalano che le attuali politiche fiscali non saranno sufficienti per conseguire gli obiettivi di risanamento presentati nei programmi di stabilità aggiornati. Si esortano tutti i governi interessati ad attuare misure di correzione in maniera tempestiva e continuativa.

Riguardo alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo ha accolto con soddisfazione le conclusioni della presidenza del Consiglio europeo tenutosi lo scorso 26 marzo a Bruxelles. Le riforme strutturali sono indispensabili ad assicurare un più elevato livello di crescita sostenibile e di occupazione. Come ha rilevato il Consiglio europeo, occorre accelerare in misura significativa il processo di riforma e la questione critica è ora rappresentata dalla necessità di una migliore attuazione degli impegni assunti. Porre fine all'incertezza politica e ai ritardi nel portare avanti politiche di bilancio sostenibili ed efficaci riforme strutturali rafforzerebbe la fiducia del settore privato; a sua volta ciò contribuirebbe a intensificare la ripresa economica nell'area dell'euro, tenuto conto del favorevole orientamento della politica monetaria.

Questa edizione del Bollettino contiene tre articoli. Il primo esamina i principali effetti delle politiche di bilancio sulla stabilità macroeconomica e sull'andamento dei prezzi. Il secondo verte sui risultati conseguiti riguardo

a Target, il sistema di pagamento con regolamento lordo in tempo reale dell'Eurosistema, e descrive la transizione dall'attuale sistema a quello di nuova generazione, Target 2. Il terzo passa in rassegna le caratteristiche strutturali e

macroeconomiche dei dodici paesi partner del "Processo di Barcellona", volto alla creazione di una zona di libero scambio tra l'Unione europea e alcuni Stati del Mediterraneo entro il 2010.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi mesi le prospettive dell'attività economica internazionale sono ulteriormente migliorate: nel 2004 il PIL mondiale dovrebbe crescere in termini reali al maggiore tasso annuo registrato dal 2000. Allo stesso tempo, le prospettive sono caratterizzate da rischi sia al rialzo sia al ribasso. Gli attacchi terroristici dell'11 marzo a Madrid evidenziano il persistere di rischi geopolitici, sebbene non ci si attende che gli attacchi incidano sulla ripresa economica globale in misura significativa.

ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

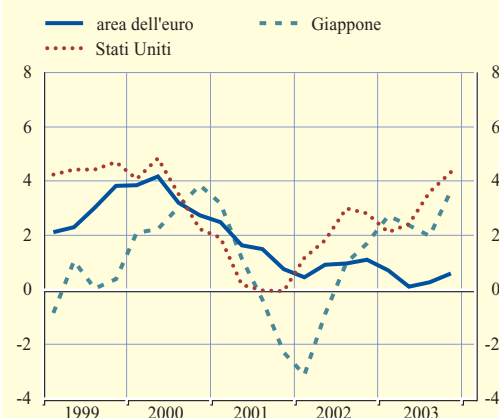
Vari dati pubblicati negli ultimi mesi sottolineano l'andamento sostenuto dell'economia mondiale e confermano l'ottimismo sulle prospettive globali.

I dati pubblicati nelle ultime settimane hanno confermato il persistente vigore dell'attività economica negli Stati Uniti, con limitate pressioni inflazionistiche. Nel febbraio 2004, l'aumento sul mese precedente della produzione industriale è stato dello 0,8 per cento, dopo l'incremento dello 0,6 in gennaio. Nel breve termine ci si attende che gli ulteriori rimborsi fiscali relativi alle imposte sul reddito delle famiglie e l'andamento favorevole della liquidità interna e dei finanziamenti esterni delle imprese statunitensi sostengano la domanda del settore privato. Benché in lieve attenuazione, la fiducia delle imprese nel settore manifatturiero e in quello dei servizi continua a segnalare un'ulteriore espansione nel medio termine. Tuttavia, l'evoluzione del mercato del lavoro ha continuato a generare preoccupazioni nei mercati sulla sostenibilità della ripresa. A febbraio l'inflazione, misurata sull'indice dei prezzi al consumo al netto dei prezzi dei prodotti alimentari ed energetici, è aumentata all'1,2 per cento sui dodici mesi, dopo la tendenza al ribasso registrata dalla fine del 2001. Con riferimento alla politica monetaria, il 16 marzo il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di lasciare invariato, all'1 per cento, l'obiettivo per il tasso sui federal funds.

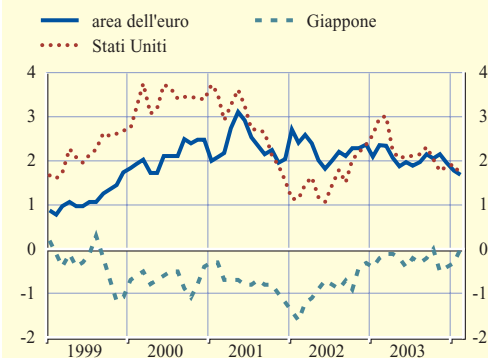
In Giappone, nel quarto trimestre del 2003 la crescita del PIL è aumentata in misura considerevole. La vigorosa attività del settore esportatore, sostenuta dai contributi particolarmente rilevanti forniti dall'interscambio con la Cina e il resto dell'Asia, si sta gradualmente trasmettendo al settore interno. Di conseguenza, la spesa per investimenti è sensibilmente aumentata mentre i consumi privati stanno ricominciando a crescere, favoriti da un lieve miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. In prospettiva, l'espansione economica, che probabilmente subirà un lieve rallentamento rispetto al

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate

Crescita del PIL¹⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Tassi di inflazione²⁾
(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 relativi al PIL sono stati destagionalizzati.
2) Basati sullo IAPC.

ritmo sostenuto registrato alla fine del 2003, dovrebbe continuare a dipendere in larga misura dai risultati del settore delle imprese esportatrici. In particolare, il persistente vigore della crescita degli investimenti a livello mondiale dovrebbe continuare a sostenere le imprese esportatrici giapponesi, soprattutto quelle che operano nel settore dei beni di investimento. Per quanto attiene alla dinamica dei prezzi, continuano ad attenuarsi le pressioni deflazionistiche: a gennaio l'IPC è diminuito dello 0,3 per cento sui dodici mesi, mentre l'indice calcolato escludendo gli alimentari freschi è sceso dello 0,1 per cento. Un'eccezione a tale andamento è tuttavia rappresentata dal deflatore del PIL che segnala pressioni deflazionistiche più pronunciate.

Nel Regno Unito l'attività economica rimane vigorosa, sostenuta da una rinnovata forza del mercato immobiliare. Gli indicatori di breve periodo segnalano che la forte espansione dei consumi privati potrebbe essere continuata anche nel primo trimestre del 2004. Le prospettive di crescita restano favorevoli, date le attese di una ripresa degli investimenti e delle esportazioni. In febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata all'1,3 per cento, in calo dall'1,4 di gennaio. In prospettiva, la forza della domanda potrebbe esercitare una graduale pressione al rialzo sull'inflazione, la cui intensità dipenderà dal grado di capacità inutilizzata nell'economia.

Negli ultimi mesi è proseguita la forte espansione dell'attività economica nei paesi asiatici escluso il Giappone e in America latina. Oltre alla Cina, altre importanti economie asiatiche, in particolare l'India, hanno registrato un'accelerazione del PIL all'inizio del 2004. In America latina, l'economia argentina continua a crescere a un ritmo sostenuto, malgrado l'attuale incertezza sui negoziati relativi al debito esterno del paese. Infine, anche i paesi candidati all'adesione all'UE agli inizi del 2004 hanno mantenuto un tasso di crescita elevato.

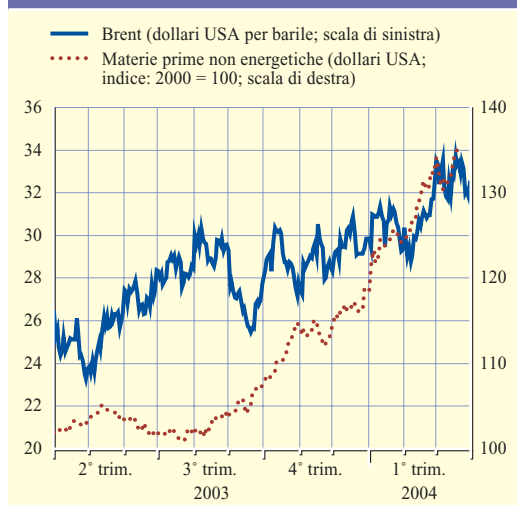
MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In marzo i corsi petroliferi (in dollari statunitensi) hanno raggiunto i livelli massimi registrati dal marzo del 2003. Il 31 marzo il greggio di qualità Brent è stato quotato a 32,3 dollari (26,4 euro). I corsi petroliferi si sono rafforzati dopo la decisione, assunta dall'OPEC il 10 febbraio, di tagliare la produzione per contrastare il previsto calo stagionale della domanda nel secondo trimestre del 2004. A sostenere i prezzi hanno altresì concorso la domanda petrolifera relativamente sostenuta, i bassi livelli delle scorte e i timori per la sicurezza degli approvvigionamenti. Inoltre, il forte aumento del prezzo in dollari delle materie prime diverse dal petrolio osservato a partire dalla metà del 2003 è proseguito agli inizi del 2004. In febbraio i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori del 26,0 per cento rispetto al mese corrispondente dello scorso anno (cfr. figura 2).

PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Negli ultimi mesi le prospettive dell'economia internazionale sono sensibilmente migliorate: si prevede che nel 2004 il PIL mondiale raggiunga il maggiore tasso di crescita in termini reali dal 2000. In particolare sembra che, grazie al rilancio della domanda interna diffuso su scala

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



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

mondiale, la ripresa dell'economia internazionale abbia acquisito una portata più ampia e si sia rafforzata. Il maggiore contributo alla crescita mondiale dovrebbe continuare a venire dagli Stati Uniti e dai paesi asiatici escluso il Giappone, che hanno registrato tassi di crescita eccezionalmente elevati a partire dalla seconda metà del 2003.

Le prospettive economiche mondiali sono esposte a rischi sia al rialzo sia al ribasso. Per quanto attiene ai primi, la crescita potrebbe essere più vigorosa del previsto se l'incremento di produttività proseguisse. I rischi al ribasso sono principalmente connessi ai perduranti squilibri in alcune regioni del mondo. Inoltre, le pressioni inflazionistiche potrebbero aumentare a seguito sia di un rincaro delle materie prime sia del rilevante eccesso di liquidità su scala mondiale. Infine, gli attacchi terroristici di Madrid evidenziano la persistenza di rischi geopolitici, sebbene non ci si attende che tali eventi incidano significativamente sulla ripresa economica globale.



2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In febbraio la crescita sui dodici mesi di M3 è diminuita, confermando la tendenza al ribasso iniziata nei mesi estivi del 2003. Gli andamenti di alcune delle principali componenti e contropartite di M3 confermano che gli investitori dell'area dell'euro stanno gradualmente modificando la struttura dei propri portafogli a favore di attività finanziarie a più lungo termine e più rischiose non incluse in M3. Nel contempo il basso livello dei tassi di interesse ha continuato ad alimentare, in particolare, la domanda delle attività monetarie più liquide comprese in M1. In tale contesto, il tasso di espansione dei prestiti concessi dalle IFM al settore privato è rimasto sostenuto, riflettendo principalmente l'elevata domanda di mutui da parte delle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni. Per contro, la domanda di prestiti delle IFM da parte delle società non finanziarie si è mantenuta modesta. Nonostante la graduale moderazione della crescita di M3, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente maggiore di quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

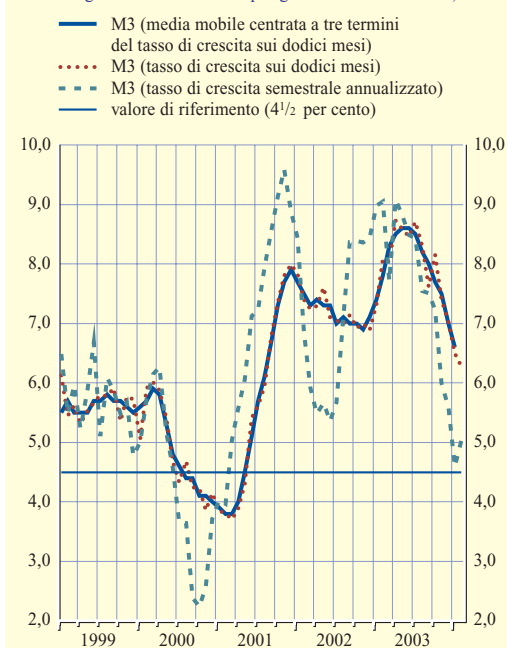
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è calato al 6,3 per cento in febbraio, dal 6,5 di gennaio, confermando pertanto la tendenza al ribasso iniziata nei mesi estivi del 2003 (cfr. figura 3). Sebbene l'incremento di M3 sul mese precedente sia stato relativamente vigoroso in febbraio, esso va in gran parte ascritto agli andamenti delle operazioni pronti contro termine – una componente di M3 molto volatile – e non vi andrebbe quindi attribuito eccessivo rilievo. Di fatto, i profili di crescita delle componenti e delle contropartite di M3 confermano i precedenti segnali di una modifica da parte degli investitori dell'area della composizione dei propri portafogli a favore di attività finanziarie a più lungo termine e più rischiose non incluse in M3, in seguito al significativo miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari tra la primavera del 2003 e il febbraio del 2004.

Nel complesso, tuttavia, la moderazione della crescita di M3 è finora proceduta a un ritmo relativamente lento. Ciò indica che la riallocazione dei portafogli si sta verificando con una certa cautela e che, finora, le famiglie non sembrano avere ridotto sostanzialmente la propria domanda a scopo precauzionale di attività finanziarie liquide e non rischiose. In aggiunta, la domanda rivolta in particolare alle attività monetarie più liquide comprese in M1 ha continuato a essere alimentata dal basso livello dei tassi di interesse a breve termine e, quindi, del costo opportunità di detenere moneta.

Nonostante la graduale moderazione della crescita di M3 dall'estate dello scorso anno, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente maggiore di quella necessaria a finanziare la crescita

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. L'eventualità che l'eccesso di liquidità si possa tradurre in spinte al rialzo sui prezzi nel medio-lungo periodo dipende in gran parte dalle dimensioni e dalla rapidità dell'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio e dall'intensità dell'espansione economica nell'area. È pertanto cruciale tenere sotto attenta osservazione l'andamento futuro dell'eccesso di liquidità congiuntamente alle nuove informazioni sull'attività economica nell'area. Se dovesse persistere, l'eccesso di liquidità potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche nel medio periodo.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 è sceso in febbraio al 10,7 per cento, dall'11,1 di gennaio, rispecchiando un rallentamento di entrambe le componenti (circolante e depositi a vista; cfr. tavola 1). Tuttavia, la crescita del circolante è rimasta molto elevata, grazie al protrarsi della vigorosa domanda di banconote in euro sia all'interno che all'esterno dell'area. È continuata anche la forte espansione dei depositi a vista, la cui domanda è stata alimentata dal basso costo opportunità di detenere tali attività.

In febbraio è calato anche il tasso di incremento dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista, al 3,1 dal 3,7 per cento di gennaio. Il rallentamento ha riflesso l'andamento dei depositi a breve scadenza sia a termine (ossia i depositi con durata prestabilita fino a due anni) sia a risparmio (ossia i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). Gli operatori economici dell'area dell'euro hanno continuato a ridurre le proprie disponibilità di depositi a termine a breve scadenza a causa della loro remunerazione relativamente bassa rispetto a tipologie di depositi più liquide. È nuovamente diminuito anche il tasso di incremento dei depositi a risparmio a breve termine, pur rimanendo su livelli elevati.

Infine, il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è salito al 2,9 per cento in febbraio, dall'1,5 di gennaio. L'incremento è riconducibile in particolare all'accelerazione delle operazioni pronti contro termine, strumento che spesso rispecchia riallocazioni di portafoglio temporanee e che presenta pertanto un andamento molto volatile. Per contro, il tasso di crescita delle

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	gen.	feb.
M1	44,1	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,1	10,7
Banconote e monete in circolazione	6,5	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0	23,5
Depositi a vista	37,6	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1	8,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	41,1	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7	3,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	16,4	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7	-4,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	24,7	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4	8,9
M2	85,2	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4	6,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,8	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,5	2,9
M3	100,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,5	6,3
Credito a residenti nell'area dell'euro	169,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,8	5,9
Credito alle amministrazioni pubbliche	36,4	2,0	2,1	3,5	4,8	6,6	6,1	6,0
Prestiti alle amministrazioni pubbliche	13,3	-1,1	-1,1	-0,4	1,0	1,5	1,4	0,6
Credito al settore privato	132,7	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8	5,8
Prestiti al settore privato	115,4	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,4	5,5
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)	51,3	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,2	7,3

Fonte: BCE.

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

quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ha continuato a segnare una tendenza al ribasso, in linea con la ripresa delle quotazioni azionarie e con la riduzione della volatilità dei mercati azionari tra gli inizi del 2003 e il febbraio del 2004. L'evoluzione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è coerente con l'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio da parte degli investitori dell'area dell'euro, poiché questi strumenti in particolare sono stati utilizzati come forme di investimento temporaneo in attività liquide e non rischiose.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto attiene alle principali contropartite di M3 nel bilancio consolidato del settore delle IFM, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è collocato al 5,5 per cento in febbraio, contro il 5,4 di gennaio. I principali fattori alla base della dinamica dei prestiti, relativamente sostenuta negli ultimi mesi, sono stati presumibilmente il perdurante basso livello dei tassi di interesse sui prestiti bancari e il miglioramento delle prospettive economiche rispetto alla prima metà del 2003.

La scomposizione dei prestiti delle IFM al settore privato mostra che i prestiti alle famiglie hanno continuato a espandersi a un forte ritmo in febbraio (cfr. tavola 2). In particolare, la crescita dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasta elevata, all'8,5 per cento sui dodici mesi. Tale andamento è presumibilmente imputabile sia al protrarsi di un basso livello dei tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'area dell'euro sia ai forti rialzi dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area. Per quanto attiene al credito al consumo, il suo tasso di crescita è nuovamente aumentato nel mese. La recente ripresa del credito al consumo potrebbe essere un segnale positivo per l'andamento dei consumi nel primo trimestre del 2004. Infine, il tasso di incremento degli altri prestiti ha segnato una diminuzione.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è rimasto modesto. Tuttavia, le società non finanziarie sembrano aver aumentato il proprio ricorso ad altre forme di finanziamento. A tale riguardo, la continua accelerazione dei prestiti delle IFM ad altri intermediari finanziari non monetari (escluse le società di assicurazione e i fondi pensione) potrebbe essere connessa al crescente ricorso al finanziamento indiretto tramite tali intermediari da parte delle società non finanziarie.

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

(dati di fine periodo, non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2002		2003		2003	2004	
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	gen.	feb.
Società non finanziarie	42,6	3,4	3,7	3,6	3,6	3,5	2,8	2,7
Fino a 1 anno	31,4	-2,6	-1,0	0,5	-0,8	-0,9	-3,3	-3,5
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,5	6,3	5,8	2,4	4,5	3,7	5,4	4,7
Oltre 5 anni	51,1	6,8	6,4	6,2	6,4	6,3	6,1	6,2
Famiglie ²⁾	49,6	5,8	5,8	5,5	5,8	6,3	6,7	6,6
Credito al consumo ³⁾	13,6	3,9	3,0	3,3	2,3	3,0	3,9	5,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	67,4	7,7	7,6	7,3	7,5	7,9	8,6	8,5
Altri prestiti	19,0	1,2	2,4	1,2	2,7	3,6	2,2	1,5
Società di assicurazione e fondi pensione	0,7	-11,1	7,2	4,7	10,4	14,2	12,8	7,1
Altri intermediari finanziari non monetari	7,2	5,9	1,9	3,8	6,0	11,1	12,5	14,7

Fonte: BCE.

Nota: Per ulteriori dettagli cfr. le note alla tavola 2.4 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* e le relative note tecniche.

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

In febbraio 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 rimasto sostanzialmente invariato, al 5,8 per cento, così come quello del credito alle Amministrazioni pubbliche, che si è mantenuto al 6,0 per cento. Nonostante il calo dalla fine del 2003, il tasso di incremento del credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche è rimasto elevato, probabilmente a causa della pressione sulle finanze pubbliche esercitata dalla debole attività economica nell'area dell'euro.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è rimasto sostenuto in febbraio, di riflesso al protratto interesse degli investitori per i depositi e le obbligazioni bancarie a più lungo termine. Ciò fornisce un'ulteriore indicazione della ricomposizione di portafoglio da parte degli investitori a favore di attività finanziarie a più lungo termine, in linea con l'inclinazione piuttosto elevata della curva dei rendimenti e la scarsa volatilità dei mercati obbligazionari.

Infine, nel periodo di dodici mesi conclusosi in febbraio il flusso cumulato delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro è diminuito. I dati della bilancia dei pagamenti dell'area fino alla fine di gennaio indicano che la generale tendenza al calo della crescita sui dodici mesi di questa contropartita di M3 va principalmente ascritta alla crescente domanda di azioni e obbligazioni estere da parte degli investitori residenti nell'area.

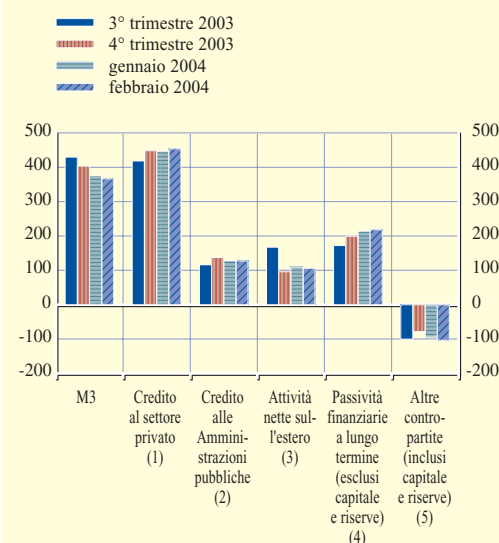
Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3, la protratta moderazione della crescita di M3 degli ultimi mesi è stata accompagnata da un'accelerazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) e da un rallentamento, sempre sui dodici mesi, delle attività nette sull'estero (cfr. figura 4). Entrambi questi fattori indicano che gli investitori dell'area dell'euro stanno modificando la composizione dei propri portafogli a favore di attività finanziarie a più lungo termine e più rischiose non incluse in M3. Nel contempo, il vigoroso incremento del credito delle IFM a residenti dell'area ha continuato ad alimentare l'espansione di M3.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito. Nello stesso mese il tasso di incremento delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto invariato su di un livello relativamente contenuto.

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

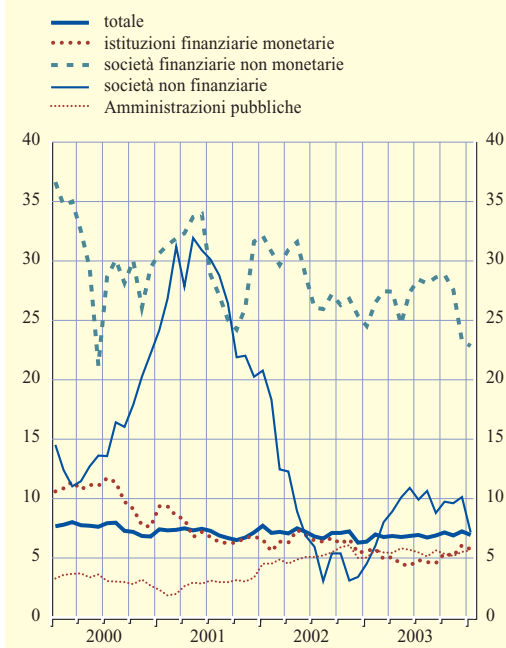
TITOLI DI DEBITO

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è lievemente diminuito, al 7,0 per cento dal 7,3 di dicembre (cfr. figura 5). All'origine della flessione complessiva di gennaio vi è stato un forte calo delle emissioni di titoli di debito a breve termine. In generale, gli emittenti sembrano aver sfruttato negli ultimi mesi le favorevoli condizioni di finanziamento a lungo termine per allungare la scadenza media del proprio debito.

Per quanto attiene alla scomposizione per settore, in gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli emessi dalle IFM si è lievemente ridotto al 5,8 per cento (cfr. tavola 3). Nel comparto delle imprese diverse dalle IFM, che comprende le società finanziarie non monetarie e quelle non finanziarie, il tasso di incremento delle emissioni di titoli di debito è diminuito di 1,8 punti percentuali tra dicembre e gennaio, al 15,0 per cento. Il calo è principalmente imputabile a un rallentamento nei titoli di debito emessi da società non finanziarie. Ciò nondimeno, la crescita delle emissioni di questo settore è rimasta abbastanza elevata poiché molti emittenti hanno tentato di trarre vantaggio dal basso livello dei tassi di interesse. Anche il tasso di incremento delle emissioni di titoli di debito da parte delle società finanziarie non monetarie si è mantenuto elevato, in parte riflettendo il diffuso utilizzo da parte di società non finanziarie di consociate finanziarie per emettere titoli di debito.

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.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2003 4° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2003		2003		2003	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	dic.	2004 gen.
Emissione di titoli di debito:	8.707	6,7	6,8	6,9	7,1	7,3	7,0
IFM	3.300	5,4	4,6	4,7	5,6	6,1	5,8
Società finanziarie non monetarie	681	26,2	26,5	28,4	26,6	23,3	22,8
Società non finanziarie	593	6,2	10,0	9,8	9,8	10,2	7,2
Amministrazioni pubbliche	4.131	5,4	5,7	5,4	5,4	5,5	5,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	3.913	4,4	4,7	4,7	4,6	4,7	4,9
Altre amministrazioni pubbliche	218	31,4	28,8	22,0	22,2	22,3	21,8
Emissione di azioni quotate:	3.647	0,7	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
IFM	569	0,6	0,7	1,0	1,4	1,7	1,7
Società finanziarie non monetarie	348	0,1	1,9	2,1	2,6	2,8	3,0
Società non finanziarie	2.729	0,7	1,1	1,0	0,9	0,8	0,9

Fonte: BCE.

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

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche in gennaio il tasso di crescita dei titoli emessi dalle Amministrazioni centrali è aumentato lievemente, al 4,9 per cento. Il resto del settore delle Amministrazioni pubbliche, che è composto principalmente dalle Amministrazioni locali, ha continuato a emettere titoli di debito a un ritmo molto sostenuto. La persistenza di una forte espansione dell'attività di emissione in questo settore è riconducibile agli elevati fabbisogni di finanziamento delle autorità locali in alcuni paesi dell'area dell'euro.

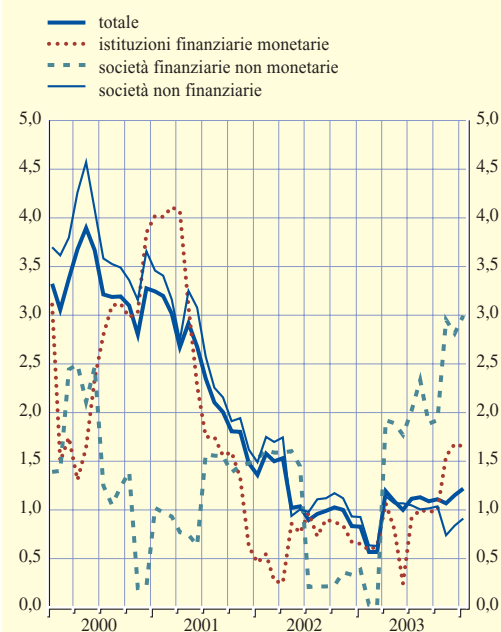
AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate da parte di residenti nell'area è stato pari all'1,2 per cento in gennaio; è rimasto sostanzialmente stabile su questi livelli relativamente contenuti dallo scorso luglio (cfr. figura 6 e tavola 3).

In termini di scomposizione settoriale, la crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie (pari ai tre quarti delle consistenze totali) è rimasta invariata (allo 0,9 per cento), così come quella delle azioni quotate emesse da IFM (all'1,7 per cento). Il tasso di incremento delle emissioni di azioni quotate da parte di società finanziarie non monetarie è leggermente aumentato al 3,0 per cento. Nel complesso, il livello modesto in termini comparati dell'attività di emissione sui mercati azionari potrebbe essere indicativo del protrarsi di costi elevati del capitale di rischio rispetto ad altre forme di finanziamento societario. Esso potrebbe inoltre riflettere l'incertezza degli emittenti relativamente all'esistenza di un interesse sufficiente degli investitori ad acquistare nuovo capitale.

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 sono corretti per tener conto di rivalutazioni e di ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In marzo è proseguita la tendenza al ribasso dei tassi di interesse a più lungo termine del mercato monetario in atto dai primi di dicembre del 2003 e, per la prima volta dal luglio scorso, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è divenuta negativa.

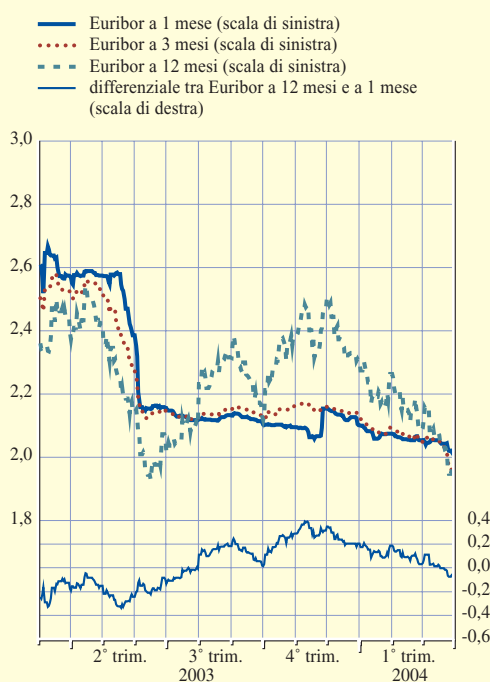
In marzo i tassi di interesse nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente invariati, in linea con i tassi di riferimento della BCE; quelli più a lungo termine, invece, hanno continuato a diminuire accentuando il calo complessivo registrato dal dicembre 2003 (cfr. figura 7). Ad esempio, tra la fine di febbraio e il 31 marzo l'Euribor a dodici mesi è sceso di 11 punti base. Per la prima volta dall'estate scorsa, la pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario è divenuta negativa e al 31 marzo il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era di -4 punti base.

Il calo dei tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine si è riflesso nell'andamento dei tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future*. Nel mese di marzo il tasso implicito nei contratti con scadenza a dicembre 2004 è sceso di 16 punti base, mentre quelli sui contratti con scadenza a giugno e settembre sono diminuiti in misura lievemente inferiore. La dinamica di marzo dei tassi impliciti nei contratti *future* indica che gli operatori di mercato hanno rivisto al ribasso le proprie aspettative sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nel corso del 2004. Il 31 marzo il tasso più basso è stato quello relativo ai contratti con scadenza a settembre 2004, mentre i tassi impliciti relativi alle scadenze di dicembre 2004 e marzo 2005 hanno evidenziato attese, da parte del mercato, di un graduale incremento dei tassi di interesse a breve termine.

Nell'ultima settimana del periodo di mantenimento terminato il 9 marzo il tasso *overnight* ha oscillato su livelli lievemente inferiori al tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema del 2,0 per cento, riflettendo la percezione degli operatori di mercato di abbondante liquidità prevalente nel mercato (cfr. figura 8). Le modifiche introdotte all'assetto operativo dell'Eurosistema, relative alla conduzione della politica monetaria per quanto attiene alla scadenza delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema e al calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria, sono entrate in vigore a decorrere dal periodo di mantenimento iniziato il 10 marzo, in un clima di condizioni molto distese del mercato monetario a breve termine (cfr. l'articolo *Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria*, nel numero di agosto di 2003 di questo Bollettino). Dal 10 marzo, data di

Figura 7 Tassi di interesse a breve termine di mercato

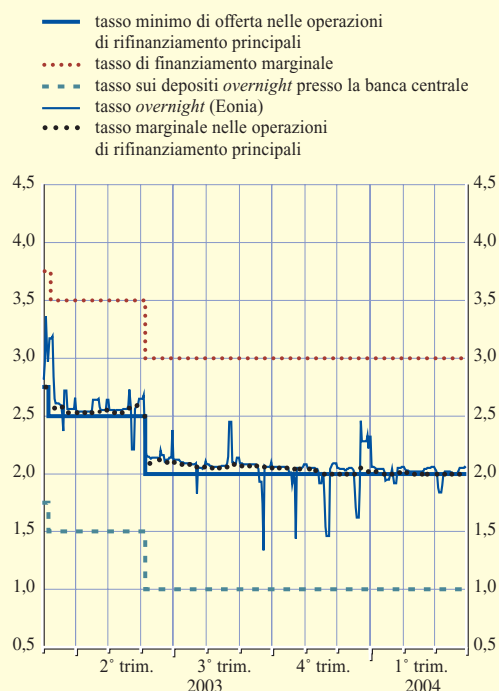
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Figura 8 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE e Reuters.

inizio del nuovo periodo di mantenimento, il tasso di interesse *overnight* misurato dall'Eonia si è mantenuto su valori di poco superiori al 2,0 per cento del tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

L'introduzione delle modifiche all'assetto operativo avvenuta senza problemi (cfr. anche il riquadro 1 sulla pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali). Il mese scorso l'offerta di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento principali è stata in generale effettuata in maniera regolare. Nell'operazione del 23 marzo la quantità complessivamente richiesta è stata lievemente inferiore al volume di aggiudicazione di riferimento, ossia l'ammontare che consente di soddisfare agevolmente gli obblighi di riserva. Ciò, tuttavia, ha avuto un effetto modesto sull'Eonia. In marzo i tassi di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si sono mantenuti su livelli molto vicini al tasso minimo di offerta. L'Eurosistema ha effettuato un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine il 31 marzo.

Riquadro 1

LA PUBBLICAZIONE DEL VOLUME DI AGGIUDICAZIONE DI RIFERIMENTO NELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO PRINCIPALI

Dal giugno 2000 la BCE pubblica la propria previsione sulla media dei fattori autonomi (ossia i fattori costituiti dalle poste del bilancio consolidato dell'Eurosistema che non sono generalmente collegate alle operazioni di politica monetaria, ma che incidono sulla posizione di liquidità delle istituzioni creditizie) nel giorno di annuncio di un'operazione di rifinanziamento principale (ORP) (vale a dire un giorno prima della decisione di aggiudicazione sulla ORP). Ciò ha agevolato le controparti nella preparazione delle richieste e nell'interpretazione della decisione di aggiudicazione assunta dalla BCE in tali operazioni. Dall'8 marzo 2004 la BCE ha introdotto un'ulteriore miglioria nella sua attività di comunicazione pubblicando un aggiornamento della previsione sui fattori autonomi di liquidità nel giorno di aggiudicazione delle ORP al fine di tener conto di eventuali variazioni occorse. Inoltre, ha iniziato a rendere noto il proprio calcolo del "volume di aggiudicazione di riferimento" per le ORP (per entrambi i giorni).

Il presente riquadro introduce il concetto di volume di aggiudicazione di riferimento e spiega le motivazioni della sua pubblicazione¹⁾. Inoltre, illustra le modalità con cui tale volume viene calcolato.

Il concetto di volume di aggiudicazione di riferimento

Al fine di determinare il volume di liquidità da offrire nelle ORP, la BCE effettua in primo luogo una valutazione del fabbisogno di liquidità del sistema bancario per poi calcolare il volume di aggiudicazione di riferimento. Quest'ultimo viene definito come l'ammontare che consente alle controparti di rispettare agevolmente l'obbligo di riserva fino al regolamento della ORP successiva, tenendo conto della liquidità già offerta attraverso operazioni di finanziamento a più

1) Cfr. l'articolo *La gestione della liquidità da parte della BCE* pubblicato nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino nonché il riquadro 2 *I fattori autonomi di creazione o assorbimento di liquidità nell'area dell'euro e l'uso delle previsioni del fabbisogno di liquidità fornite dalla BCE* pubblicato nel numero di luglio 2001.

lungo termine e altre operazioni di mercato aperto e delle seguenti componenti del fabbisogno di liquidità:

- squilibri di liquidità verificatisi nell'arco dello stesso periodo di mantenimento delle riserve;
- previsione della BCE sui fattori autonomi;
- previsione della BCE sulle riserve in eccesso.

Il volume di aggiudicazione di riferimento corrisponde al volume di aggiudicazione normalmente necessario a stabilire condizioni di equilibrio nel mercato monetario a breve termine, in base alla previsione complessiva di liquidità della BCE. Condizioni di liquidità in equilibrio dovrebbero normalmente risultare in un tasso *overnight* prossimo al tasso minimo di offerta ²⁾.

Il volume di aggiudicazione di riferimento costituisce la base su cui la BCE assume la propria decisione di aggiudicazione effettiva. In alcuni casi, tuttavia, la BCE può discostarsi dall'ammontare di riferimento, ad esempio, se desidera compensare una divergenza fra i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario e quello minimo di offerta sulle ORP oppure qualora eventi eccezionali ostacolano la regolare distribuzione della liquidità nel mercato monetario (ad esempio, durante la sostituzione del contante in euro o dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre 2001).

Lo scopo principale del cambiamento apportato alla politica di comunicazione è di eliminare equivoci riguardo a se la BCE stia perseguendo condizioni di liquidità in equilibrio. Ad esempio, in passato erano spesso intercorse variazioni nelle previsioni sulla liquidità fra il giorno di annuncio e quello di aggiudicazione di una ORP. Di conseguenza, la BCE aveva aggiudicato gli importi da assegnare sulla base di una previsione di liquidità differente da quella disponibile al mercato. Tale differenza generava negli operatori di mercato incertezze su se le decisioni di aggiudicazione fossero dovute a una variazione della previsione o a una deliberata scelta di politica monetaria. Con la pubblicazione nel giorno dell'aggiudicazione di un aggiornamento della previsione sui fattori autonomi, la BCE riduce tali incertezze e consente altresì alle controparti di osservare in maniera diretta qualsiasi variazione dei più importanti fattori sottostanti al calcolo del volume di aggiudicazione di riferimento.

Il cambiamento della politica di comunicazione è diventato effettivo l'8 marzo 2004, contestualmente all'introduzione di altre importanti modifiche dell'assetto operativo della BCE, vale a dire ³⁾:

- l'inizio del periodo di mantenimento delle riserve obbligatorie coincide con il giorno di regolamento della ORP successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria;
- le modifiche del tasso di interesse applicato alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti hanno effetto, di norma, dal primo giorno del periodo di mantenimento successivo alla riunione del Consiglio direttivo in cui tali modifiche vengono decise;
- la durata delle ORP è stata ridotta da due a una settimana;
- le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine vengono aggiudicate l'ultimo mercoledì del mese.

2) Cfr. il riquadro nell'articolo *Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria* pubblicato nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino.

3) Cfr. l'articolo *Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria* pubblicato nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino.

Le modalità di calcolo del volume di aggiudicazione di riferimento

Con la seguente formula si può ottenere il volume di aggiudicazione di riferimento, M_t^{bench} , sulla base delle informazioni disponibili al giorno t , che può corrispondere al giorno di annuncio o a quello di aggiudicazione della ORP per cui si calcola il valore di riferimento.

$$M_t^{bench} = \frac{1}{H_t - X_t} \left[\underbrace{D_t \cdot (RR + ER - \overline{CA}_t)}_{\text{squilibrio di liquidità accumulato}} + \underbrace{H_t \cdot (\overline{AF}_t + RR + ER)}_{\text{fabbisogno di liquidità futuro}} - \underbrace{H_t \cdot L - X_t \cdot M^{mat}}_{\text{liquidità già fornita}} \right]$$

dove:

H_t = numero di giorni compresi fra il giorno t e il giorno che precede il regolamento della ORP successiva (entrambi inclusi). Nel caso di una programmazione d'asta "normale", H_t è uguale a 9(8) se il volume di aggiudicazione di riferimento è calcolato nel giorno di annuncio (dell'aggiudicazione) della ORP.

X_t = numero di giorni compresi fra il giorno t e il giorno che precede il regolamento della ORP per cui è calcolato il riferimento (entrambi inclusi). Nel caso di una programmazione d'asta "normale", X_t è uguale a 2(1) nel giorno di annuncio (dell'aggiudicazione) della ORP.

D_t = numero di giorni compresi fra l'inizio del periodo di mantenimento delle riserve e il giorno $t-1$ (entrambi inclusi).

RR = media giornaliera delle riserve obbligatorie nel periodo di mantenimento pertinente.

ER = media giornaliera delle riserve in eccesso nel periodo di mantenimento pertinente.

\overline{CA}_t = media dei saldi di conto corrente dall'inizio del periodo di mantenimento delle riserve fino al giorno $t-1$ (incluso).

\overline{AF}_t = media stimata dei fattori autonomi per il periodo coperto da H_t . Nel giorno di annuncio della ORP questa stima corrisponde semplicemente a quella pubblicata dalla BCE, \overline{AF}^{publ} , che copre sempre il periodo compreso fra il giorno di annuncio della ORP e il giorno che precede il regolamento della ORP successiva (entrambi inclusi). Tuttavia, nel giorno di aggiudicazione della ORP, l'aggiornamento delle previsioni pubblicato dalla BCE, \overline{AF}^{rev} copre il giorno per il quale i fattori autonomi sono noti ex post (ossia i fattori autonomi del giorno di annuncio della ORP, \overline{AF}_{t-1}). Questi fattori autonomi ex post devono essere sottratti da \overline{AF}^{rev} , cosicché \overline{AF}_t copra esclusivamente i giorni in cui i fattori autonomi non sono ancora noti.

$$\overline{AF}_t = \begin{cases} \overline{AF}^{publ} & \text{per } t = \text{giorno di annuncio dell'ORP} \\ (H_{t-1} \overline{AF}^{rev} - (X_t - X_{t-1}) \overline{AF}_{t-1}) / H_t & \text{per } t = \text{giorno di aggiudicazione dell'ORP} \end{cases}$$

L = media giornaliera attesa della liquidità offerta dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine nel periodo coperto da H_t .

M^{mat} = dimensione della ORP in scadenza.

Tutte le voci necessarie a calcolare il volume di aggiudicazione di riferimento (eccetto le previsioni sulle riserve in eccesso) sono fornite dalla BCE attraverso i servizi di informazione. Il volume di aggiudicazione di riferimento pubblicato dalla BCE è arrotondato ai 500 milioni di euro.

L'esempio seguente mostra il computo del volume di aggiudicazione di riferimento relativo alla ORP annunciata e aggiudicata rispettivamente il 15 e 16 marzo 2004. Utilizzando i dati resi

disponibili dalla BCE attraverso i servizi di informazione il 15 marzo, giorno di annuncio della ORP, ivi compresa la previsione della media giornaliera dei fattori autonomi per il periodo dal 15 al 23 marzo pari a 144,1 miliardi di euro, e applicando una previsione di media giornaliera di riserve in eccesso pari a 0,7 miliardi di euro, il volume di aggiudicazione di riferimento è stato:

$$M_{\text{giorno di annuncio}}^{\text{bench}} = \frac{1}{9-2} \left[\underbrace{5 \cdot (134,6 + 0,7 - 134,3)}_{\text{squilibrio di liquidità accumulato}} + \underbrace{9 \cdot (144,1 + 134,6 + 0,7)}_{\text{fabbisogno di liquidità futuro}} - \underbrace{9 \cdot 65 - 2 \cdot 212,5}_{\text{liquidità già fornita}} \right] = 215,7$$

Lo stesso giorno la BCE ha pubblicato un volume di aggiudicazione di riferimento pari all'ammontare arrotondato di 215,5 miliardi di euro. Il giorno seguente, quando è stata aggiudicata la ORP, la media stimata dei fattori autonomi per il medesimo periodo (dal 15 al 23 marzo) è stata rivista al rialzo, a 144,8 miliardi di euro, e i fattori autonomi effettivi al 15 marzo hanno raggiunto l'importo di 140,9 miliardi di euro. Pertanto, nel giorno di aggiudicazione della ORP la previsione dei fattori autonomi pertinente era:

$$\overline{AF}_{\text{giorno di aggiudicazione}} = (9 \cdot 144,8 - (2 - 1) \cdot 140,9) / 8 = 145,3$$

e

$$M_{\text{giorno di aggiudicazione}}^{\text{bench}} = \frac{1}{8-1} \left[\underbrace{6 \cdot (134,6 + 0,7 - 134,7)}_{\text{squilibrio di liquidità accumulato}} + \underbrace{8 \cdot (145,3 + 134,6 + 0,7)}_{\text{fabbisogno di liquidità futuro}} - \underbrace{8 \cdot 65 - 1 \cdot 212,5}_{\text{liquidità già fornita}} \right] = 216,6$$

L'importo arrotondato di 216,5 miliardi di euro ha costituito il volume di aggiudicazione di riferimento infine deciso e pubblicato nel giorno di aggiudicazione della ORP.

In questo esempio, il volume di riferimento del giorno di aggiudicazione della ORP ha superato di 1 miliardo di euro quello del giorno di annuncio. Senza la pubblicazione dei dati aggiornati nel giorno dell'aggiudicazione, gli operatori di mercato avrebbero potuto attribuire all'aggiudicazione un'errata interpretazione. Risulta quindi evidente l'utilità di pubblicare dati aggiornati al giorno dell'aggiudicazione della ORP.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

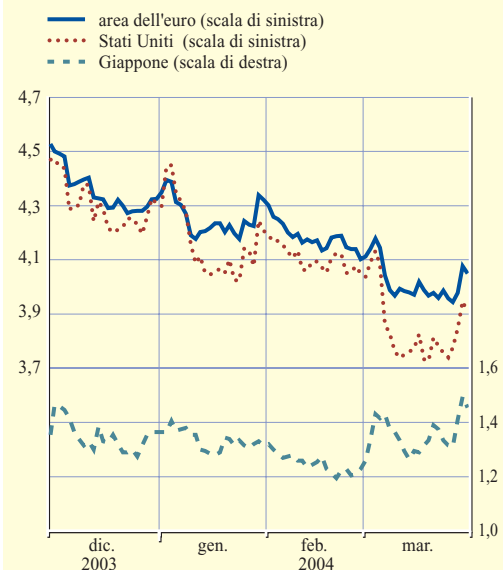
In marzo i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine hanno continuato a diminuire nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il calo si è verificato in gran parte all'inizio del mese, dopo la diffusione di dati economici considerati deludenti dagli operatori di mercato. Gli attacchi terroristici di Madrid dell'11 marzo hanno inciso in misura modesta sull'evoluzione dei mercati obbligazionari. Nelle ultime settimane la volatilità implicita del mercato obbligazionario, che è un indicatore dell'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, è rimasta relativamente stabile sui principali mercati.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni sono calati di circa 15 punti base tra la fine di febbraio e il 31 marzo. La riduzione si è verificata in gran parte ai primi di marzo, sulla scia dei timori degli operatori circa l'andamento del mercato del lavoro statunitense. Il calo dei rendimenti obbligazionari è stato rafforzato dalla risposta del mercato alla dichiarazione rilasciata il 16 marzo dal Federal Open Market Committee e interpretata dagli operatori come un segnale che

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

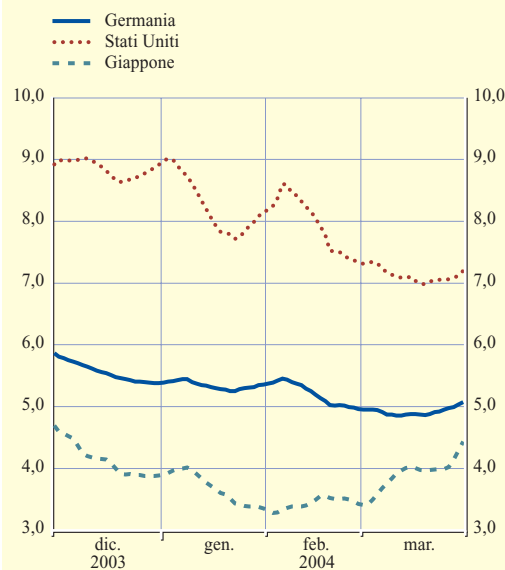
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

i tassi riferimento della politica monetaria negli Stati Uniti sarebbero stati mantenuti bassi per un periodo maggiore del previsto. In tale contesto, le attese degli investitori sull'inflazione media a lungo termine negli Stati Uniti si sono modificate solo marginalmente, come testimonia la sostanziale stabilità del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, misurato dalla differenza tra i rendimenti di titoli di stato comparabili nominali e indicizzati all'inflazione. Infine, anche la percezione degli operatori circa l'incertezza nel mercato obbligazionario statunitense si è modificata in misura modesta. Infatti, la volatilità implicita del mercato obbligazionario è rimasta sostanzialmente invariata collocandosi il 31 marzo a un livello prossimo alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 10).

GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di 20 punti base tra la fine di febbraio e il 31 marzo, collocandosi in tale ultima data all'1,4 per cento. L'incremento sembra aver riflesso una valutazione più ottimistica degli operatori sulle prospettive dell'attività economica nipponica dopo la diffusione di dati macroeconomici migliori delle attese. Nel complesso, l'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita dei mercati obbligazionari, è lievemente aumentata chiudendo il periodo a un livello prossimo alla media registrata dal gennaio 1999.

AREA DELL'EURO

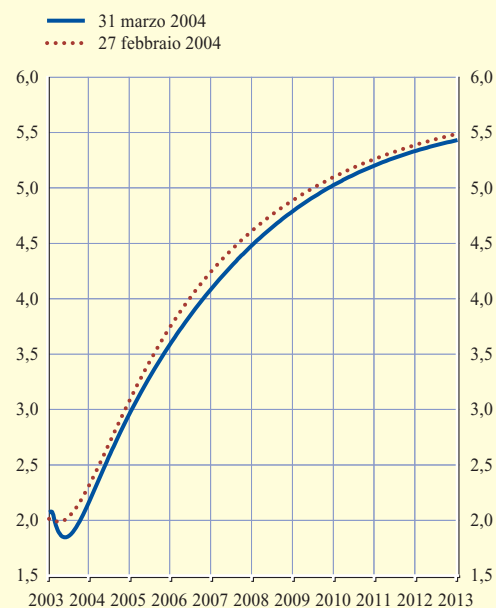
In marzo i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro hanno evidenziato una dinamica analoga a quelli negli Stati Uniti, sebbene registrando un calo minore; quelli a dieci anni sono scesi complessivamente di 5 punti base tra la fine di febbraio e il 31 marzo, collocandosi al 4 per cento alla fine

del periodo. Il calo sembra essere collegato sia a un parziale effetto di trasmissione dagli Stati Uniti sia al minore ottimismo degli operatori di mercato sulle prospettive economiche dell'area dell'euro a seguito della diffusione di alcuni dati economici. Nel contempo, la reazione dei mercati obbligazionari dell'area agli attacchi terroristici di Madrid è stata modesta. La figura 11 mostra che il calo dei rendimenti obbligazionari si è accompagnato a uno spostamento verso il basso dei tassi a termine impliciti per tutte le scadenze.

Tra la fine di febbraio e il 31 marzo i rendimenti sui titoli di Stato decennali indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco) sono calati di circa 20 punti base, all'1,6 per cento, mentre il tasso di inflazione "di pareggio" – derivato dal differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nominali e indicizzati – è lievemente aumentato, collocandosi al 2,1 per cento il 31 marzo. Il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla loro volatilità implicita, è rimasto sostanzialmente invariato per tutto il periodo collocandosi il 31 marzo a un livello lievemente inferiore alla media registrata dal gennaio 1999.

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.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

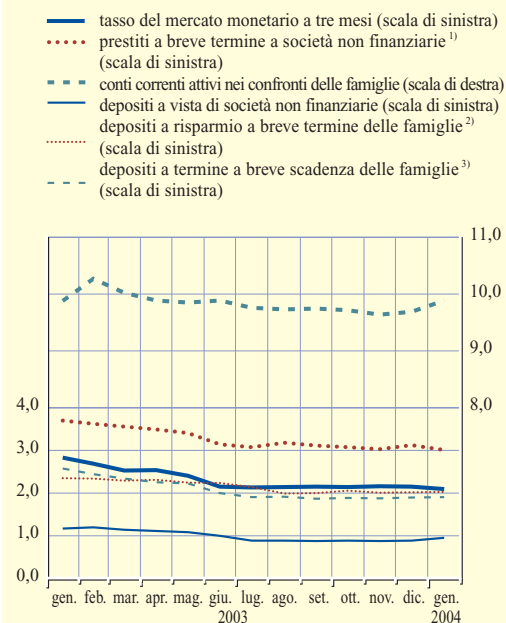
Nel periodo compreso tra giugno 2003 e gennaio 2004 la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM sulle nuove operazioni sono calati lievemente, mentre alcuni fra quelli a lungo termine hanno segnato un moderato incremento.

Dopo essere calati lievemente nei mesi precedenti, in gennaio 2004 la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM sulle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura 12). Nel complesso, tra giugno 2003 e gennaio 2004 il tasso applicato ai depositi a risparmio a breve termine delle famiglie (ossia i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) è sceso di circa 20 punti base, mentre quelli sui depositi a vista delle famiglie (con durata prestabilita fino a un anno) e sui prestiti a breve termine a società non finanziarie (vale a dire superiori al milione di euro a tasso variabile o con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono calati entrambi di circa 10 punti base. Nello stesso periodo il tasso sui depositi a vista di società non finanziarie e quello applicato ai conti correnti attivi (scoperti di conto) delle famiglie sono rimasti invariati. A fini di confronto, in questo periodo il tasso del mercato monetario a tre mesi è sceso complessivamente di circa 10 punti base.

Nel gennaio scorso la maggior parte dei tassi a lungo termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta invariata (cfr. figura 13). Se si considera un arco temporale maggiore, i tassi sui

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)

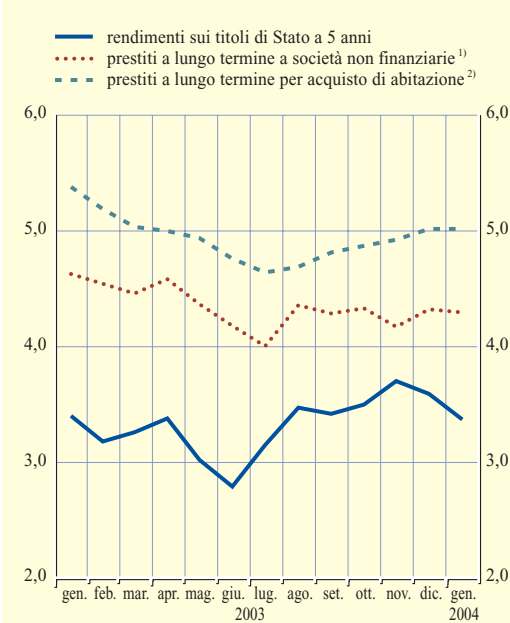


Fonte: BCE.

- 1) Prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile o con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.
- 2) Depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.
- 3) Depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno.

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.

- 1) Prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni.
- 2) Prestiti alle famiglie con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni.

prestiti a lungo termine delle IFM sono saliti lievemente a partire dallo scorso giugno, quando ebbe inizio un'andamento al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato. Da giugno 2003 a gennaio 2004, il tasso sui prestiti a lungo termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni è aumentato di circa 30 punti base, mentre il tasso sui prestiti alle società non finanziarie superiori al milione di euro e con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni è cresciuto di 10 punti base. A fini di confronto, nello stesso periodo il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è salito di circa 60 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

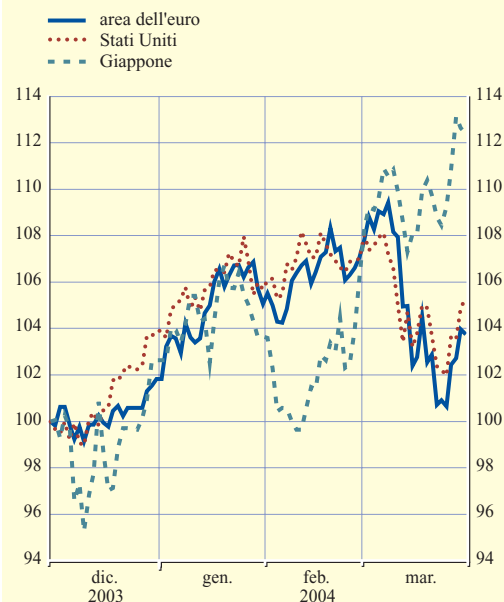
In marzo la tendenza al rialzo delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è arrestata. I cali più recenti hanno in parte riflesso la maggiore incertezza nei mercati azionari conseguente agli attacchi terroristici dell'11 marzo a Madrid.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Standard & Poor's 500, sono calate del 2 per cento circa tra la fine di febbraio e il 31 marzo (cfr. figura 14). Tale andamento ha riflesso, in una certa misura, la maggiore incertezza dei mercati dopo gli attacchi terroristici dell'11 marzo a Madrid (cfr. riquadro 2). Inoltre i dati macroeconomici pubblicati, soprattutto quelli relativi al mercato del lavoro, hanno in parte deluso le aspettative degli operatori di mercato contribuendo ad accentuare l'incertezza

Figura 14 Indici dei corsi azionari

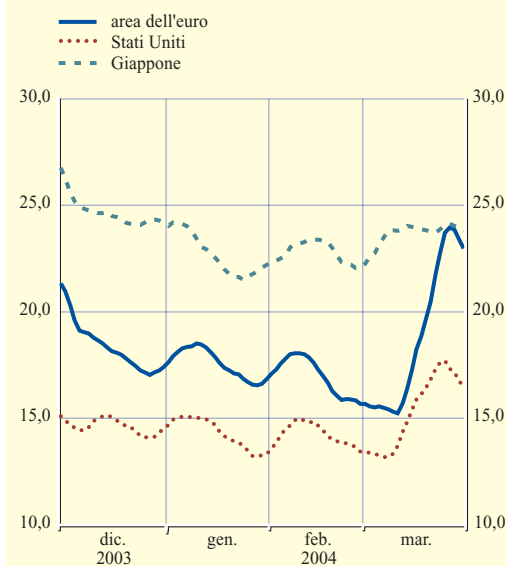
(indici: 1° dicembre 2003 = 100; dati giornalieri)



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.

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.

degli investitori circa il ritmo della ripresa economica. Per contro, le quotazioni azionarie sono state sostenute da indagini recenti che hanno segnalato un forte miglioramento delle attese degli operatori sugli utili societari del primo trimestre del 2004. La maggiore incertezza del mercato azionario si è riflessa nella media mobile a dieci giorni della volatilità implicita derivata dalle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, che è aumentata di 3 punti percentuali tra la fine di febbraio e il 31 marzo collocandosi al 16 per cento in tale ultima data, un livello che non si registrava dall'ottobre 2003 (cfr. figura 15).

Riquadro 2

REAZIONI DEI MERCATI AZIONARI AGLI ATTACCHI TERRORISTICI DELL'11 MARZO 2004 A MADRID

Gli effetti degli attacchi terroristici dell'11 marzo 2004 a Madrid sui mercati finanziari mondiali sono stati piuttosto contenuti, con l'eccezione delle reazioni dei mercati azionari. Questo riquadro analizza in maggior dettaglio gli andamenti dei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti dopo gli attacchi terroristici dell'11 marzo e stabilisce alcuni raffronti con le reazioni seguite agli attacchi dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti.

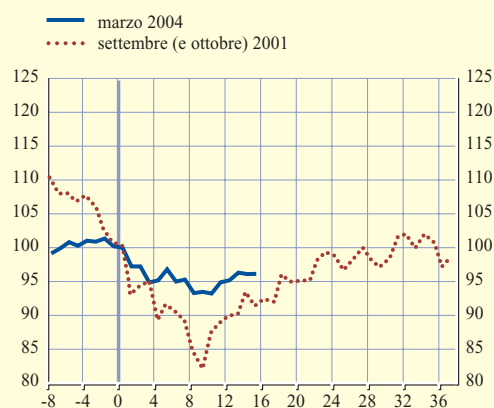
Nell'area dell'euro l'indice Dow Jones Euro Stoxx è calato del 3 per cento circa l'11 marzo e ha continuato a diminuire nei giorni successivi, per poi stabilizzarsi in qualche misura. Il 31 marzo

si è collocato a un livello inferiore del 4 per cento circa a quello del 10 marzo (cfr. figura A). A titolo di raffronto, nel 2001 il calo dell'indice Dow Jones Euro Stoxx era stato più ampio il giorno degli attacchi terroristici (attorno al 7 per cento) e anche la flessione complessiva antecedente alla ripresa era stata più marcata, pari al 17 per cento circa¹⁾. Nel complesso, tra il 10 e il 30 settembre 2001 il Dow Jones Euro Stoxx calò del 7 per cento circa, vale a dire intorno al 3 per cento in più rispetto al marzo di quest'anno.

Una differenza potrebbe essere riscontrata anche nella reazione del mercato azionario degli Stati Uniti (cfr. figura B). Dopo gli attacchi terroristici di Madrid, il mercato azionario statunitense è calato molto meno rispetto al settembre 2001, con l'indice Standard & Poor's che il 31 marzo 2004 risultava sostanzialmente invariato rispetto al 10.

Figura A Indice Dow Jones Euro Stoxx

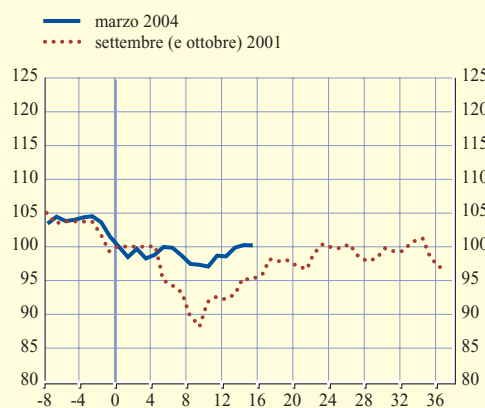
(indici: 10 settembre 2001 = 100 e 10 marzo 2004 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'asse orizzontale riporta il numero di giorni lavorativi. Lo "0" sta a indicare rispettivamente il 10 marzo 2004 e il 10 settembre 2001.

Figura B Indice Standard & Poor's 500

(indici: 10 settembre 2001 = 100 e 10 marzo 2004 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'asse orizzontale riporta il numero dei giorni lavorativi. Lo "0" sta a indicare rispettivamente il 10 marzo 2004 e il 10 settembre 2001.

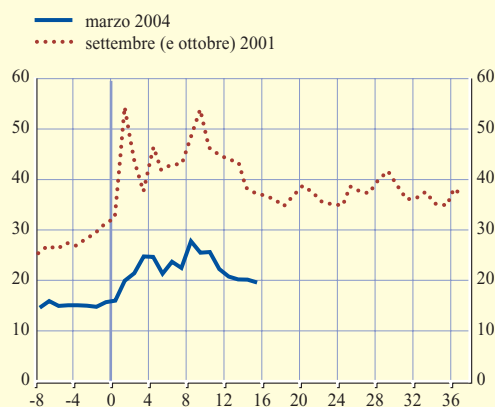
Un'analogia rispetto agli attacchi dell'11 settembre 2001 è rappresentata dal significativo aumento della volatilità implicita dei mercati azionari sia dell'area dell'euro che degli Stati Uniti in seguito agli attacchi terroristici di Madrid. Tale andamento ha rispecchiato l'incremento dell'incertezza percepita causato dagli attacchi terroristici di Madrid, che si era verificato anche successivamente agli eventi dell'11 settembre 2001. Malgrado l'aumento, il livello della volatilità implicita dei mercati azionari è rimasto nettamente inferiore a quello registrato nel settembre 2001 (cfr. figure C e D).

Va notato inoltre che il calo delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro dopo gli attacchi terroristici di Madrid ha interessato la totalità dei settori (cfr. tavola). Ciò contrasta con gli andamenti successivi all'11 settembre 2001 quando si registrarono differenze considerevoli tra i diversi settori. Il settore dei beni di consumo ciclici, che include i comparti delle compagnie aeree e delle imprese alberghiere, riportò una flessione nettamente più pronunciata rispetto all'indice ampio dopo l'11 settembre 2001, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, probabilmente a

1) Va tenuto conto del fatto che il mercato azionario degli Stati Uniti era rimasto chiuso per diversi giorni dopo l'11 settembre 2001. Alla sua riapertura, il 17 settembre 2001, aveva trasmesso parte della propria tendenza al ribasso ai mercati azionari europei.

Figura C Volatilità implicita dei mercati azionari: indice Dow Jones Euro Stoxx 50

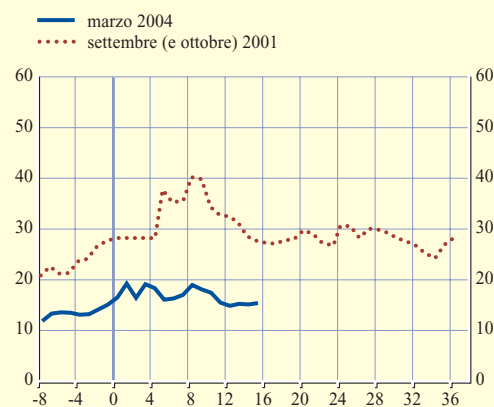
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'asse orizzontale riporta il numero di giorni lavorativi. Lo "0" sta a indicare rispettivamente il 10 marzo 2004 e il 10 settembre 2001.

Figura D Volatilità implicita dei mercati azionari: indice Standard & Poor's 500

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'asse orizzontale riporta il numero dei giorni lavorativi. Lo "0" sta a indicare rispettivamente il 10 marzo 2004 e il 10 settembre 2001.

causa di aspettative di riduzioni del traffico aereo e del turismo in seguito agli attacchi. Anche il settore finanziario, comprendente quello assicurativo, fu colpito significativamente nel 2001 poiché aumentarono i timori di future richieste di risarcimento assicurativo dovute all'offensiva terroristica. Per contro, la scarsa divergenza delle variazioni settoriali dei mercati azionari dopo l'11 marzo 2004 indica invece che gli andamenti delle quotazioni azionarie hanno rispecchiato principalmente un incremento generalizzato dell'incertezza tra gli operatori di mercato, ossia un aumento dei premi di rischio di mercato richiesti dagli investitori, ma non una particolare preoccupazione relativamente a problemi chiaramente individuabili in singoli settori.

Esistono diverse possibili spiegazioni per le differenze nel comportamento dei mercati azionari dopo l'11 settembre 2001 e dopo l'11 marzo 2004. Alcune riguardano le diverse modalità degli at-

Variazioni dei prezzi negli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx e Dow Jones Industrial Average

(variazioni percentuali; dati giornalieri)

	Dow Jones Euro Stoxx		Dow Jones Industrial Average	
	Dal 10 marzo alla fine di marzo 2004	Dal 10 settembre alla fine di settembre 2001	Dal 10 marzo alla fine di marzo 2004	Dal 10 settembre alla fine di settembre 2001
Materie prime	-5,1	-9,4	3,2	-6,8
Beni di consumo ciclici	-3,2	-13,3	1,5	-7,3
Beni di consumo non ciclici	-4,2	-4,9	-0,6	-3,6
Energetici	-3,4	-7,4	-0,4	-9,3
Finanziari	-4,8	-8,0	0,0	-0,8
Servizi sanitari	-0,7	1,7	-2,0	0,0
Industriali	-2,6	-11,2	2,1	-7,7
Alta tecnologia	-4,5	-2,0	1,6	-15,2
Telecomunicazioni	-4,0	7,4	0,0	5,8
Servizi pubblici	-3,1	-1,9	0,9	-8,1
Indice complessivo	-3,9	-6,3	0,4	-5,3
<i>Per memoria:</i>				
Deviazione standard fra settori economici	1,3	6,3	1,5	5,8

Fonti: Stoxx ed elaborazioni della BCE.

tacchi terroristici, che nel caso dell'11 settembre causarono forti preoccupazioni quanto alla futura redditività dei settori dei viaggi aerei e del turismo, nonché del comparto assicurativo. Per quanto riguarda quest'ultimo, va tenuto conto del fatto che dopo gli attacchi dell'11 settembre 2001 sono state apportate alcune variazioni nei contratti assicurativi per limitare l'esposizione delle compagnie assicurative al rischio di futuri attacchi terroristici. Ciò potrebbe spiegare in parte perché l'impatto negativo su tali società non sia stato lo stesso dopo gli attacchi terroristici dell'11 marzo 2004. Inoltre, mentre gli operatori di mercato sembrarono percepire gli attacchi dell'11 settembre 2001 come uno shock mondiale, la reazione piuttosto contenuta del mercato azionario statunitense dopo l'11 marzo 2004 potrebbe indicare che il mercato ha considerato che i recenti attacchi avessero implicazioni principalmente per l'Europa e non particolarmente per gli Stati Uniti. Infine, gli attacchi terroristici di Madrid si sono verificati in un momento in cui l'economia mondiale sta registrando una forte crescita, mentre gli eventi dell'11 settembre 2001 si erano verificati durante una fase congiunturale negativa. A tale riguardo, il migliore contesto economico generale è rispecchiato nel livello relativamente basso della volatilità implicita dei mercati azionari dopo l'11 marzo 2004.

GIAPPONE

In Giappone a marzo le quotazioni azionarie sono complessivamente aumentate del 6 per cento, probabilmente a causa del crescente ottimismo degli operatori sulle prospettive future dell'economia nipponica. Al riguardo, i timori del mercato che le fluttuazioni del tasso di cambio potessero incidere negativamente sull'evoluzione dell'economia nipponica sembrano essere stati attenuati dai recenti dati sulle esportazioni. L'incertezza del mercato azionario giapponese, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, è aumentata di 2 punti percentuali tra la fine di febbraio e il 31 marzo, rimanendo tuttavia a un livello di poco inferiore alla propria media dal 1999.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono calate circa del 3 per cento a marzo, risentendo della reazione dei mercati agli attacchi terroristici di Madrid dell'11 marzo (cfr. il riquadro 2). Dopo tali attacchi i corsi azionari sono scesi ai livelli prevalenti alla fine del 2003, annullando così i sensibili guadagni realizzati nei primi mesi di quest'anno. Gli attacchi terroristici hanno contribuito ad accentuare l'incertezza dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, che è aumentata di 7 punti percentuali tra la fine di febbraio e il 31 marzo. Ciò nonostante, la volatilità implicita dei mercati azionari dell'area si è mantenuta al di sotto della propria media registrata dal 1999, collocandosi al 23 per cento il 31 marzo.

Per quanto attiene ai recenti andamenti settoriali nell'area dell'euro, in marzo la maggior parte dei settori economici rappresentati nell'indice Dow Jones Euro Stoxx ha registrato un calo delle quotazioni azionarie. Questa diminuzione generalizzata indica che, nel mese, gli andamenti nei mercati azionari sono stati influenzati principalmente da un cambiamento nel clima di fiducia degli investitori. L'unico settore che ha registrato risultati positivi è quello sanitario, dove le notizie relative ad alcune società hanno provocato un rialzo dei corsi.

3 PREZZI E COSTI

I minori rincari, rispetto a dodici mesi prima, dei prodotti alimentari non trasformati e dei prezzi dei beni energetici, questi ultimi riconducibili a un effetto base, hanno determinato un calo dell'inflazione nell'area dell'euro all'1,6 per cento in febbraio dall'1,9 del mese precedente, mentre in marzo, secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione è rimasta invariata all'1,6 per cento. Ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, le pressioni sui prezzi alla produzione sono rimaste contenute. Tuttavia, l'andamento dei prezzi delle materie prime dall'inizio di febbraio potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione nel breve periodo. D'altra parte, l'incremento del costo del lavoro si è stabilizzato e lo scorso apprezzamento dell'euro continuerà ad attenuare le pressioni sui prezzi all'importazione. A meno di subire ulteriori shock, i prezzi dovrebbero continuare a evolvere in linea con la loro definizione di stabilità, benché nel breve periodo il tasso di inflazione possa evidenziare una certa variabilità dovuta a effetti base meno positivi sui prezzi dei beni energetici e agli aumenti delle imposte indirette.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER MARZO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area è rimasta invariata all'1,6 per cento in marzo (cfr. tavola 4). Sebbene non siano ancora disponibili informazioni dettagliate, è probabile che siano intervenuti fattori contrastanti. Più in particolare, è plausibile che il recente aumento del prezzo del petrolio espresso in euro abbia esercitato una pressione al rialzo sui prezzi dei beni energetici. Inoltre, i prezzi dei prodotti alimentari trasformati avrebbero risentito del rincaro del tabacco determinato da ulteriori aumenti delle imposte. Questi fattori, tuttavia, sarebbero stati ampiamente compensati da un effetto base al ribasso sui prezzi dei beni energetici derivante dal forte rincaro del petrolio osservato nel periodo corrispondente dello scorso anno. Data la natura preliminare delle informazioni, l'usuale incertezza caratterizza tale stima.

INFLAZIONE ARMONIZZATA A FEBBRAIO

In febbraio l'inflazione nell'area è scesa all'1,6 per cento dall'1,9 del mese precedente (cfr. figura 16). A differenza dell'inflazione complessiva, il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC al netto

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2003 ott.	2003 nov.	2003 dic.	2004 gen.	2004 feb.	2004 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,3	2,1	2,0	2,2	2,0	1,9	1,6	1,6
Beni energetici	-0,6	3,0	0,7	2,2	1,8	-0,4	-2,3	.
Alimentari non trasformati	3,1	2,1	3,8	3,8	3,2	2,9	1,9	.
Alimentari trasformati	3,1	3,3	3,5	4,0	3,8	3,3	3,2	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,8	.
Servizi	3,1	2,5	2,5	2,4	2,3	2,5	2,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-0,1	1,6	0,9	1,4	1,0	0,3	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	24,7	24,6	24,0	24,2	24,1	26,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	-3,7	0,2	-0,2	5,1	7,2	.

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

1) Il dato per l'inflazione misurata sullo IAPC in marzo 2004 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è lievemente aumentato (di 0,1 punti percentuali) al 2,0 per cento.

Il calo dell'inflazione complessiva è riconducibile principalmente a un vigoroso effetto base al ribasso sui prezzi dell'energia dello IAPC, determinato dal netto incremento dei corsi petroliferi all'inizio dello scorso anno. In febbraio, inoltre, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati è ulteriormente diminuito. Questo andamento è riconducibile principalmente a un netto calo del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle verdure, il cui tasso di variazione sul mese precedente, da alcuni mesi al di sotto della media storica, segnala la graduale attenuazione degli effetti dello shock ai prezzi degli alimentari dovuto all'ondata di caldo della scorsa estate.

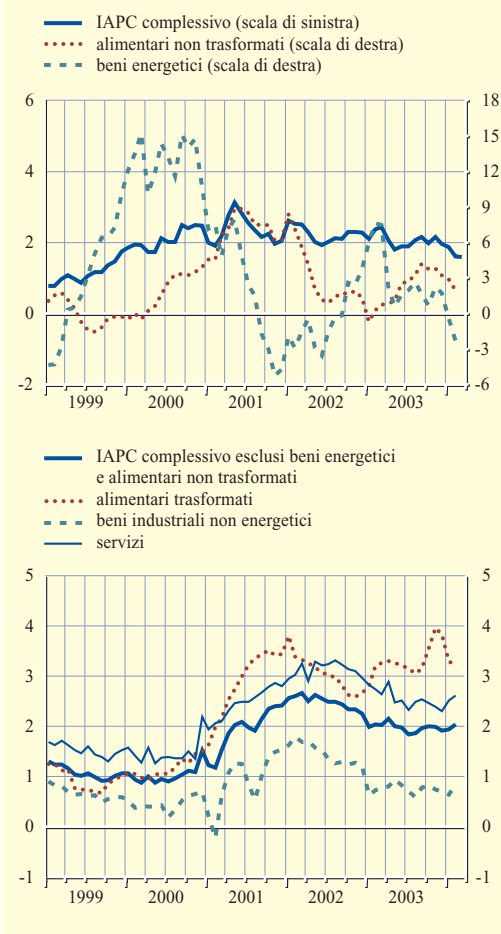
L'aumento del tasso di variazione dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è dovuto all'andamento dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi. L'incremento del tasso di crescita sui dodici mesi che ha interessato la componente dei beni industriali non energetici, dallo 0,6 per cento di gennaio allo 0,8 per cento di febbraio, riflette un adeguamento al rialzo dei prezzi dell'abbigliamento e delle calzature dopo il forte calo di gennaio dovuto ai saldi invernali. L'aumento dei prezzi dell'abbigliamento in febbraio contrasta con l'andamento registrato dodici mesi prima, quando tali prezzi erano diminuiti rispetto al mese precedente. L'incremento dei prezzi del trasporto passeggeri per via aerea e dei viaggi organizzati è stato il principale fattore sottostante l'accelerazione dei prezzi dei servizi, dal 2,5 per cento sul periodo corrispondente in gennaio al 2,6 in febbraio. Considerando la tradizionale variabilità dei prezzi di questi articoli, ciò non deve essere interpretato come un segno di ulteriori aumenti dei prezzi dei servizi. In febbraio è lievemente diminuito il tasso di variazione dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, che potrebbero, tuttavia, nuovamente accelerare a seguito dell'aumento delle imposte sul tabacco.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In gennaio le pressioni sui prezzi ai primi stadi della catena produttiva sono rimaste contenute (cfr. figura 17). Come riportato nel numero precedente di questo Bollettino, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione (IPP) nell'area dell'euro, al netto delle costruzioni, è sceso allo 0,3 per cento in gennaio, dall'1,0 del mese precedente. Tale calo è dovuto principalmente a effetti base riconducibili ai prezzi dei prodotti energetici. Al netto di quest'ultima componente,

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

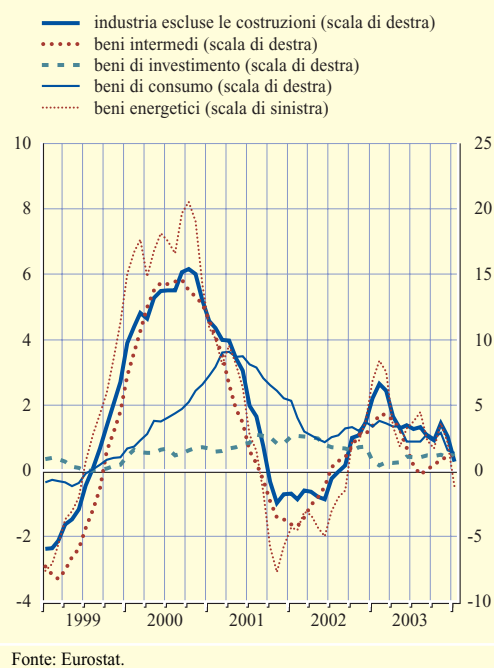
il tasso di crescita dell'IPP è rimasto invariato allo 0,6 per cento in gennaio.

L'andamento delle singole componenti dell'IPP è rimasto relativamente debole in gennaio. Il tasso di incremento dei prezzi alla produzione dei beni intermedi è salito lievemente allo 0,5 per cento, probabilmente di riflesso alle pressioni al rialzo dei prezzi delle materie prime non energetiche. Il tasso di crescita dei prezzi dei beni di consumo ha continuato a diminuire, raggiungendo lo 0,5 per cento. Anche il tasso di crescita dei prezzi alla produzione dei beni di investimento è rimasto contenuto in gennaio, allo 0,5 per cento.

In prospettiva, l'aumento dei prezzi petroliferi dall'inizio di febbraio, sia in dollari sia in euro, probabilmente sospingerà al rialzo i prezzi alla produzione. Inoltre, gli intervistati nell'indagine presso i responsabili degli acquisti – utilizzata per costruire lo *Eurozone Price Index* (EPI) per il settore manifatturiero – hanno citato il rincaro delle materie prime non energetiche quale fonte di pressioni sui costi. Come riportato nel numero precedente di questo Bollettino, l'EPI è ulteriormente aumentato in febbraio, salendo a 59,4 dal 54,6 di gennaio. Da ottobre l'indice si colloca al di sopra del valore soglia di 50, che segna la linea di demarcazione fra l'aumento e il calo dei prezzi.

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati più recenti relativi al quarto trimestre del 2003 confermano ulteriormente la moderazione della crescita del costo del lavoro nello scorso anno. Nel quarto trimestre del 2003, ad esempio, il tasso di variazione sui dodici mesi del costo totale del lavoro per ora lavorata è sceso al 2,5 per cento dal 2,8 del trimestre precedente (cfr. tavola 5). Nell'insieme del 2003 il costo totale del lavoro

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

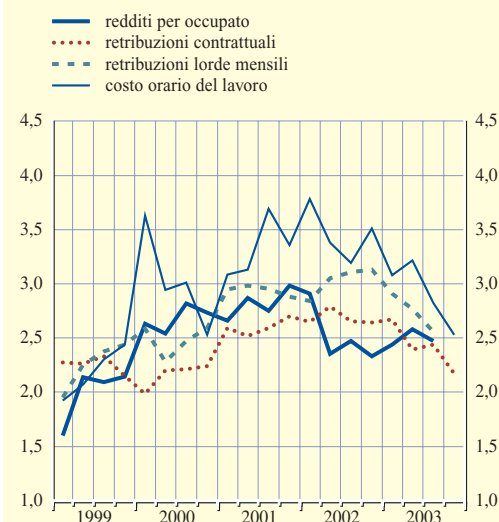
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

ro per ora lavorata è aumentato mediamente del 2,9 per cento (rispetto al 3,5 del 2002). Anche i dati sulle retribuzioni contrattuali confermano la moderazione della crescita salariale nel 2003 (cfr. figura 18). Nel complesso dell'anno, il tasso di incremento delle retribuzioni contrattuali è sceso in media al 2,4 per cento dal 2,7 dell'anno precedente.

Per quanto riguarda gli altri indicatori del costo del lavoro, i più recenti dati disponibili si riferiscono al terzo trimestre del 2003. In tale periodo la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto, per quanto in calo, si è mantenuta relativamente elevata al 2,4 per cento, riflettendo tassi di crescita della produttività che continuano a rimanere modesti. Tuttavia, nel contesto di un lieve incremento netto dei nuovi posti di lavoro, la ripresa dell'attività nella seconda metà dello scorso anno ha determinato un leggero aumento della produttività del lavoro. Nel quarto trimestre del 2003, pertanto, considerando che i dati nazionali suggeriscono che è proseguita la moderazione della crescita dei redditi per occupato, dovrebbe essere calato anche il costo del lavoro per unità di prodotto.

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

Nel breve periodo l'aumento delle imposte sui tabacchi, unitamente a effetti base meno favorevoli indotti dai prezzi dei beni energetici, eserciterà un effetto al rialzo sul tasso di inflazione, in particolare nel secondo trimestre di quest'anno. Tuttavia, considerando la dinamica dei salari, i precedenti andamenti dei cambi e la prevista graduale ripresa economica, e in assenza di ulteriori shock sui prezzi, l'inflazione armonizzata per l'area dovrebbe mantenersi in linea con la stabilità dei prezzi nel medio termine. In particolare, fattori da tenere sotto stretta osservazione sono l'aumento dei prezzi delle materie prime, sia petrolifere che non, e l'evoluzione delle attese di inflazione a lungo termine (cfr. riquadro 3).

Riquadro 3

I RECENTI ANDAMENTI DELLE ATTESE DI INFLAZIONE A LUNGO TERMINE

Di recente è stata rivolta particolare attenzione agli andamenti degli indicatori relativi alle attese di inflazione a lungo termine, in quanto possono fornire indicazioni sulla valutazione degli operatori economici circa l'evoluzione dei prezzi nel più lungo termine. Tale valutazione può incidere sui comportamenti che determinano i salari e i prezzi e, di conseguenza, attese di inflazione a lungo termine incoerenti con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE dovrebbero suscitare preoccupazione.

Questo riquadro riporta alcune informazioni sulle attese di inflazione a lungo termine ricavate da diverse fonti. In particolare, le misure delle attese desunte dalle inchieste condotte presso i previsori degli andamenti nell'area dell'euro (*Survey of Professional Forecasters* (SPF), *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*) vengono esaminate unitamente alla dinamica del tasso di inflazione "di pareggio" ottenuto dalle obbligazioni nominali e indicizzate.

La figura A riporta le attese di inflazione a lungo termine ricavate da diverse inchieste presso i previsori unitamente all'evoluzione del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni per l'area dell'euro, ottenuto calcolando la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nominali e indicizzati¹⁾. Si noti che gli orizzonti temporali ai quali si riferiscono le attese differiscono nelle varie indagini, e non coincidono con gli intervalli di tempo coperti dal tasso di inflazione di pareggio. Le attese rilevate dall'SPF sono a cinque anni, quelle di *Consensus Economics* variano da sei a dieci anni e quelle rilevate dall'*Euro Zone Barometer* sono a quattro anni, mentre il tasso di inflazione di pareggio copre un periodo di circa dieci anni.

Malgrado i differenti orizzonti temporali utilizzati, le attese desunte dalle indagini si sono rivelate sostanzialmente simili negli ultimi tre anni, oscillando entro un ambito relativamente ristretto, circa tra l'1,8 e l'1,9 per cento, mentre il tasso di inflazione di pareggio è stato più variabile. Si noti, tuttavia, che il tasso di inflazione di pareggio può riflettere fattori diversi dalle attese sui tassi di inflazione a lungo termine²⁾. Fra tali fattori, alcuni dei quali variano in funzione del tempo, figurano il premio positivo collegato all'incertezza sull'inflazione, quello negativo per la più elevata liquidità delle obbligazioni nominali utilizzate per calcolare il tasso di inflazione di pareggio, le differenti scadenze, gli aspetti fiscali e i fattori tecnici di mercato. Inoltre, ai previsori in genere si chiede di riportare le attese per l'inflazione calcolata sullo IAPC complessivo, mentre il tasso di inflazione di pareggio è associato allo IAPC al netto dei prezzi del tabacco. Tuttavia, in un arco di tempo più lungo questa differenza dovrebbe incidere solo limitatamente.

Nell'SPF viene richiesto ai partecipanti non solo di esprimere una previsione puntuale sull'inflazione ma anche di assegnare alla previsione una distribuzione di probabilità. Tale distribuzione è espressa in termini di probabilità (in punti percentuali) attribuita a intervalli specifici del tasso di inflazione. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette così di desumere come i partecipanti all'indagine valutano, in media, il rischio che il dato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. Inoltre, guardando la distribuzione di probabilità nel tempo si possono valutare eventuali variazioni dei rischi percepiti o dell'incertezza.

La figura B riporta la previsione puntuale dell'inflazione a più lungo termine, nonché la probabilità associata a un'inflazione a più lungo termine pari o superiore al 2 per cento. Quest'ultima è stata scelta in quanto rappresenta un risultato in contrasto con la definizione di stabilità dei prezzi nel medio termine. Dalla figura si evince che le variazioni del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni potrebbero essere in relazione con l'andamento della probabilità che l'inflazione sia pari o superiore al 2 per cento. Nel secondo trimestre del 2003, ad esempio,

1) Per ulteriori informazioni sul tasso di inflazione "di pareggio", cfr. il riquadro intitolato *Le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ottenute dai titoli indicizzati del Tesoro francese* nel numero del febbraio 2002 di questo Bollettino.

2) Per una disamina più approfondita dei fattori diversi dalle attese di inflazione a lungo termine che potrebbero incidere sul tasso di inflazione di pareggio, cfr. il riquadro intitolato *Andamenti recenti nel mercato delle obbligazioni indicizzate nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.

Figura A Aspettative di inflazione a lungo termine nelle indagini dei previsori e tasso di inflazione di "pareggio"

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

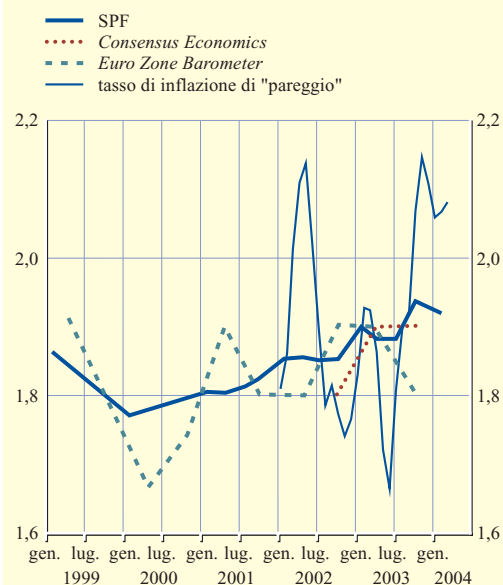
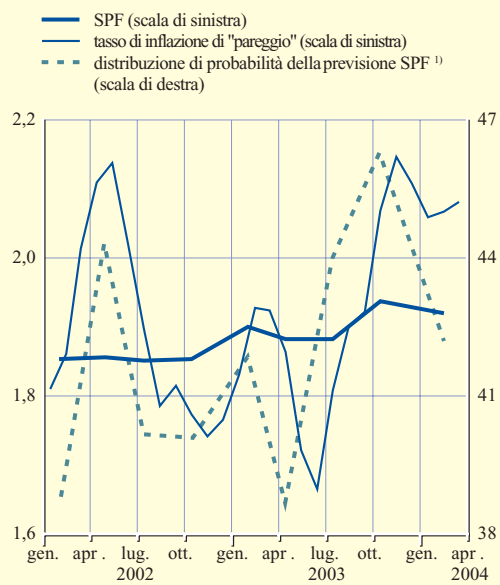


Figura B Aspettative di inflazione a lungo termine dello SPF (previsioni e distribuzione di probabilità) e tasso di inflazione di "pareggio"

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, valori percentuali)



Fonti: BCE, Ministero del Tesoro francese, *Consensus Economics* e *MJ Economics (Euro Zone Barometer)*.

Nota: la SPF si riferisce alle aspettative a cinque anni, *Consensus Economics* a quelle da sei a dieci anni da oggi e l'*Euro Zone Barometer* a quelle a quattro anni mentre il tasso di inflazione di "pareggio" copre un periodo di circa dieci anni. Quest'ultimo è calcolato come differenziale fra i rendimenti nominali e quelli indicizzati all'inflazione dei titoli di stato decennali.

1) Probabilità associata al verificarsi di un risultato per l'inflazione a cinque anni pari o superiore al 2 per cento.

sono diminuiti sia il tasso di inflazione di pareggio sia la probabilità, secondo gli intervistati dell'SPF, che l'inflazione sia pari o superiore al 2 per cento, benché la previsione puntuale a più lungo termine sia rimasta sostanzialmente invariata. Analogamente, l'aumento del tasso di inflazione di pareggio nella seconda metà del 2003 è stato accompagnato da un incremento della probabilità di inflazione pari o superiore al 2 per cento, benché la previsione puntuale sia aumentata nettamente meno. Più di recente si è osservato un lieve calo sia del tasso di inflazione di pareggio sia della probabilità associata dagli intervistati dell'SPF nel primo trimestre del 2004 a un'inflazione pari o superiore al 2%.

Si può ritenere pertanto che i recenti andamenti del tasso di inflazione di pareggio siano stati maggiormente condizionati da variazioni nell'incertezza sull'inflazione piuttosto che nelle attese sull'inflazione media di lungo periodo. Ciò sottolinea la necessità di confrontare un'ampia gamma di indicatori quando si valuta l'andamento delle attese di inflazione di lungo periodo.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

I dati più recenti confortano la valutazione secondo cui la ripresa nell'area dell'euro sta proseguendo a un ritmo moderato nel 2004, dopo una crescita del PIL in termini reali dello 0,3 e dello 0,4 per cento sui trimestri precedenti nella seconda metà del 2003. Gli ultimi indicatori congiunturali sono stati tuttavia contrastanti, dando adito ad alcune incertezze nel breve periodo, mentre fino ad ora gli attacchi terroristici dell'11 marzo a Madrid non hanno avuto ripercussioni di rilievo sulle prospettive dell'economia. I risultati delle indagini nel settore manifatturiero in marzo sono stati stabili o sono leggermente migliorati, e restano coerenti con una moderata espansione dell'attività nell'industria, nonostante la produzione industriale sia risultata relativamente debole intorno al volgere dell'anno. Negli ultimi mesi il clima di fiducia nel settore dei servizi non ha registrato ulteriori miglioramenti, pur continuando a segnalare una prosecuzione della crescita del settore. Gli indicatori congiunturali della spesa delle famiglie continuano a essere discordanti, anche se il significativo aumento nel commercio al dettaglio in gennaio potrebbe costituire un primo segnale di un aumento della spesa per consumi. In prospettiva, permangono condizioni interne ed esterne favorevoli alla prosecuzione della ripresa nel 2004 e al suo rafforzamento nel tempo.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

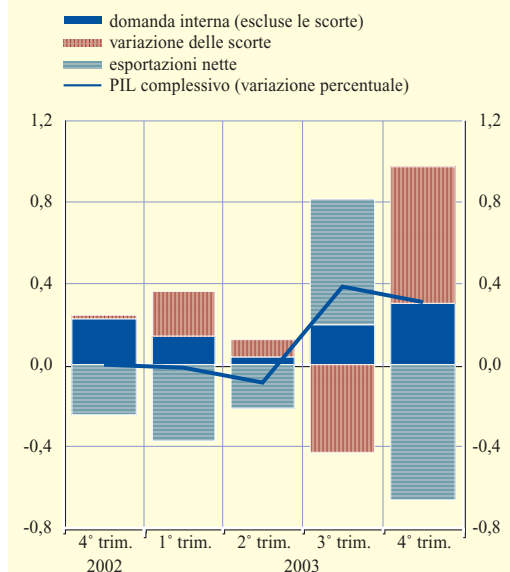
I dati di contabilità nazionale indicano che la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2003, contro lo 0,4 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 19).

Fatta eccezione per una ripresa della spesa per investimenti, i dati sulla composizione della domanda nell'ultimo trimestre non sembrano particolarmente favorevoli. L'impulso dovuto alla crescita delle esportazioni, fattore chiave a sostegno di una più forte attività nel terzo trimestre, si è affievolito. Inoltre, la spesa per consumi è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al trimestre precedente. Malgrado la debole domanda interna, le importazioni hanno segnato un forte incremento. Di conseguenza, il contributo delle esportazioni nette è diventato significativamente negativo nel quarto trimestre.

A fronte, da un lato, di indicatori piuttosto positivi dal lato dell'offerta e, dall'altro, di una modesta domanda e di una forte crescita delle importazioni, le prime stime dei dati di contabilità nazionale per il quarto trimestre del 2003 segnalano un contributo positivo insolitamente elevato delle variazioni delle scorte (cfr. figura 19). Tuttavia, nell'ambito dei conti nazionali per l'area dell'euro i dati sulle scorte sono utilizzati come posta a pareggio e potrebbero pertanto rispecchiare anche discrepanze statistiche o errori di misurazione nelle varie componenti del PIL. Per questo moti-

Figura 19 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti

(contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

vo tali dati potrebbero essere oggetto di una revisione al ribasso in occasione dei successivi rilasci, dal momento che saranno disponibili stime più precise delle altre componenti della domanda.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La crescita del PIL nel quarto trimestre è stata sostenuta soprattutto dall'attività industriale. Anche il contributo del valore aggiunto in termini reali nel settore dei servizi è stato positivo, ma inferiore a quello dell'industria e a quello del terzo trimestre. La decelerazione dell'attività nel settore dei servizi è stata principalmente determinata da una contrazione del prodotto nel commercio e nei trasporti, che potrebbe in parte riflettere una debolezza dei consumi.

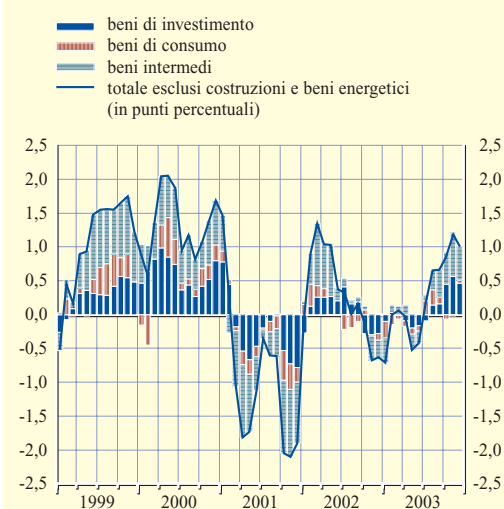
Dai dati sulla produzione industriale (al netto delle costruzioni) emerge che l'attività industriale è stata più moderata intorno al volgere dell'anno. Dopo il forte aumento di ottobre, la produzione industriale si è ampiamente stabilizzata negli ultimi due mesi del 2003, per poi scendere nel gennaio del 2004. Questo calo riflette una contrazione della produzione in tutte le principali categorie industriali. Tuttavia, se si considera la media mobile a tre mesi, un effetto base favorevole derivante dal forte incremento della produzione in ottobre continua a imprimere slancio alla produzione industriale (cfr. figura 20). I dati sui nuovi ordini effettivi sono significativamente diminuiti in gennaio, compensando il forte aumento di dicembre. Guardando oltre la volatilità mensile, emerge come la domanda di prodotti industriali sia proseguita, seppur in misura più contenuta rispetto al quarto trimestre del 2003.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini nel settore manifatturiero hanno mostrato stabilità o qualche miglioramento in marzo (cfr. figura 21). Nel complesso, essi fanno ritenere che l'espansione dell'attività nell'industria si sia protratta nel primo trimestre dell'anno, anche se a un ritmo moderato.

Figura 20 Contributi alla crescita della produzione industriale

(contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)

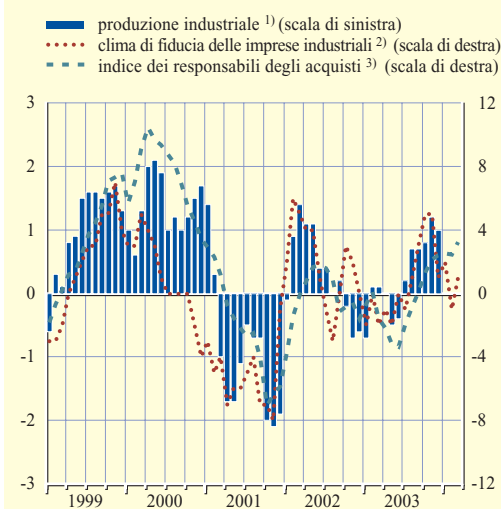


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate su tre mesi rispetto all'analogica media tre mesi prima.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

L'indicatore del clima di fiducia nell'industria elaborato dalla Commissione europea non ha evidenziato cambiamenti in marzo, nonostante un lieve deterioramento delle aspettative sulla produzione. Il clima di fiducia è risultato stabile nei settori dei beni intermedi e dei beni di investimento, mentre è leggermente peggiorato presso i produttori di beni di consumo. Gli attacchi terroristici dell'11 marzo a Madrid sembrano aver avuto nel complesso un impatto solo limitato sui risultati dell'indagine di quel mese. In parte, ciò potrebbe essere dovuto alla tempistica dei sondaggi, giacché gran parte delle interviste si è svolta prima degli attacchi.

Contrariamente ai risultati dell'indagine della Commissione europea, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero è leggermente aumentato in marzo, riflettendo un aumento diffuso tra le varie componenti. La relativa inchiesta è stata condotta dopo l'attentato di Madrid. Tuttavia, l'indice è più incentrato sulla valutazione delle condizioni economiche presenti e dovrebbe risentire in misura minore di mutamenti nelle aspettative.

L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi è rimasto invariato in marzo. Il risultato complessivo riflette un miglioramento delle attese sulla domanda, che ha controbilanciato una valutazione più negativa del clima di fiducia complessivo e le condizioni meno favorevoli della domanda nei mesi recenti.

Più in generale, i risultati delle indagini forniscono alcune indicazioni preliminari sugli sviluppi nel primo trimestre del 2004. Le inchieste della Commissione europea per questo periodo mostrano in media un ulteriore miglioramento delle prospettive per la produzione nel settore manifatturiero e per la domanda nei servizi. Ciò contrasta con una valutazione sostanzialmente immutata delle tendenze pregresse della produzione nel settore manifatturiero e con un lieve peggioramento nell'andamento recente della domanda nei servizi. Nel complesso, sulla base delle componenti prospettive delle indagini, le prospettive per l'attività nell'area dell'euro oltre il breve periodo sarebbero positive. Tuttavia, le componenti maggiormente orientate al passato potrebbero altresì indicare che non vi è stato un rafforzamento della ripresa nel primo trimestre dell'anno.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Dai più recenti dati emergono segnali contrastanti in merito al vigore di fondo della spesa per consumi, ma vi sono altresì prime indicazioni di un recupero all'inizio del 2004.

Le vendite al dettaglio nell'area dell'euro sono fortemente cresciute in gennaio, dopo i cali di novembre e dicembre. Per la prima volta Eurostat ha pubblicato una stima preliminare delle vendite al dettaglio mensili, riducendo così significativamente il ritardo nella disponibilità di questi dati (cfr. il riquadro 4 intitolato "*Prime stime del fatturato del commercio al dettaglio nell'area dell'euro*" per

Riquadro 4

STIME PRELIMINARI DEL FATTURATO DEL COMMERCIO AL DETTAGLIO NELL'AREA DELL'EURO

Il 5 marzo 2004 l'Eurostat ha diffuso una stima del fatturato del commercio al dettaglio nell'area dell'euro relativa a gennaio, classificando i risultati come stime preliminari. Questo significativo miglioramento della tempistica, da circa 65 a 35 giorni dopo il periodo di riferimento, è il risultato di un *gentleman's agreement* fra l'Eurostat e gli istituti di statistica nazionali (ISN). Esso riflette, inoltre, l'applicazione di nuovi metodi per la produzione delle statistiche dell'area

dell'euro. Il presente riquadro descrive i metodi di rilevazione e le caratteristiche di queste stime preliminari per l'area ¹⁾.

Le nuove procedure di stima degli aggregati del commercio al dettaglio nell'area dell'euro

Nel novembre 2001 il Comitato del programma statistico ²⁾ ha deciso che gli Stati membri, entro due anni, avrebbero dovuto essere in grado di fornire l'indice delle vendite al dettaglio entro 30 giorni dalla fine del periodo di riferimento ricorrendo a nuove tecniche di campionatura. Finora nessun paese dell'area era riuscito a pubblicare questo tipo di dati sul commercio al dettaglio in tempi così brevi. L'idea di fondo alla base della proposta era che, utilizzando i campioni nazionali esistenti, per ciascun paese dell'area si potevano individuare sub-campioni più piccoli che, combinati fra loro, avrebbero fornito una stima attendibile per l'intera area. Gli ISN avrebbero prima trattato i dati richiesti del sub-campione, mentre la fase successiva prevedeva la pubblicazione dei risultati basati sulla totalità dei dati nazionali (che poteva eventualmente condurre a una revisione dei dati relativi all'area).

La stima preliminare per l'area dell'euro comprende il fatturato complessivo del commercio al dettaglio a prezzi costanti, suddiviso in vendite al dettaglio di prodotti alimentari, bevande e tabacchi e prodotti non alimentari. Tutti i dettagli degli aggregati sono pubblicati insieme alla diffusione della stima preliminare per il periodo di riferimento successivo, ossia circa 60-65 giorni dopo la fine del periodo stesso.

Tutti i paesi dell'area hanno adottato misure volte a migliorare la tempistica dei propri risultati. Ad esempio, Belgio, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo e Finlandia utilizzano campioni di dimensioni ridotte per la stima preliminare, mentre Spagna e Portogallo sono riusciti ad anticipare la diffusione dei dati senza peraltro diminuire le dimensioni dei campioni. Altri due paesi usano metodi ancora diversi per migliorare la tempistica dei propri risultati. La Germania utilizza i dati provenienti dai sei Länder più estesi e la Francia fornisce stime basate su dati mensili raccolti da supermercati e dai risultati dell'indagine mensile sul commercio al dettaglio condotta dalla Banque de France.

Tempestività del rilascio delle stime preliminari sul fatturato del commercio al dettaglio nell'area dell'euro

(numero di giorni trascorsi dallo scadere del periodo di riferimento)

Periodo di riferimento	Area dell'euro	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
giugno 2001	64	54	43	79	46	60	60	60	117	38	60	59	58
gennaio 2004	35	n.d.	32 ¹⁾	n.d.	42 ¹⁾	32 ¹⁾	46 ¹⁾	53 ¹⁾	n.d.	55	60	31 ¹⁾	42 ¹⁾

Fonte: Eurostat.

1) Dato incluso nella stima preliminare.

Attualmente in questa stima preliminare per l'area dell'euro non sono compresi tutti i paesi dell'area (cfr. tavola). Tuttavia, la copertura per paese dell'aggregato dell'area supera l'80 per cento e sono previsti ulteriori miglioramenti. Per esempio, i Paesi Bassi saranno in grado di contribuire alla stima preliminare per l'area a partire da quella relativa a febbraio.

1) Per maggiori informazioni, cfr. anche il relativo comunicato stampa dell'Eurostat e l'articolo intitolato *Retail trade: volume of sales*, Statistics in Focus, Theme 4 - 8/2004, Eurostat, 2004, entrambi disponibili su www.europa.eu.int/comm/eurostat.

2) Il Comitato del programma statistico coordina le attività svolte dall'Eurostat e dagli ISN per la raccolta e la compilazione delle statistiche non finanziarie dell'area dell'euro.

La qualità dei dati e l'evoluzione futura

È prematuro esprimere una valutazione definitiva sulla qualità di questa stima preliminare. La sua compilazione sulla base di dati parziali e incompleti potrebbe comportare rilevanti revisioni. Ciò potrebbe essere dovuto, ad esempio, a un più elevato tasso di assenza di risposte nelle indagini, alla selezione di unità di vendita al dettaglio di grande dimensione in un campione ridotto o a vincoli di tempo per i controlli qualitativi riconducibili a un trattamento più rapido dei dati. Tuttavia, le verifiche condotte nel 2003 dall'Eurostat non hanno rilevato nessun elemento che indichi che questa migliore tempistica abbia comportato revisioni più rilevanti degli aggregati dell'area. Nondimeno, è legittima una certa cautela, in quanto gli aggregati del commercio al dettaglio nell'area hanno sempre mostrato una certa volatilità e le revisioni si sono spesso rivelate sostanziali.

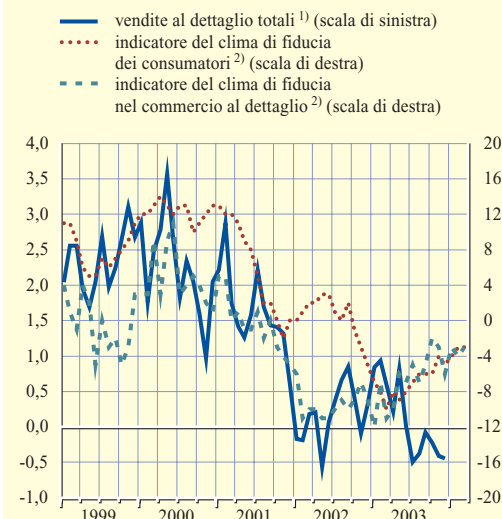
La predisposizione di una stima preliminare del fatturato del commercio al dettaglio è stata utilizzata come progetto pilota mirato alla fornitura di risultati più tempestivi a livello dell'area, limitando nel contempo l'onere aggiuntivo per gli ISN. Pertanto, l'applicazione con successo del nuovo metodo è importante per la futura evoluzione di altre statistiche dell'area dell'euro.

una descrizione della metodologia statistica). Queste prime stime segnalano un aumento di circa il 2¼ per cento in gennaio, che ha interessato in maniera generalizzata i paesi considerati; l'aumento ha inoltre riguardato tanto le componenti alimentari quanto quelle non alimentari. Malgrado la variabilità dei dati, questo incremento fornisce un'indicazione positiva per i consumi delle famiglie. Le informazioni parziali sui singoli paesi disponibili per febbraio, unitamente all'aumento della crescita del credito al consumo, si aggiungono al segnale maggiormente positivo proveniente dai dati sul commercio al dettaglio in gennaio. Per contro, le immatricolazioni di nuove autovetture sono rimaste deboli, nonostante un moderato aumento in febbraio.

L'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è rimasto stabile in marzo (cfr. figura 22), anche se la percezione del quadro economico generale è lievemente peggiorata. Le informazioni disponibili a livello nazionale per quel mese non evidenziano un peggioramento significativo della fiducia a seguito degli attacchi terroristici di Madrid. Per l'insieme del primo trimestre, le prospettive maggiormente favorevoli per l'economia e in particolare per il mercato del lavoro hanno alimentato un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori, confermando la prosecuzione della tendenza al recupero dai bassi livelli toccati agli inizi del 2003. La fiducia resta tuttavia bassa rispetto ai valori storici e i recenti guadagni non fanno che compensare parte

Figura 22 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



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

1) Variazioni percentuali 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. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti, a causa di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

delle perdite subite nella seconda metà del 2002 e nel primo trimestre del 2003.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

DISOCCUPAZIONE

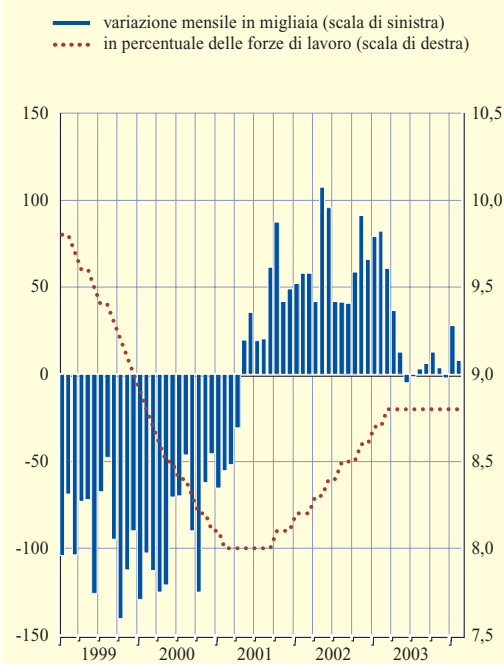
All'inizio del 2004 le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste stabili su livelli modesti. I dati sulla disoccupazione di febbraio mostrano una lieve crescita del numero dei disoccupati, dopo l'aumento più significativo di gennaio. Il tasso di disoccupazione è rimasto tuttavia stabile per dodici mesi consecutivi all'8,8 per cento (cfr. figura 23). In termini di scomposizione per classi di età, in febbraio il tasso di disoccupazione resta invariato sia per i minori di 25 anni (al 16,8 per cento) sia per la popolazione di età pari o superiore a 25 anni (al 7,8 per cento).

OCCUPAZIONE

La crescita dell'occupazione nell'insieme dell'economia è stata lievemente positiva nel quarto trimestre del 2003 (cfr. tavola 6). Ancora una volta dietro questo andamento si nascondono tendenze divergenti: la creazione netta di posti di lavoro nel settore dei servizi contrasta con i cali significativi dell'occupazione nell'industria. Tale divergenza settoriale è stata particolarmente marcata alla fine dello scorso anno. Ciò ha trovato altresì riscontro nei diversi andamenti della produttività, cresciuta di oltre l'1 per cento nell'industria (al netto delle costruzioni) e diminuita nel settore dei servizi nel quarto trimestre. Per l'insieme dell'economia, e in un contesto di moderata creazione netta di posti di lavoro, la ripresa dell'attività nella seconda metà del 2003 si è accompagnata a un moderato aumento della produttività del lavoro.

Figura 23 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2002	2003	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.
Totale economia	0,5	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,1	-1,9	-0,7	-0,9	-0,2	0,1	0,0
Industria	-1,2	-1,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5
Escluse le costruzioni	-1,4	-1,9	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6
Costruzioni	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,4	-0,7	-0,3
Servizi	1,4	0,9	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Commercio e trasporti	0,4	0,5	0,0	0,1	0,3	0,4	0,2
Finanziari e alle imprese	2,4	1,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,5
Amministrazione pubblica	1,8	1,1	0,4	0,3	0,2	0,0	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In prospettiva, le attese sull'occupazione, benché ancora migliorate nel primo trimestre del 2004, si situano tuttora su livelli relativamente modesti. Esse dovrebbero tendenzialmente orientarsi verso un graduale miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro nel caso di un ulteriore sviluppo della ripresa, come è correntemente atteso dalle imprese.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La ripresa nell'area dell'euro sembra esser proseguita a un ritmo moderato nel primo trimestre del 2004. I dati congiunturali recentemente pubblicati, nonché gli indicatori del clima di fiducia, sono stati tuttavia contrastanti, generando alcune incertezze per il breve periodo, mentre finora gli avvenimenti dell'11 marzo di Madrid non hanno avuto ripercussioni di rilievo sulle prospettive dell'economia.

In prospettiva, le condizioni restano favorevoli a un graduale rafforzamento della crescita nel corso e al di là del 2004. La ripresa nel resto del mondo sta avanzando e una vivace domanda estera dovrebbe assicurare un significativo aumento delle esportazioni dell'area dell'euro, nonostante l'effetto frenante sulla competitività di prezzo delle esportazioni dovuto all'apprezzamento dell'euro negli ultimi due anni. Dopo un primo aumento degli investimenti nell'ultimo trimestre del 2003, le imprese dovrebbero continuare ad accrescere l'accumulazione di capitale. L'incremento degli investimenti dovrebbe essere sostenuto dalle migliorate prospettive per la domanda, dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dai più elevati utili societari. I consumi privati dovrebbero beneficiare di una più forte crescita del reddito in termini reali, sospinta nel breve termine dai minori prezzi delle importazioni e dalle riduzioni nelle imposte dirette, nonché, più avanti nell'anno, da un graduale miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. La valutazione di un proseguimento della ripresa del prodotto in termini reali trova supporto nelle più recenti previsioni e proiezioni.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In marzo l'euro si è indebolito in termini effettivi nominali. Tale risultato è riconducibile in buona parte alla perdita di valore nei confronti dello yen giapponese – che ha registrato un apprezzamento generalizzato nei confronti di tutte le valute principali – e, in misura minore, del dollaro statunitense. Gli attentati terroristici dell'11 marzo a Madrid non sembrano avere avuto effetti duraturi sugli andamenti dei mercati valutari.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

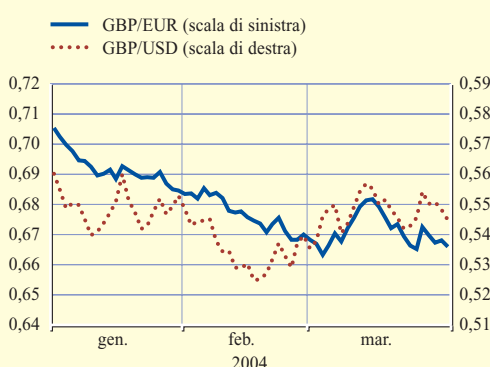
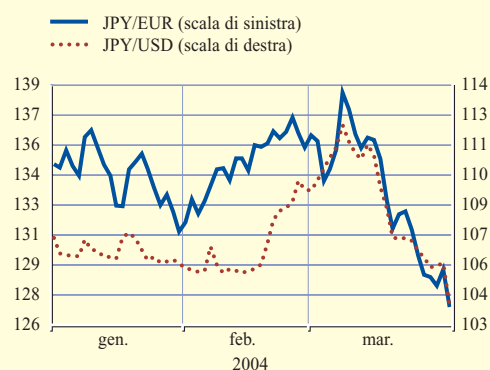
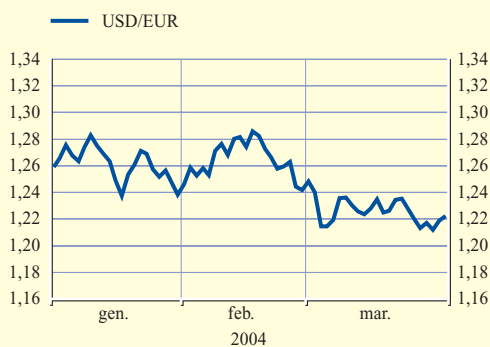
Dopo una pronunciata flessione agli inizi di marzo, l'euro ha segnato un lieve recupero sul dollaro statunitense per la decisa reazione dei mercati valutari ai dati contrastanti sulle condizioni del mercato del lavoro negli Stati Uniti (cfr. figura 24). Nel prosieguo del mese la moneta europea è rimasta sostanzialmente stabile nei confronti di quella statunitense, oscillando entro un intervallo compreso fra 1,21 e 1,24 dollari, probabilmente di riflesso ai segnali contrastanti provenienti soprattutto dai dati economici statunitensi. Da un lato, a sorreggere il dollaro hanno contribuito le ulteriori evidenze di una crescita sostenuta fornite dal vivace andamento della produzione industriale in febbraio. Inoltre, la pubblicazione in gennaio di dati che segnalavano consistenti afflussi netti per investimenti di portafoglio negli Stati Uniti per il terzo mese consecutivo ha concorso a moderare i timori concernenti il finanziamento del disavanzo di conto corrente statunitense. Dall'altro lato, sul dollaro ha pesato il perdurare in gennaio del disavanzo commerciale statunitense. Il 31 marzo l'euro è stato quotato a 1,22 dollari, un livello inferiore dell'1,6 per cento a quello di fine febbraio e superiore dell'8,1 per cento alla media del 2003.

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo un periodo di relativo vigore in febbraio e agli inizi di marzo, nella parte restante del mese l'euro è arretrato in misura significativa nei confronti dello yen giapponese (cfr. figura 24). Nello stesso periodo la moneta nipponica ha guadagnato terreno anche sulle altre principali valute. Tale rafforzamento generalizzato rifletterebbe soprattutto il consolidarsi della ripresa economica del paese, in un contesto in cui l'andamento vigoroso delle esportazioni sembra trasmettersi progressivamente all'economia interna. Anche la convinzione, diffusa fra gli operatori, che in marzo le autorità giapponesi

Figura 24 Tassi di cambio

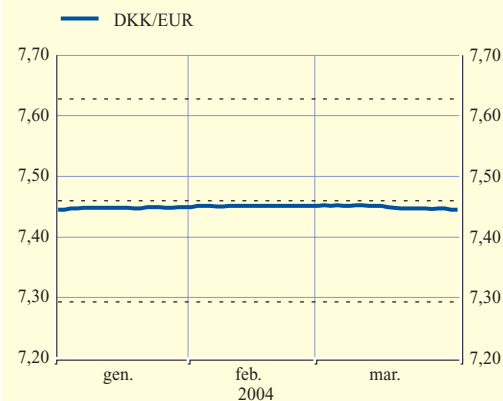
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 25 Tasso di cambio negli AEC II

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

avessero sospeso le operazioni sui mercati valutari avrebbe contribuito a sostenere la divisa nipponica. Il 31 marzo l'euro è stato scambiato a 127 yen, un valore inferiore del 6,4 per cento a quello di fine febbraio e del 3,1 per cento alla media del 2003.

STERLINA BRITANNICA/EURO

Nella prima metà di marzo l'euro si è apprezzato sulla sterlina britannica allorché i mercati valutari hanno reagito alla diffusione di dati peggiori del previsto sull'interscambio commerciale del Regno Unito in gennaio (cfr. figura 24). Nella seconda metà del mese, tuttavia, la sterlina ha recuperato il terreno perduto. Ne hanno sorretto l'andamento le perduranti evidenze di un andamento sostenuto dei consumi privati, che hanno confermato prospettive economiche favorevoli per il Regno Unito. Il 31 marzo l'euro è stato quotato a 0,67 sterline, lievemente al di sotto del livello di fine febbraio e inferiore del 3,8 per cento alla media del 2003.

ALTRE VALUTE EUROPEE

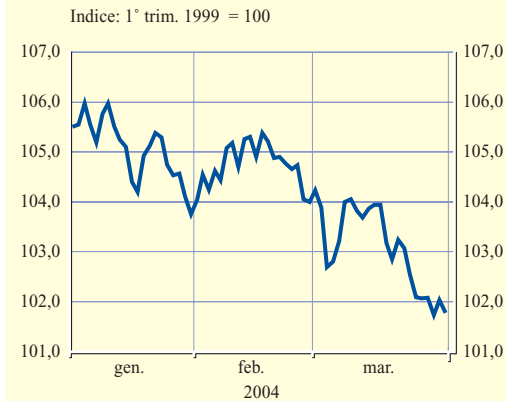
All'interno degli AEC II, la corona danese ha continuato a oscillare in un intervallo molto ristretto in prossimità della parità centrale (cfr. figura 25). Per quanto riguarda le altre valute europee, l'euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto alla corona svedese mentre si è deprezzato sul franco svizzero e – in misura superiore – sulla corona norvegese.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 31 marzo il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 12 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 2,1 per cento al livello di fine febbraio e superiore dell'1,5 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 26). Il calo dell'euro in termini effettivi è

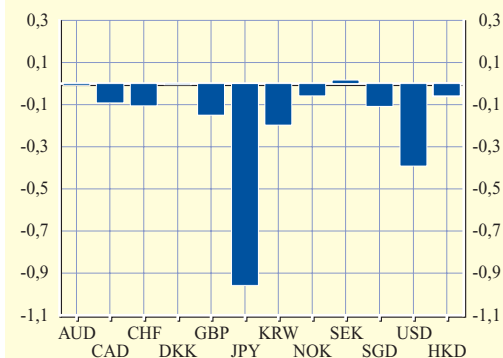
Figura 26 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 27 febbraio al 31 marzo 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'interscambio commerciale, nei confronti di dodici importanti partner commerciali.

ascrivibile soprattutto al suo deprezzamento rispetto allo yen giapponese e – in misura minore – al dollaro statunitense. Sugli andamenti dei mercati valutari non sembrano avere influito in modo duraturo gli accadimenti di Madrid.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In gennaio l'avanzo del conto corrente destagionalizzato è diminuito rispetto al mese precedente, per l'effetto congiunto del maggiore disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti e del minore avanzo dei servizi. I suddetti andamenti sono stati in parte compensati dalla crescita dell'avanzo nel conto dei beni (riconducibile al calo delle importazioni e all'aumento delle esportazioni), a indicare che la ripresa delle esportazioni osservata a partire dalla seconda metà del 2003 è proseguita in presenza di una vigorosa domanda estera. Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti. I flussi netti in uscita per investimenti diretti e investimenti di portafoglio in titoli azionari non sono stati pienamente controbilanciati dai flussi netti in entrata per strumenti di debito.

CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

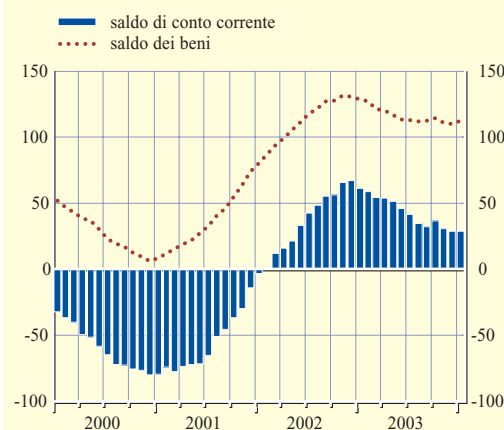
Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in gennaio un avanzo di 2,5 miliardi di euro. Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni sia – in misura minore – in quello dei servizi, in parte compensati da disavanzi nel conto dei redditi e dei trasferimenti correnti (cfr. la tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

Rispetto ai dati rivisti relativi a dicembre 2003, in gennaio l'avanzo del conto corrente destagionalizzato è diminuito di 0,7 miliardi di euro. Ciò ha riflesso un aumento del disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti e un calo dell'avanzo dei servizi, solo parzialmente controbilanciati dal maggiore avanzo dei beni. Per quanto concerne quest'ultimo, l'incremento di 4,1 miliardi di euro registrato nel periodo deriva dall'effetto congiunto di un aumento delle esportazioni e di un calo delle importazioni in termini di valore. Più nel dettaglio, rispetto al mese precedente il valore dei beni esportati fuori dall'area è salito di circa il 2,2 per cento in termini destagionalizzati. La ripresa delle esportazioni osservata a partire dalla seconda metà del 2003 è pertanto proseguita in gennaio, ancora sorretta principalmente dal vigore della domanda estera. Nello stesso periodo, il valore dei beni importati è sceso del 2,8 per cento.

In un'ottica di più lungo periodo, in gennaio il saldo cumulato sui dodici mesi ha registrato un avanzo di 28,9 miliardi di euro, un livello inferiore di 32,6 miliardi rispetto a quello di gennaio 2003 (cfr. figura 27). Il calo è principalmente riconducibile al maggiore disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti e al minore avanzo dei beni. Quest'ultimo ha riflesso soprattutto la perdita di valore (in misura pari a circa il 2,3 per cento) delle esportazioni dell'area nello stesso periodo, ascrivibile

Figura 27 Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati; saldi cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

principalmente all'effetto dell'apprezzamento dell'euro e alla debolezza della domanda estera nella prima metà dello scorso anno. Benché abbia contribuito a risollevare le esportazioni fra luglio 2003 e gennaio 2004, la ripresa della domanda estera osservata a partire dalla metà del 2003 non è stata sufficiente a compensare la flessione registrata nei primi sei mesi dell'anno. Per quanto riguarda le importazioni, il valore cumulato su dodici mesi fino a gennaio è diminuito marginalmente rispetto allo stesso periodo fino a gennaio 2003. Il forte aumento delle importazioni nell'area osservato nel quarto trimestre dello scorso anno non ha pienamente compensato il calo dei due trimestri precedenti.

Secondo le Statistiche sul commercio estero di Eurostat, che forniscono informazioni sui volumi e i prezzi delle importazioni aggiornate a dicembre 2003, l'aumento del valore delle importazioni verso l'area registrato negli ultimi

tre mesi dello scorso anno va ricondotto alla crescita dei volumi importati in quanto i prezzi sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto al trimestre precedente. A determinare l'incremento di volume avrebbe contribuito principalmente il rafforzarsi della domanda interna dell'area. La generale stabilità dei prezzi all'importazione ha riflesso andamenti di segno diverso nelle varie componenti (cfr. figura 28). Nella seconda metà del 2003 il calo di prezzo dei manufatti – nel contesto dell'effetto ritardato dell'apprezzamento dell'euro – è stato sostanzialmente controbilanciato dal significativo rincaro (in euro) delle materie prime non petrolifere.

CONTO FINANZIARIO

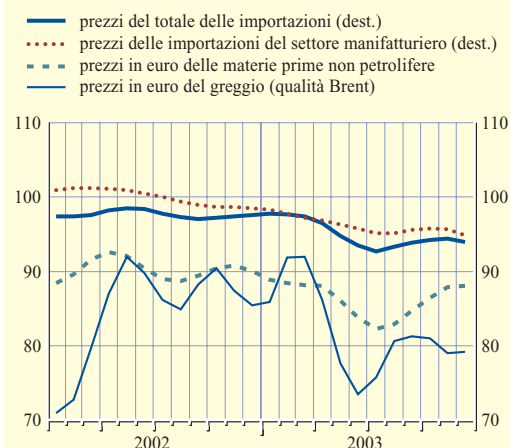
In gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 22,4 miliardi di euro. Tale risultato è riconducibile ai flussi netti in uscita sia per investimenti diretti (11,0 miliardi) sia per investimenti di portafoglio in titoli azionari (15,7 miliardi), solo parzialmente compensati dai flussi netti in entrata per investimenti in strumenti di debito (4,2 miliardi).

Sull'andamento degli investimenti diretti hanno influito soprattutto i deflussi netti nella categoria "debito (principalmente prestiti intersocietari)", in un contesto in cui i non residenti hanno ridotto di 9,2 miliardi di euro i prestiti intersocietari concessi alle consociate dell'area.

I deflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari sono riconducibili in larga parte agli acquisti netti di azioni non emesse nell'area effettuati dai residenti (14,2 miliardi di euro). Vi hanno tuttavia contribuito anche le vendite nette di titoli dell'area da parte dei non residenti (1,4 miliardi). Sulla decisione dei residenti di investire in titoli azionari esteri in gennaio potrebbero avere influito sia il rafforzamento e l'ampliamento della ripresa mondiale sia le aspettative di una maggiore redditività delle imprese nelle altre aree economiche principali. Gli afflussi netti per investimenti in titoli di debito potrebbero essere parzialmente ascrivibili a considerazioni di rendimento.

Figura 28 Prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat, HWWA (Istituto per l'economia internazionale di Amburgo) ed elaborazioni della BCE.

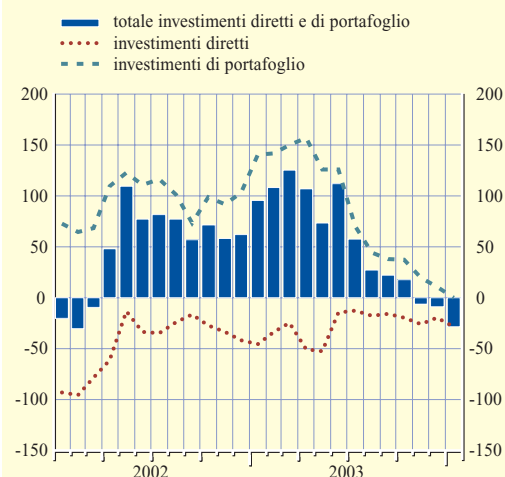
Nota: l'indice del prezzo del totale delle importazioni non corrisponde alla media ponderata delle sue componenti poiché i dati provengono da fonti differenti.

Per quanto concerne il conto degli “Altri investimenti”, le operazioni a breve termine delle IFM dell’area dell’euro (escluso l’Eurosistema) hanno registrato consistenti flussi netti in entrata, in larga parte controbilanciati da deflussi netti in altre voci del conto.

In un’ottica di più lungo termine, nei dodici mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme flussi netti in uscita per 28,3 miliardi di euro, contro i flussi netti in entrata per 95,3 miliardi nel corrispondente periodo fino a gennaio 2003. Ciò riflette principalmente i minori afflussi netti per investimenti di portafoglio, solo parzialmente compensati dai minori deflussi netti per investimenti diretti esteri. Il calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio si è accentuato nella seconda metà del 2003 (cfr. figura 29). Ciò va in gran parte ricondotto all’inversione di segno del saldo degli strumenti di mercato monetario (da afflussi netti per 28,8 miliardi di euro nei dodici mesi fino a gennaio 2003 a deflussi netti per 44,4 miliardi nei dodici mesi successivi), determinata principalmente da un brusco calo degli acquisti netti di titoli del mercato monetario dell’area da parte di non residenti. Alla generale contrazione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio ha inoltre concorso l’incremento (da 24,4 a 92,2 miliardi) degli acquisti netti di titoli azionari esteri da parte di residenti osservato nello stesso periodo.

Figura 29 Investimenti diretti e di portafoglio nell’area dell’euro

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: un numero positivo (negativo) indica un afflusso (deflusso) netto nella (dalla) area dell’euro.

ARTICOLI

L'INFLUENZA DELLE POLITICHE DI BILANCIO SULLA STABILITÀ ECONOMICA E SUI PREZZI

Questo articolo analizza i principali canali attraverso i quali le politiche di bilancio influenzano la stabilità macroeconomica e la dinamica dei prezzi. Esso esamina una serie di motivazioni sul perché una politica di bilancio orientata al mantenimento di condizioni economiche stabili nel breve e nel lungo periodo sia da considerarsi la più adeguata. Il quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio fornisce un assetto istituzionale idoneo alla realizzazione di tali condizioni.

Nel breve periodo le politiche di bilancio che consentono il funzionamento degli stabilizzatori automatici contribuiscono al contenimento delle fluttuazioni economiche. La stabilità macroeconomica può essere favorita anche da sistemi fiscali, assistenziali e previdenziali che forniscono agli operatori economici gli opportuni incentivi ad adattarsi in modo flessibile al mutare delle circostanze economiche, nonché dalle politiche di spesa che aumentano l'efficienza del sistema economico. Al contrario, le politiche discrezionali di fine-tuning hanno spesso mostrato di avere effetti prociclici, determinando un ampliamento dei disavanzi di bilancio nel tempo. Nel lungo periodo l'attuazione di politiche di bilancio rigorose assicura la sostenibilità delle finanze pubbliche e favorisce un contesto macroeconomico atto a promuovere una maggiore crescita economica e la stabilità dei prezzi. A questo riguardo, la definizione di un quadro di riferimento basato su regole consente il mantenimento della disciplina di bilancio, sostenendo nel contempo la stabilizzazione dell'economia. Un quadro di riferimento di questo tipo inoltre rende la politica di bilancio prevedibile per gli operatori economici.

La politica monetaria della BCE tiene conto degli effetti delle politiche di bilancio nella sua analisi monetaria e soprattutto in quella economica. La conduzione di una politica monetaria orientata alla stabilità è ampiamente facilitata dall'adozione di politiche di bilancio rigorose.

I INTRODUZIONE

Assegnare alle politiche macroeconomiche gli obiettivi che esse possono effettivamente conseguire è un principio economico fondamentale; la politica monetaria e quella di bilancio influiscono entrambe sulle principali variabili macroeconomiche. Oggi è ampiamente riconosciuto che, data la neutralità nel lungo periodo degli impulsi monetari sulla crescita, la politica monetaria non può aumentare il prodotto reale al di sopra del livello determinato dal progresso tecnologico e dai fattori fondamentali sottostanti le decisioni economiche. Al tempo stesso, un contesto caratterizzato dalla stabilità dei prezzi migliora il funzionamento del meccanismo di determinazione dei prezzi relativi, favorendo l'efficienza allocativa. Ancorando le aspettative di inflazione, un contesto di questo tipo riduce altresì l'incertezza di mercato e il premio per il rischio incorporato nei contratti nominali a lungo termine. La stabilità dei prezzi è la base del corretto funzionamento di un'economia di mercato e il migliore contributo che la politica monetaria può apportare alla prosperità economica.

Dal punto di vista di una banca centrale, il cui obiettivo primario è mantenere la stabilità dei prezzi, l'analisi delle politiche di bilancio si concentra sugli effetti di queste ultime sulla stabilità macroeconomica, poiché ciò definisce il contesto in cui deve operare la politica monetaria. Nel breve periodo, le politiche di bilancio possono contribuire alla stabilità macroeconomica e a quella dei prezzi, specialmente tramite la loro azione stabilizzatrice sul reddito disponibile delle famiglie (esercitata attraverso imposte e sussidi per la disoccupazione) e i loro effetti sul livello e sulla formazione dei prezzi. Nel lungo periodo, le politiche di bilancio che garantiscono la sostenibilità delle finanze pubbliche, rafforzando la stabilità macroeconomica, concorrono parimenti alla creazione di un contesto macroeconomico favorevole alla stabilità dei prezzi.

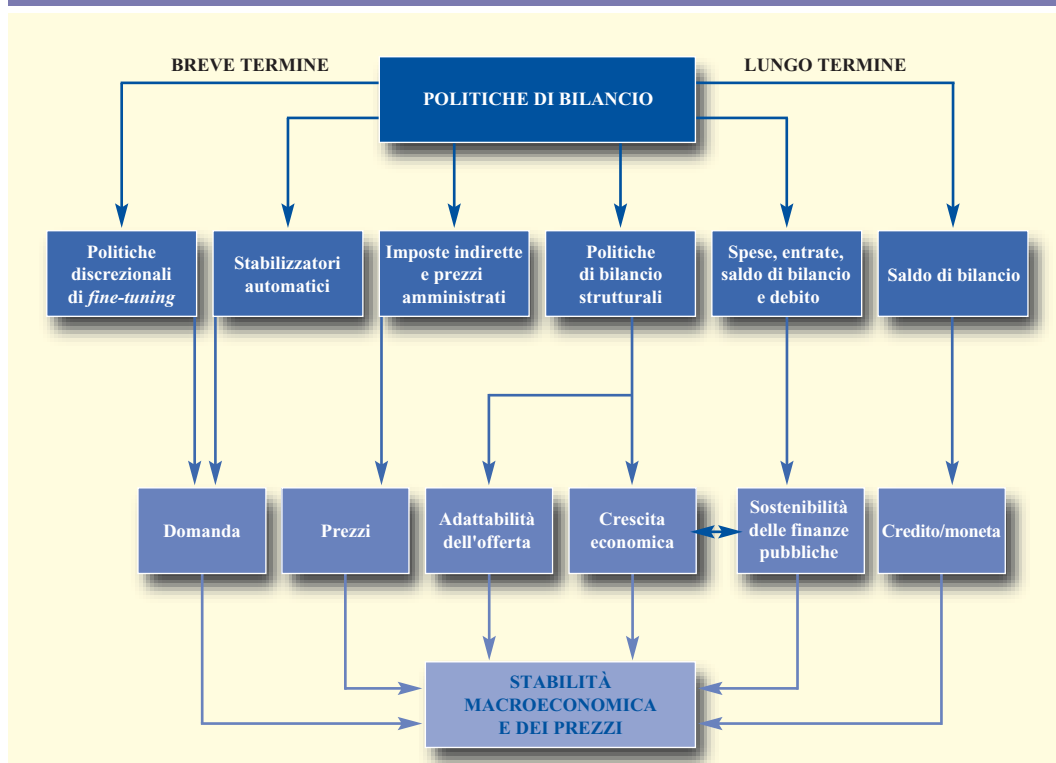
Nel corso degli ultimi decenni vi è stato in Europa un cambiamento di opinione su come la politica di bilancio debba contribuire alla stabilità macroeconomica e dei prezzi. Trent'anni fa si ritenevano possibili aggiustamenti continui della politica di

bilancio per controllare il corso dell'economia nel breve termine e, conseguentemente, mantenere la stabilità macroeconomica nel lungo termine. L'opinione corrente è che siffatte politiche possano fallire nel produrre questi effetti, dato che esse possono, da un lato, destabilizzare l'economia nel breve periodo e, dall'altro, peggiorare la sostenibilità dei conti pubblici e minare la stabilità macroeconomica nel lungo periodo. Oggi l'opinione prevalente è quella che debbano essere gli stabilizzatori automatici, con il loro operare, ad attenuare le fluttuazioni del reddito nel breve periodo. Gli stabilizzatori automatici sono variazioni delle entrate e delle spese pubbliche conseguenti alle fluttuazioni cicliche, senza necessità di interventi di tipo discrezionale. Al contrario, le misure discrezionali sono interventi specifici, volti a modificare le entrate o le spese del settore pubblico. Oggi il ricorso a tali misure non è più ritenuto utile per la gestione della domanda aggregata, ma è piuttosto giustificato dalla necessità di salvaguardare la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo e di au-

mentare la crescita economica potenziale. Sia gli stabilizzatori automatici sia le politiche di bilancio discrezionali orientate alla sostenibilità concorrono a creare un contesto stabile e prevedibile nell'ambito del quale gli operatori possono intraprendere azioni volte a migliorare il benessere economico. Inoltre, la definizione di un opportuno insieme di regole fiscali e di istituzioni è fondamentale per creare un quadro di politica di bilancio favorevole, specialmente all'interno di un'unione monetaria in cui tale politica è condotta su base decentralizzata. Nel diagramma sottostante sono presentati in modo schematico i principali canali attraverso i quali le politiche di bilancio influiscono sulla stabilità macroeconomica e sui prezzi nel breve e nel lungo termine.

Nelle prossime due sezioni vengono esaminati gli influssi delle politiche di bilancio sulla stabilità macroeconomica e sui prezzi nel breve e nel lungo periodo. La sezione 4 contiene una discussione sul ruolo delle regole di bilancio e una descrizione

Principali canali tra le politiche di bilancio e la stabilità macroeconomica e dei prezzi



delle principali caratteristiche del quadro di riferimento delle politiche di bilancio della UE. La conduzione della politica monetaria nell'ambito di questo quadro è illustrata nella sezione 5; l'ultima sezione riassume le principali conclusioni.

2 GLI EFFETTI DELLE POLITICHE DI BILANCIO NEL BREVE PERIODO

La stabilità macroeconomica migliora il benessere sociale ed economico riducendo le fluttuazioni del reddito e del consumo. Vi sono tre canali principali attraverso i quali le politiche di bilancio possono influire sul contesto di breve periodo in cui opera la politica monetaria. Il primo canale è rappresentato dalle misure discrezionali di *fine-tuning*, ossia misure che determinano cambiamenti delle entrate e delle spese pubbliche al fine di stabilizzare l'economia. Il secondo è costituito dagli stabilizzatori automatici, il cui pieno funzionamento può concorrere a ridurre la volatilità nel breve termine. Il terzo è dato da taluni strumenti a disposizione dei governi che hanno effetti rapidi o immediati sulla dinamica dei prezzi, come le aliquote dell'imposta sul valore aggiunto.

Per quanto concerne le misure discrezionali di *fine-tuning*, la teoria standard sostiene che le misure volte ad ampliare il disavanzo influiscono positivamente sulla crescita economica e sulla dinamica dei prezzi nel breve termine. Un orientamento espansivo delle politiche di bilancio dovuto a misure di stimolo all'economia può, sotto certe ipotesi, accrescere la domanda aggregata originando spinte al rialzo sui prezzi. Tali effetti dipendono da diversi fattori, fra cui, la natura specifica delle misure adottate, il grado di utilizzo della capacità produttiva, il livello di concorrenza e le aspettative sulla sostenibilità dei conti pubblici.

I tentativi dei governi di usare gli effetti sulla domanda delle politiche di bilancio per ridurre la variabilità del prodotto hanno tuttavia avuto esiti deludenti. Considerati i lunghi ritardi temporali fra il momento dell'identificazione della necessità di adottare misure e la loro effettiva realizzazio-

ne, gli interventi finalizzati a stimolare l'attività economica finiscono spesso per avere effetto nelle fasi di ripresa, e viceversa. La gestione discrezionale della domanda, pertanto, anziché moderare le fluttuazioni economiche, può divenire un fattore di destabilizzazione. I cicli economici più marcati risultanti da politiche di bilancio procicliche possono, a loro volta, determinare variazioni più ampie dei prezzi. Nell'arco del ciclo economico, inoltre, la conduzione della politica di bilancio spesso risulta asimmetrica: se da un lato una politica di ampliamento del disavanzo tramite l'introduzione di misure di stimolo all'economia viene spesso facilmente adottata nelle fasi recessive, un'inversione di tale approccio nei periodi caratterizzati da una crescita superiore alla media si rivela di più difficile attuazione. Di conseguenza, alla fine dell'intero ciclo economico il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL e quello fra debito e PIL si collocano generalmente su livelli più elevati, riducendo la sostenibilità delle finanze pubbliche. Pertanto, mentre nel breve termine i vantaggi in termini di stabilizzazione macroeconomica possono risultare limitati, gli effetti di lungo periodo degli interventi di *fine-tuning* possono risultare sfavorevoli.

L'utilità di una gestione anticiclica della domanda è ulteriormente messa in discussione dal riconoscimento dell'esistenza di un impatto espansivo non-keynesiano degli sforzi di risanamento (cfr. riquadro 1). Come è ormai noto, i moltiplicatori fiscali, che misurano gli effetti sul PIL reale di una variazione di un punto percentuale di una voce del bilancio pubblico, variano a seconda delle circostanze. La letteratura sugli effetti non-keynesiani sottolinea la difficoltà di prevedere le ripercussioni delle politiche di bilancio sulla domanda.

Il secondo canale attraverso il quale le politiche di bilancio possono contribuire alla stabilità macroeconomica di breve periodo è il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici. Durante una recessione i disavanzi aumentano automaticamente a causa del minore gettito fiscale e della maggiore spesa per i sussidi per la disoccupazione. Gli stabilizzatori automatici concorrono a contenere le fluttuazioni cicliche

GLI EFFETTI NON-KEYNESIANI DI IMPORTANTI AZIONI DI RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

I dettami del modello keynesiano tradizionale sono talvolta in contrasto con l'esperienza storica. Il dibattito sugli effetti non-keynesiani si è aperto quando da processi di risanamento dei conti pubblici, come quelli attuati in Danimarca (1983-1986) e in Irlanda (1987-1989), è emerso che politiche di bilancio restrittive possono avere effetti espansivi sull'attività economica che compensano l'impatto potenzialmente restrittivo innescato da una riduzione della spesa pubblica o da un aumento dell'imposizione¹⁾.

Gli effetti espansivi del risanamento dei conti pubblici

La letteratura accademica ha messo in luce una serie di canali attraverso i quali le azioni di riequilibrio possono determinare effetti sull'economia meno pregiudizievoli o persino favorevoli.

Dal lato della domanda, l'attuazione di politiche di bilancio restrittive potrebbe, specie nei paesi con elevati rapporti debito/PIL, accrescere la fiducia nella solvibilità del governo e indurre così una riduzione dei premi per il rischio pagati sui tassi di interesse. Il calo di questi ultimi, a sua volta, stimolerebbe direttamente la domanda aggregata tramite gli investimenti e potrebbe altresì avere, attraverso i cosiddetti effetti ricardiani, un impatto espansivo sui consumi privati. Un'importante azione di risanamento potrebbe far pensare a una diminuzione della pressione fiscale in futuro, la quale si tradurrebbe in un aumento del reddito vitale atteso dagli operatori economici. Pertanto, se i governi si impegnano in maniera credibile a rispettare una disciplina di bilancio, gli operatori economici possono attendersi un incremento della ricchezza che potrebbe stimolare anche la domanda a breve termine.

Effetti espansivi si potrebbero avere anche dal lato dell'offerta nel caso in cui le politiche di bilancio restrittive si traducano in una maggiore competitività del sistema economico. In particolare, se il risanamento dei conti pubblici induce una moderazione delle rivendicazioni salariali, il costo del lavoro per unità di prodotto diminuisce generando effetti positivi di medio termine sulla crescita del PIL attraverso un aumento degli utili e delle esportazioni. Una riduzione delle prestazioni sociali potrebbe anch'essa avere effetti espansivi dal lato dell'offerta, in considerazione dei più forti incentivi a lavorare.

Principali risultati empirici

Un'ampia letteratura ha analizzato le esperienze di riequilibrio dei conti pubblici che hanno avuto luogo nei paesi dell'OCSE negli ultimi tre decenni, nell'intento di determinare la portata e il segno dei moltiplicatori fiscali²⁾. L'approccio normalmente adottato è incentrato su specifici episodi di risanamento nei vari paesi, allo scopo di identificare i canali di trasmissione attraverso i quali un riequilibrio del bilancio può esercitare un impatto espansivo. Tale approccio presenta delle limitazioni, come l'arbitrarietà nella definizione di "episodio di risanamento" e il fatto di non tenere conto degli effetti di fattori non legati alla politica di bilancio, quali svalutazioni e politiche monetarie accomodanti.

1) Si veda Giavazzi, F. e Pagano, M., (1990), *Can Severe Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*, NBER Macroeconomic Annual, n. 5, pp. 75-111.

2) Per una rassegna della letteratura in materia, si veda Commissione europea (2003), *Can Fiscal Consolidation in EMU be Expansionary?*, Relazione sulle finanze pubbliche nell'UEM, Bruxelles.

Le evidenze fornite da numerosi studi fanno ritenere che le manovre di risanamento dei bilanci potrebbero avere effetti non-keynesiani. Gli aspetti principali di tali manovre che rilevano ai fini del delinearsi di effetti espansivi sull'attività economica sono l'entità, la durata, la composizione e la rapidità di attuazione delle stesse, nonché lo stato iniziale delle finanze pubbliche. Tuttavia, non sono univoche le conclusioni sull'importanza relativa di questi diversi aspetti. Vi è invece un ampio consenso sul fatto che un risanamento basato sulla spesa tende ad essere più duraturo e favorevole alla crescita rispetto a una correzione basata sulle imposte che non sia accompagnata da un ridimensionamento della spesa. Ampi squilibri iniziali nei conti pubblici e correzioni di bilancio di una certa entità possono contribuire a generare effetti espansivi da un inasprimento fiscale.

della domanda e, di conseguenza, a ridurre la volatilità dei prezzi.

Un importante vantaggio degli stabilizzatori automatici rispetto alle politiche discrezionali volte alla stabilizzazione dell'economia è che la flessibilità delle entrate e delle spese pubbliche su cui essi poggiano è insita nella struttura delle stesse. Gli stabilizzatori automatici inoltre hanno carattere tempestivo poiché non richiedono decisioni attive che potrebbero ritardare l'attuazione delle misure e i loro effetti stabilizzanti. Per questo motivo, essi sono più prevedibili rispetto alle misure discrezionali di *fine-tuning*, consentendo agli operatori economici di formulare più accuratamente le proprie aspettative. A ciò si aggiunge il fatto che le proprietà di stabilizzazione dei bilanci pubblici operano in modo simmetrico nell'arco del ciclo e che la reattività degli stessi è proporzionale: tanto più ampie sono le fluttuazioni economiche, tanto maggiori sono i cambiamenti nelle voci di bilancio. Infine, far affidamento su questi meccanismi riduce la necessità di frequenti correzioni delle aliquote delle imposte, favorendo così la prevedibilità del sistema tributario e, di conseguenza, anche la crescita nel lungo periodo¹⁾. Alcuni studi sui paesi europei indicano che, in media, gli stabilizzatori automatici riducono le fluttuazioni del prodotto nell'area dell'euro di circa il 25-35 per cento²⁾. La stabilizzazione automatica presenta pertanto molti vantaggi rispetto agli interventi discrezionali di *fine-tuning*.

Infine, il terzo canale è rappresentato da alcune misure governative che hanno un impatto diretto sulla dinamica dei prezzi nel breve termine. Queste misure non operano principalmente

tramite variazioni della domanda aggregata, ma possono incidere sugli andamenti macroeconomici reali attraverso effetti di secondo ordine. Le modifiche delle aliquote delle imposte indirette, quali l'imposta sul valore aggiunto o le accise sul tabacco e sull'energia, si trasmettono rapidamente ai prezzi. L'entità e i tempi del trasferimento dipendono da un possibile spostamento dell'onere e da effetti di secondo ordine. Ad esempio, è possibile che un aumento delle aliquote dell'imposta sul valore aggiunto non si ripercuota pienamente sul livello dei prezzi in un contesto economico debole, in cui l'onere del cambiamento non può essere interamente trasmesso ai consumatori. Potrebbero emergere effetti negativi di secondo ordine sull'inflazione se la variazione dei prezzi, invece di essere percepita come avente un effetto *una tantum* sul loro livello generale, dovesse accrescere le aspettative di inflazione, generando spinte al rialzo sui salari e sui prezzi. I governi determinano altresì i prezzi amministrati, specie nei settori dei servizi a carattere pubblico³⁾.

Sebbene le modifiche delle imposte indirette e dei prezzi amministrati costituiscano importanti canali diretti fra le politiche di bilancio e i

- 1) Ulteriori informazioni sugli stabilizzatori automatici sono fornite nell'articolo *Il funzionamento degli stabilizzatori automatici nell'area dell'euro*, nel numero di aprile 2002 di questo Bollettino.
- 2) Si veda ad esempio van den Noord, P. (2000), *The Size and Role of Automatic Stabilisers in the 1990s and Beyond*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 230.
- 3) Il riquadro *L'impatto della dinamica delle imposte indirette e dei prezzi amministrati sull'inflazione* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino fornisce alcune informazioni quantitative circa l'incidenza di questi fattori sull'inflazione nell'area dell'euro negli ultimi anni.

prezzi, esistono altre misure che possono avere un effetto sui prezzi e sulla loro formazione. Ad esempio, la liberalizzazione di settori precedentemente controllati dal governo, come quelli dell'energia, dell'erogazione dell'acqua e delle telecomunicazioni, ha spesso causato ribassi nei prezzi grazie all'emergere della concorrenza. Altri esempi comprendono gli aumenti delle retribuzioni nel settore pubblico, che possono influire indirettamente sui prezzi tramite il loro impatto sulle negoziazioni salariali nel settore privato, e le modifiche delle aliquote delle imposte dirette o dei contributi previdenziali, che confluiscono nel costo del lavoro per unità di prodotto e nei prezzi.

3 GLI EFFETTI DELLE POLITICHE DI BILANCIO NEL LUNGO PERIODO

I principali effetti di lungo termine delle politiche di bilancio sulla stabilità macroeconomica si esplicano attraverso il loro impatto sulla sostenibilità delle finanze pubbliche e sul potenziale di crescita dell'economia.

La sostenibilità dei conti pubblici consiste nella capacità del governo di far fronte alle proprie passività in essere. Un indicatore normalmente utilizzato per misurare la sostenibilità è il rapporto fra il debito pubblico (comprese eventuali passività condizionate) e il PIL. Una misura alternativa talvolta applicata è il rapporto fra il costo del servizio del debito e le entrate totali. Rapporti più elevati e attese meno favorevoli per le dinamiche future accrescono i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici.

Finanze pubbliche sostenibili influiscono positivamente sulla stabilità macroeconomica attesa, poiché gli operatori economici non si aspetteranno un aumento dell'imposizione o un'inadempienza da parte del governo. Un contesto macroeconomico stabile crea le opportune condizioni per rafforzare la fiducia degli operatori del settore privato e facilitare l'adozione da parte di questi ultimi di decisioni di lungo termine, in particolare per quanto riguarda gli investimenti.

I timori sulla sostenibilità delle politiche di bilancio attuali si riflettono negativamente sul livello generale dei tassi di interesse. Sebbene su quest'ultimo tali politiche influiscano attraverso la maggiore domanda di fondi, un effetto aggiuntivo potrebbe derivare dai disavanzi e dai debiti attesi. Questi possono indurre un innalzamento dei premi per i rischi di credito, di inflazione e di cambio che, a loro volta, peggiorano le condizioni di finanziamento del debito pubblico e le dinamiche dei disavanzi e dei debiti. In casi estremi, l'instabilità finanziaria potrebbe derivare dall'assenza di una disciplina di bilancio che determina timori sulla solvibilità del governo, con effetti potenzialmente ancor più negativi per la stabilità macroeconomica.

Finanze pubbliche non sostenibili potrebbero anche limitare il campo di azione e l'efficacia delle politiche di bilancio nella stabilizzazione dell'economia nel breve termine. Elevati disavanzi e debiti pubblici riducono il margine di manovra di cui dispongono i governi per intervenire quando ciò è necessario, ad esempio in caso di grave recessione. A ciò si aggiunge il fatto che, nel prendere le decisioni, gli operatori del settore privato tengono conto degli andamenti di più lungo termine. Dubbi sulla sostenibilità delle finanze pubbliche possono indurre i consumatori a controbilanciare l'aumento atteso della pressione fiscale con la propria attitudine al risparmio. Di conseguenza, uno stimolo fiscale all'economia potrebbe determinare un incremento della domanda aggregata inferiore a quello atteso e potrebbe persino essere interamente compensato dal risparmio aggiuntivo del settore privato. Al contrario, una maggiore certezza sulla sostenibilità delle finanze pubbliche potrebbe determinare un rafforzamento del clima di fiducia, dando impulso all'attività economica attraverso l'aumento dei consumi e degli investimenti privati.

Un secondo canale attraverso il quale le politiche di bilancio possono influire nel lungo periodo sul contesto macroeconomico è costituito dalla potenziale capacità delle stesse di innalzare il tasso di crescita tendenziale dell'economia

compatibile con la stabilità dei prezzi. Una crescita economica più elevata può essere promossa migliorando la qualità delle finanze pubbliche. Il livello e la struttura dell'imposizione fiscale influiscono sugli incentivi al lavoro, al risparmio, all'investimento e all'innovazione. Aliquote d'imposta più basse possono aumentare i rendimenti al netto delle imposte di queste attività economiche, fornendo pertanto agli operatori un incentivo ad accrescerne l'offerta. La spesa pubblica per investimenti in capitale fisico e umano può migliorare la qualità dei fattori di produzione⁴⁾.

Riforme strutturali delle finanze pubbliche non solo possono accrescere il tasso di crescita potenziale dell'economia, ma possono altresì contribuire a ridurre le fluttuazioni nel breve termine. Ciò vale in particolare per le riforme che aumentano la concorrenza nel mercato del lavoro e in quello dei beni e servizi e per quelle che riducono le distorsioni potenzialmente dannose provocate da varie forme di intervento pubblico (imposte, sussidi, trasferimenti in conto capitale, prestiti, garanzie, commesse pubbliche, ecc.). Tali riforme riducono le rigidità nominali e reali, facilitando così l'assorbimento degli shock economici, e possono, di conseguenza, far diminuire l'ampiezza e la persistenza delle fluttuazioni economiche. Aggiustamenti più rapidi ed ampi nel mercato del lavoro e in quello dei beni e servizi possono altresì contribuire ad abbassare sia la volatilità che la persistenza dell'inflazione.

La crescita e la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo sono strettamente interconnesse e possono rafforzarsi vicendevolmente. Finanze pubbliche sostenibili creano un contesto caratterizzato da una ridotta incertezza sugli andamenti macroeconomici di lungo termine e da un migliore clima di fiducia. Tale contesto può influire positivamente sui tassi di interesse e sulle condizioni di finanziamento che, a loro volta, facilitano l'adozione di decisioni a lungo termine e innalzano il potenziale di crescita dell'economia. Al tempo stesso, un più elevato tasso di crescita dell'economia aumenta le possibilità di finanziamento delle attività del settore pubblico,

attenuando in questo modo i timori sulla sostenibilità delle sue finanze.

Anche la stabilizzazione macroeconomica nel breve termine e la sostenibilità dei conti pubblici sono tra loro interconnesse e forniscono una guida per la definizione delle riforme fiscali. Le misure discrezionali finalizzate a migliorare nel lungo termine la sostenibilità delle finanze pubbliche e la stabilità macroeconomica necessitano finanziamenti adeguati per massimizzare i propri effetti; ciò vale sia per le manovre di risanamento che per le riforme tese a migliorare l'efficienza economica. È probabile che un contenimento della spesa favorisca maggiormente la crescita rispetto a un aumento delle imposte e che produca miglioramenti duraturi del bilancio pubblico (cfr. riquadro 1). Gli interventi dal lato della spesa rafforzano la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche e in condizioni economiche e di finanziamento favorevoli, che a loro volta influiscono positivamente sulla domanda nel breve periodo. Altrettanto importante è il disegno delle riforme destinate a potenziare la crescita. Il finanziamento di sgravi fiscali mediante la riduzione delle spese pubbliche non produttive costituisce la strategia di risanamento che ha maggiori probabilità di produrre nel medio termine effetti macroeconomici favorevoli. Tale strategia può migliorare la qualità dei conti pubblici evitando nel contempo un aumento delle imposte con effetti distorsivi. I tentativi di migliorare la sostenibilità dei conti pubblici mediante un aumento dell'imposizione si rivelerebbero probabilmente pregiudizievoli per la crescita potenziale, data la natura distorsiva delle imposte e la già elevata pressione fiscale nell'area dell'euro. Di conseguenza, la base per il finanziamento delle attività pubbliche aumenterebbe in misura minore nel caso di politiche di bilancio incentrate sulle imposte, fornendo così all'azione di riequilibrio un contributo più modesto di quanto sarebbe stato possibile con un contenimento della spesa.

4) Per un'analisi esaustiva del ruolo delle politiche di bilancio nel favorire la crescita, si veda l'articolo *Le politiche di bilancio e la crescita economica*, nel numero di agosto 2001 di questo Bollettino.

4 IL RUOLO DELLE REGOLE DI BILANCIO

Il conseguimento della sostenibilità nel lungo periodo delle finanze pubbliche e il pieno operare degli stabilizzatori automatici rappresentano fattori chiave per la stabilità macroeconomica e dei prezzi; tuttavia, la realizzazione di tali obiettivi dipende anche dall'approccio utilizzato. Dopo aver illustrato i principali vantaggi di una politica di bilancio basata su regole, questa sezione esamina la strategia adottata nel quadro della UE.

Dal vincolo di bilancio intertemporale del governo discende che per garantire la sostenibilità dei conti pubblici occorre che l'intero debito sia coperto da avanzi primari futuri (al netto della spesa per interessi). Ciononostante, questa condizione non è sufficientemente specifica per ancorare le aspettative sul futuro corso delle politiche di bilancio, poiché i governi possono promettere di coprire gli elevati debiti correnti con ampi avanzi primari sempre più lontani nel tempo, lasciando così gli operatori molto incerti sull'effettiva realizzazione degli interventi promessi al momento dovuto.

L'impostazione di politiche di bilancio sulla base di una regola (o di un insieme di regole) conferisce agli operatori economici maggiori certezze sul fatto che esse seguono e continueranno a seguire il "giusto" percorso, facilitando pertanto la pianificazione di lungo termine nel settore privato. Una politica di bilancio fissata sulla base di una regola predefinita attribuisce alle autorità competenti un mandato chiaro, scoraggiando comportamenti imprevedibili che potrebbero produrre guadagni a breve termine ma anche implicare costi nel più lungo periodo. Essa inoltre fornisce ai governi una guida per affrontare gli inevitabili mutamenti del contesto economico e per mantenere le politiche correnti in linea con l'obiettivo di *policy* di più lungo termine. Al tempo stesso, la presenza di una regola dà al pubblico una base su cui formulare le proprie aspettative riguardo all'operato del governo. Un operato conforme alla regola accresce la fiducia in politiche di bilancio rigorose in futuro e favorisce un clima di sta-

bilità e di fiducia. Le istituzioni fiscali possono pertanto svolgere un ruolo di primo piano nel sostenere l'orientamento di medio termine delle politiche di bilancio. Mediante la definizione di regole, l'attenzione alle questioni relative alla sostenibilità dei bilanci pubblici può essere istituzionalizzata.

Il beneficio derivante da politiche di bilancio di questo tipo è più grande in un'unione monetaria come l'UEM, caratterizzata da una politica monetaria unica condotta a livello centrale e da politiche di bilancio decentralizzate, che nel caso di singoli paesi. Nell'ambito di un'unione monetaria fra Stati sovrani, le distorsioni negli incentivi fiscali possono essere aggravate. L'effetto di un aumento del livello del debito di un singolo paese membro sulle condizioni di rifinanziamento dello stesso è molto più ridotto di quanto sarebbe stato in assenza di un'unione monetaria. Addirittura, benché effetti di *spillover* da elevati livelli di debito a tassi d'interesse in altri paesi siano possibili anche fra aree valutarie indipendenti, essi sono più diretti all'interno di un'unione monetaria, per via della moneta unica e del più elevato grado di integrazione tra i mercati finanziari nazionali. Ciò crea problemi di incentivazione per le autorità di bilancio, che non possono essere completamente eliminati attraverso i meccanismi di mercato.

Pur vincolando potenzialmente il ricorso all'attivismo fiscale, una politica di bilancio basata su regole non implica che non vi sia più bisogno di misure discrezionali. Queste potrebbero invece essere ancora necessarie per conseguire la sostenibilità dei conti pubblici. Una politica di bilancio basata su regole crea un contesto stabile e prevedibile in cui gli operatori possono adottare la linea d'azione prescelta e gli stabilizzatori automatici possono continuare a svolgere la loro funzione di contenimento delle fluttuazioni del reddito nel breve termine. Le misure discrezionali pertanto dovrebbero innanzitutto mirare a migliorare la solidità delle finanze pubbliche nel lungo periodo, invece di incentrarsi sugli sviluppi correnti. Come già detto, per ottenere risultati incisivi e duraturi le misure dovrebbero riguardare la spesa.

Le sole forze di mercato non sono sufficienti ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Se, da un lato, un paese con una politica di bilancio non sostenibile affronta tassi di interesse più elevati che lo spingono a ripristinare la solidità dei propri conti, dall'altro, l'entità e i tempi delle

variazioni dei tassi sono tali da sollevare seri dubbi sull'efficienza di tale meccanismo (cfr. riquadro 2). Le forze di mercato pertanto non possono essere considerate come sostitutive dell'applicazione di politiche di bilancio basate su regole, ma possono completarne e rafforzarne il funzionamento.

Riquadro 2

LE POLITICHE DI BILANCIO E LA DISCIPLINA DI MERCATO

Una delle questioni fondamentali del dibattito sull'UEM è stata quella di decidere se un'unione monetaria richiedeva un quadro di riferimento di base per le politiche di bilancio oppure se il potere disciplinatore dei mercati dei capitali sui governi era sufficiente a consentire il corretto funzionamento della politica monetaria unica. Viene generalmente assunto che i mercati dei capitali applicano ai rendimenti dei titoli di Stato un premio per il rischio di insolvenza che, a parità di altre condizioni, aumenta con il crescere del debito pubblico. Questo premio è il prezzo richiesto dagli investitori a copertura delle possibili perdite connesse con un inadempimento parziale o totale, sia sul pagamento degli interessi che sul rimborso del capitale. I mercati possono persino negare l'accesso a emittenti che presentano un rischio di credito troppo elevato. L'aumento dei costi di finanziamento e la minaccia di perdere l'accesso al mercato dovrebbero fornire ai governi un incentivo a rispettare i principi di prudenza in materia di conti pubblici.

Il Trattato di Maastricht contiene diversi articoli che favoriscono il funzionamento della disciplina di mercato. Questi articoli pongono chiari vincoli ai governi limitando ogni forma di accesso preferenziale al finanziamento sui mercati dei capitali. In particolare il Trattato vieta il finanziamento diretto degli enti pubblici da parte del SEBC (articolo 101), esclude ogni tipo di accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie (articolo 102) e dispone una clausola di divieto di salvataggio (articolo 103). Quest'ultima disposizione stabilisce che né la Comunità nel suo complesso, né i governi degli Stati membri sono responsabili degli impegni assunti da altri Stati membri e che pertanto essi non devono farsene carico. Di conseguenza, il finanziamento dei governi sul mercato dei capitali è per molti versi sottoposto alle stesse limitazioni e allo stesso esame di quello del settore privato.

Considerati tali vincoli, ci si è interrogati sulla necessità di disporre di un quadro europeo per le politiche di bilancio basato su regole al fine di evitare indebitamenti eccessivi ed eventuali inadempimenti da parte dei governi. Sebbene vi siano evidenze empiriche che i rendimenti dei titoli di Stato tendano effettivamente a reagire alle variazioni delle aspettative sui livelli futuri dei disavanzi e del debito, tale reazione non è necessariamente ordinata e prevedibile. I premi potrebbero rimanere modesti finché il rischio di credito si mantiene all'interno di un certo intervallo, per poi subire brusche correzioni con il diffondersi di nuove informazioni o con il mutare dell'opinione prevalente sul mercato circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di un paese. In queste circostanze, l'aumento improvviso del costo del finanziamento può persino contribuire allo scoppio di una crisi "annunciata". L'emergere di effettivi inadempimenti da parte dei paesi fa ritenere che i mercati non sono sempre stati in grado di esercitare una funzione di prevenzione.

Le autorità possono avere all'interno dei loro paesi preoccupazioni più immediate che distorcono la loro valutazione del costo del finanziamento o del rischio di inadempienza. È inoltre possibile

che esse operino in un contesto propizio a creare inerzia e situazioni di stallo, rendendo quindi più difficile un adeguamento tempestivo di fronte al delinarsi di una crisi di inadempienza. Prevenire il verificarsi di una tale situazione potrebbe perciò rendersi necessario. Il quadro europeo per le politiche di bilancio include un tale meccanismo di prevenzione. L'osservanza degli impegni assunti con il Patto di stabilità e crescita escluderebbe dal processo decisionale di bilancio le distorsioni legate a considerazioni politiche di breve periodo (*deficit bias*) e rassicurerebbe i mercati sul fatto che la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo è salvaguardata.

La necessità di disporre all'interno della UEM di un opportuno quadro di riferimento per le politiche di bilancio si riflette nelle numerose disposizioni contenute nel Trattato di Maastricht che mirano ad assicurare il mantenimento di politiche di bilancio rigorose sia nell'arco del ciclo economico, sia nel lungo periodo.

La regola di bilancio fondamentale sancita dal Trattato è che gli Stati membri devono evitare di incorrere in disavanzi eccessivi. Il rispetto di tale regola è valutato sulla base del rapporto fra il disavanzo pubblico e il PIL e quello fra il debito e il PIL. Il rapporto disavanzo/PIL non deve superare il valore di riferimento del 3 per cento, a meno che tale sfioramento non abbia carattere temporaneo o sia dovuto a circostanze eccezionali; in ogni caso, il disavanzo deve restare prossimo al valore di riferimento. Il rapporto debito/PIL non deve superare il 60 per cento, a meno che esso non evidenzii una riduzione sufficiente e si avvicini al valore di riferimento a un ritmo soddisfacente. Sebbene, in ultima analisi, la sostenibilità dei conti pubblici sia legata agli andamenti di questo secondo rapporto, un attento monitoraggio e la fissazione di un limite all'incidenza del disavanzo sul PIL offrono un ulteriore margine di sicurezza contro politiche non sostenibili. L'esame di queste due variabili consente un utile controllo incrociato delle dinamiche di bilancio poiché esse, pur essendo strettamente connesse, non sempre forniscono le medesime informazioni. Le privatizzazioni, ad esempio, sono escluse dal disavanzo di bilancio calcolato conformemente al Sistema europeo dei conti (SEC) 95, ma incidono sul debito.

Con il Patto di stabilità e crescita gli Stati membri si sono impegnati a raggiungere posizioni di

bilancio di medio termine prossime al pareggio o in avanzo⁵⁾. La natura di medio termine di tale obiettivo consente oscillazioni nel breve termine intorno al livello di pareggio (per effetto degli stabilizzatori automatici) senza che ciò implichi un rischio sostanziale di superare il limite del 3 per cento del PIL. Essa consente inoltre un margine di sicurezza a fronte di sviluppi sfavorevoli impreveduti, che sono fonte di variabilità e di incertezza nei bilanci. Nei paesi che non hanno ancora conseguito una posizione di bilancio di medio termine prossima al pareggio, è comunque possibile lasciar operare gli stabilizzatori automatici, a condizione che il sentiero di riequilibrio di medio termine sia appropriato e che il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici non conduca a disavanzi superiori al 3 per cento del PIL.

L'orientamento di medio termine del quadro di riferimento europeo delle politiche di bilancio emerge chiaramente anche dagli aggiornamenti dei programmi di stabilità che i paesi dell'area dell'euro devono predisporre annualmente. I programmi dei singoli paesi dovrebbero essere specificati per almeno tre anni. Negli aggiornamenti annuali inoltre gli Stati membri devono fornire informazioni sintetiche sull'impatto degli andamenti demografici sulle finanze pubbliche nel lungo periodo, mentre dati più dettagliati dovrebbero essere presentati almeno ogni tre anni. Benché tale esercizio comporti inevitabilmente un notevole grado di incertezza, esso aiuta a mantenere l'enfasi sulla necessità di assicurare la sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo.

5) Il Patto di stabilità e crescita è descritto con maggior dettaglio nell'articolo *L'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, pubblicato nel numero di maggio 1999 di questo Bollettino.

5 LA POLITICA MONETARIA E LE POLITICHE DI BILANCIO

Una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi deve considerare in maniera sistematica l'insieme dei canali attraverso i quali le politiche di bilancio possono influire sull'inflazione e sulla crescita economica. Nell'ambito della sua strategia di politica monetaria, la BCE fonda le proprie decisioni su un'analisi completa dei rischi per la stabilità dei prezzi, che comprende un'analisi economica e una monetaria⁶⁾.

Le manovre di politica monetaria dipendono sempre, ovviamente, dal complesso delle condizioni economiche prevalenti, nonché dalla natura e dall'entità degli shock economici che si prevede influiranno sulla stabilità dei prezzi. Pertanto, ogni affermazione relativa alla risposta della politica monetaria a ognuno di questi shock deve sempre essere condizionata alla "parità di altre condizioni"; la politica monetaria non può mai avere uno schema di risposta univoco e distinto per ogni singolo nuovo sviluppo. Tuttavia, il mandato della BCE e la sua strategia forniscono un quadro chiaro entro il quale disegnare e realizzare le risposte di politica monetaria.

Nel contesto della strategia di politica monetaria, la BCE valuta l'impatto delle politiche di bilancio sui tassi di interesse reali, sui premi per il rischio, sulle condizioni della domanda aggregata, sulla crescita di lungo termine, sugli andamenti monetari e, infine, sui rischi per la stabilità dei prezzi. Anche l'orientamento delle politiche di bilancio viene considerato nella valutazione e nelle proiezioni macroeconomiche effettuate dalla BCE, così come le pressioni che tali politiche esercitano direttamente sulla dinamica dei prezzi, ad esempio attraverso le imposte indirette e i prezzi amministrati. Sebbene la politica monetaria non possa controllare questi andamenti di breve termine dei prezzi, essa ne deve monitorare attentamente i possibili effetti di secondo ordine sui salari e sulle aspettative di inflazione, che rischierebbero di accrescere ulteriormente il loro impatto sull'inflazione stessa. A parità di altre condizioni, le

attese pressioni sull'inflazione provenienti da queste fonti potrebbero determinare più elevati tassi di interesse di riferimento a breve termine per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Gli andamenti tendenziali di lungo periodo delle posizioni di bilancio sono di cruciale importanza per il contesto in cui opera una banca centrale. Finanze pubbliche non sostenibili possono esercitare pressioni sulla banca centrale a ridurre l'onere del debito pubblico. Generando incertezza fra il pubblico, ciò potrebbe complicare la conduzione della politica monetaria. Il riquadro 3 descrive uno specifico canale attraverso il quale i disavanzi di bilancio possono, influenzando sulla crescita della moneta, creare queste complicazioni.

La politica monetaria deve tener conto di tutte le possibili ripercussioni delle politiche di bilancio. Ad esempio, la mancanza di una rigorosa disciplina di bilancio può deteriorare il clima di fiducia e ridurre, di conseguenza, il prodotto potenziale e la crescita di lungo periodo. Effetti negativi di questo tipo sul prodotto potenziale possono derivare anche dai possibili effetti distorsivi delle imposte sulle decisioni di investimento in capitale fisico e umano, sul risparmio e sui consumi, sulla domanda e sull'offerta di lavoro, nonché sul processo di innovazione tecnologica.

Viceversa, le riforme fiscali tese ad abbassare i livelli impositivi correnti e futuri nell'area dell'euro contribuiscono ad accrescere l'offerta aggregata e, conseguentemente, il prodotto potenziale. In un contesto caratterizzato da un più elevato ritmo di crescita sostenibile nel lungo periodo e da un minore debito pubblico, il compito di mantenere la stabilità dei prezzi svolto dalla politica monetaria risulterebbe più agevole e l'economia nel suo complesso potrebbe beneficiare di periodi prolungati di crescita sostenuta e non inflazionistica.

6) Si veda l'articolo *I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria*, nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

LA RELAZIONE FRA IL CREDITO DELLE IFM ALLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE E L'AGGREGATO MONETARIO AMPIO

Nell'ambito della sua strategia di politica monetaria, la BCE assegna alla moneta un ruolo di primo piano. Essa analizza attentamente gli andamenti degli aggregati monetari e creditizi in modo da trarre informazioni rilevanti ai fini della conduzione di una politica monetaria volta alla stabilità dei prezzi. Particolare rilievo viene dato all'evoluzione dell'aggregato monetario ampio M3. Nel medio termine la crescita di quest'ultimo ha mostrato una relazione stabile con l'inflazione, fermo restando gli andamenti di altre variabili macroeconomiche, come il prodotto e i tassi di interesse.

Dalla seconda metà del 2001 la crescita di M3 nell'area dell'euro è stata sostenuta. Questo andamento è da ricondurre alle riallocazioni di portafoglio (che hanno determinato uno spostamento di fondi dalle attività a lungo termine più rischiose agli strumenti monetari) conseguenti alla maggiore incertezza sull'andamento dell'economia e dei mercati finanziari. Negli ultimi mesi, la crescita di M3 è diminuita, riflettendo una progressiva inversione delle riallocazioni di portafoglio.

Per quanto concerne il credito alle Amministrazioni pubbliche, sembra esistere a prima vista una forte correlazione fra il credito erogato a questo settore dalle istituzioni finanziarie e monetarie (IFM) e l'evoluzione di M3. Considerando la relazione di medio periodo esistente fra la dinamica monetaria e le pressioni inflazionistiche, si può desumere che un ampliamento dei disavanzi di bilancio, e quindi dell'indebitamento del settore pubblico verso le IFM, potrebbe, tramite il suo impatto sugli andamenti monetari e sulle condizioni di liquidità, comportare rischi per la stabilità dei prezzi.

La relazione fra il credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche e l'aggregato monetario ampio può essere illustrata nel contesto del bilancio consolidato del settore delle IFM. Un aumento del credito erogato da queste ultime alle Amministrazioni pubbliche (sia sotto forma di prestiti che mediante l'acquisto di titoli di Stato) determina un ampliamento dell'attivo. A parità di altre condizioni, l'identità contabile sottostante il bilancio delle IFM implica che a tale movimento corrisponderà la contrazione di un'altra voce dell'attivo, ovvero un ampliamento del passivo, ad esempio attraverso un aumento di M3 (che rappresenta la principale componente delle passività del settore). In pratica, gli incrementi del credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche sono in gran parte, ancorché non tutti, direttamente o indirettamente connessi con un corrispondente aumento di M3. Se le IFM acquistano titoli di Stato da famiglie o imprese residenti, le voci relative al credito alle Amministrazioni pubbliche e M3 registreranno un incremento di pari ammontare. Tale relazione è più indiretta quando il credito delle IFM è destinato al settore delle Amministrazioni centrali. In particolare, in un primo momento aumentano i depositi del settore, che non sono compresi in M3; quest'ultima aumenta solo successivamente quando tali fondi sono utilizzati per pagare il settore privato (ad esempio tramite i salari e i trasferimenti). Al contrario, l'aggregato monetario ampio non subirà variazioni se le IFM acquistano i titoli di Stato da soggetti non residenti: all'aumento del credito alle Amministrazioni pubbliche farà riscontro un calo delle attività nette sull'estero.

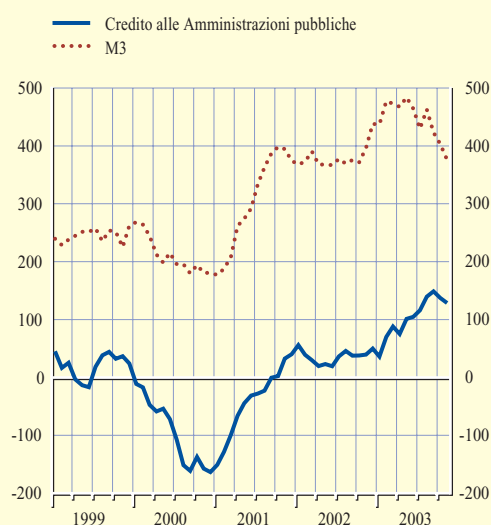
Anche altre contropartite di M3 nel bilancio delle IFM subiranno delle variazioni, così che la relazione fra il credito alle Amministrazioni pubbliche e l'aggregato monetario può essere mascherata

da altri fattori. Ad esempio, all'aumento del credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche può corrispondere una contrazione del credito al settore privato, lasciando invariata M3. Alternativamente, le IFM possono finanziare l'acquisto di titoli di Stato mediante l'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine, determinando un aumento complessivo delle passività finanziarie a più lungo termine, anziché un'espansione di M3.

La conseguente assenza di una relazione automatica fra il credito alle Amministrazioni pubbliche e M3 è illustrata anche dalla figura. In effetti, come si desume da quest'ultima, nella seconda metà del 2000 la dinamica dell'aggregato monetario è rimasta relativamente stabile nonostante il rimborso da parte del settore pubblico di crediti ottenuti dalle IFM. In questi ultimi mesi la crescita di M3 è diminuita mentre il finanziamento del settore pubblico presso le IFM è aumentato. Pertanto, nel breve periodo queste due variabili non sempre presentano una forte correlazione.

Credito alle Amministrazioni pubbliche

(flussi annui in miliardi di euro)



è probabile che il protrarsi di un'espansione del disavanzo di bilancio finanziata da un incremento tendenziale dell'indebitamento del settore pubblico presso le IFM incida sulla dinamica di M3 nel medio periodo.

Come illustrato in questo riquadro, le relazioni contabili e quelle fra i profili evolutivi dell'aggregato monetario e del credito delle IFM al settore pubblico sono complesse. Il superamento di queste difficoltà nel cogliere i segnali offerti dagli andamenti monetari sulle prospettive per la dinamica dei prezzi nel medio termine è di fondamentale importanza per la regolare analisi monetaria condotta dalla BCE. Mentre le relazioni a più breve termine possono essere di difficile interpretazione, il perdurare di elevati livelli di indebitamento delle Amministrazioni pubbliche presso le IFM potrebbe spingere la crescita di M3 e creare così un eccesso di liquidità che, sulla scorta delle esperienze passate, potrebbe comportare dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Al di là delle identità contabili, è importante valutare i profili evolutivi alla base della correlazione fra il credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche e M3. In determinate circostanze queste due variabili possono, rispondendo a stimoli comuni, mostrare andamenti simili. Un esempio è costituito dalla risposta al rallentamento dell'attività economica e all'aumento dell'incertezza sull'andamento futuro dell'economia e sulla situazione finanziaria nella seconda metà del 2001. La domanda di finanziamento del settore pubblico presso le IFM è aumentata al crescere dei disavanzi di bilancio, ma la forte accelerazione di M3 è derivata anche dalle riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie più liquide e meno rischiose. In altri casi, il credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche può costituire il fattore determinante della crescita di M3. Ad esempio, è

6 CONCLUSIONI

Il rafforzamento della stabilità macroeconomica è il principale mezzo attraverso il quale le politiche di bilancio possono migliorare il contesto in cui opera la BCE. Nel breve periodo sono soprattutto gli stabilizzatori automatici, anziché le politiche di bilancio discrezionali, ad esercitare un'azione stabilizzatrice sull'attività aggregata e sui prezzi. Nel lungo periodo la sostenibilità dei conti pubblici e gli interventi di riforma dal lato dell'offerta innalzano il tasso di crescita non inflazionistico dell'economia e migliorano il contesto macroeconomico per la conduzione della politica monetaria.

D'altra parte, le teorie sui modi con cui conseguire la stabilità macroeconomica nel breve e nel lungo termine, nonché sulle effettive politiche di bilancio necessarie per raggiungere tale obiettivo, sono notevolmente cambiate nel tempo. Fino a venti anni fa l'accento è stato posto sugli interventi discrezionali di *fine-tuning* per stabilizzare le fluttuazioni economiche nel breve periodo. Questo approccio tuttavia ha dato esiti insoddisfacenti dal punto di vista sia macroeconomico che dei bilanci pubblici. Alla luce di ciò, oggi vi è consenso sul fatto che le misure discrezionali devono essere maggiormente improntate a considerazioni di lungo periodo. Il mantenimento della sostenibilità delle finanze pubbliche ha un ruolo di primo piano, mentre la stabilizzazione nel breve termine è lasciata al funzionamento degli stabilizzatori automatici.

Un quadro di riferimento orientato al medio termine risulta idoneo per tenere conto sia degli aspetti relativi alla stabilizzazione sia di quelli inerenti alla sostenibilità. Le istituzioni pubbliche della UE hanno adeguatamente incorporato tali aspetti nella definizione di un quadro di riferimento basato su regole. Le soglie stabilite per il disavanzo e il debito pubblico rappresentano altrettanti mezzi per incentivare comportamenti responsabili dei governi. La posizione di bilancio di medio termine prossima al pareggio o in avanzo richiesta dal Patto di stabilità e crescita contribuisce a stabilizzare l'economia nel breve periodo poiché consente agli stabilizzatori automatici di operare liberamente senza che venga superato, in condizioni normali, il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Contemporaneamente essa migliora la sostenibilità delle finanze pubbliche, determinando una diminuzione del rapporto debito/PIL.

L'accento posto dal quadro per le politiche di bilancio della UE sulla stabilizzazione nel breve termine e sulla sostenibilità nel lungo periodo risulta adeguato anche dal punto di vista della politica monetaria. Gli effetti di breve termine delle politiche di bilancio e i possibili influssi degli andamenti di più lungo periodo dei conti pubblici sull'economia e sui prezzi sono valutati dalla BCE nella sua analisi monetaria oltre che nell'ambito della sua analisi economica. Il rafforzamento della stabilità macroeconomica e della solidità delle politiche di bilancio facilitano il mantenimento della stabilità dei prezzi.



GLI SVILUPPI FUTURI DEL SISTEMA TARGET

Il Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, Target) è divenuto operativo nel 1999, contestualmente all'introduzione dell'euro e all'avvio della politica monetaria unica. Target, il sistema dei pagamenti di importo rilevante dell'euro, ha contribuito alla rapida integrazione dei mercati monetari dell'area, rispondendo in modo adeguato alle esigenze di politica monetaria della BCE.

Il contesto in cui opera Target ha subito delle modifiche negli anni recenti e continua ad evolvere. Il progresso tecnologico e la rapida integrazione europea hanno fatto nascere la domanda di servizi nuovi e più armonizzati, mentre nuove sfide provverranno dal prossimo ampliamento dell'UE.

In risposta a tali esigenze, nell'ottobre 2002 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di rinnovare il sistema Target. Questo articolo descrive la transizione dal sistema attuale a quello di prossima generazione (Target2). In particolare, la sezione 1 presenta brevemente la storia di Target, evidenziando i risultati finora conseguiti. La sezione 2 esamina i fattori che ne guidano l'evoluzione. La sezione 3 delinea i principi alla base di Target2 e la sezione 4 illustra i tempi previsti per la realizzazione del progetto.

I TARGET, IL SISTEMA DI PAGAMENTO DI IMPORTO RILEVANTE DELL'Eurosistema

L'esistenza di sistemi di pagamento di importo rilevante efficienti e affidabili è di fondamentale importanza per il buon funzionamento dell'economia. L'efficienza è funzionale ad assicurare una distribuzione uniforme della liquidità e un livello omogeneo dei tassi di interesse a breve termine in tutta l'area monetaria, fattore indispensabile per un'efficiente conduzione delle operazioni di politica monetaria. L'affidabilità permette di contenere il rischio sistemico e contribuisce alla stabilità finanziaria. In mancanza di tale caratteristica, il sistema di pagamento potrebbe non solo produrre malfunzionamenti del settore finanziario, ma anche consentire la loro propagazione da un operatore di mercato all'altro.

A riconoscimento dell'importante ruolo svolto dai sistemi di pagamento in generale, e da quelli di importo rilevante in particolare, il Trattato ha assegnato all'Eurosistema il compito di promuovere il regolare funzionamento di tali sistemi. L'Eurosistema svolge questo compito tramite la gestione di operazioni di pagamento, oltre che con la sorveglianza sui sistemi di pagamento e regolamento. Queste due funzioni sono concettualmente distinte, ma sono entrambe orientate

a promuovere la sicurezza e l'efficienza dei pagamenti.

Per quanto riguarda l'operatività dei sistemi di pagamento di importo rilevante, l'Eurosistema cura la gestione del sistema Target.

LA STORIA E LE CARATTERISTICHE DI TARGET

Prima dell'introduzione dell'euro e dell'avvio della politica monetaria unica nel 1999, i pagamenti fra i paesi della UE erano principalmente effettuati tramite accordi di corrispondenza tra banche, ossia accordi in virtù dei quali una banca detiene i depositi di altre banche e offre loro servizi di pagamento e di altro genere. Con la nascita della nuova area monetaria, tali accordi sono stati giudicati inadeguati ed è emersa la necessità di creare un sistema dei pagamenti efficiente e affidabile per l'insieme dell'area. L'Eurosistema ha pertanto deciso di creare Target, un sistema dei pagamenti di importo rilevante in euro i cui principali obiettivi erano, da un lato, di contribuire all'uniformità del mercato monetario in euro rispondendo alle esigenze della politica monetaria unica, dall'altro di migliorare la sicurezza e l'efficienza dei flussi di pagamento nell'area.

Considerata l'ampia portata del progetto, Target è stato sviluppato in tempi estremamente rapidi,

sulla base dell'infrastruttura già attiva a livello dei singoli paesi. Target è quindi nato come un sistema decentrato, composto da quindici sistemi nazionali e dal meccanismo di pagamento della BCE (EPM), tutti collegati fra loro. L'armonizzazione dei diversi sistemi nazionali è stata perseguita solo nella misura necessaria ad assicurare l'uniformità della politica monetaria e la piena parità concorrenziale fra istituzioni creditizie.

Target è un sistema di regolamento lordo in tempo reale (RTGS) che consente la definitività infragiornaliera immediata e il regolamento in moneta della banca centrale dei pagamenti. Sicurezza e continuità operativa sono sempre state le sue caratteristiche principali. Target può essere utilizzato per tutti i pagamenti in euro, sia interbancari che per conto della clientela, e non impone alcun limite massimo o minimo al valore dei trasferimenti. Al fine di rispondere alle esigenze del mercato finanziario in generale, e dei propri utenti in particolare, Target è operativo dalle 7 della mattina alle 18 della sera, orario CET, e prevede giorni di chiusura comuni per tutti i partecipanti. Il sistema offre inoltre ampia disponibilità di liquidità. Nel corso della giornata sono disponibili a fini di regolamento anche le riserve obbligatorie e l'Eurosistema fornisce alle sue controparti credito infragiornaliero in misura illimitata e a costo nullo (ma dietro costituzione di garanzie).

Target svolge un ruolo fondamentale nel sistema finanziario poiché rappresenta il canale di regolamento obbligatorio per le operazioni di politica monetaria, e anche perché tutti i sistemi di regolamento netto di importo rilevante dell'area dell'euro lo utilizzano per regolare in moneta della banca centrale. Target viene inoltre utilizzato per il regolamento *Delivery-Versus-Payment* (DVP) delle negoziazioni in titoli e *Payment-Versus-Payment* (PVP) delle operazioni in cambi.

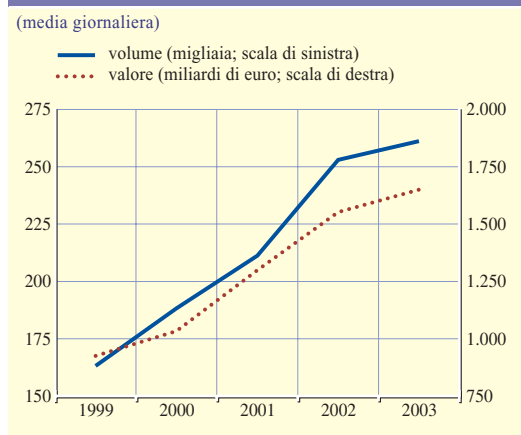
I RISULTATI DI TARGET

Il sistema Target ha contribuito all'elevato grado di liquidità del mercato monetario dell'area. Con l'avvio dell'operatività nel 1999, i mercati monetari nazionali sono stati integrati con successo in un unico mercato monetario per l'euro, praticamente da un giorno all'altro.

Fin dall'inizio, Target è stato il sistema preferito dai mercati per i pagamenti di importo rilevante in euro. Nel primo anno di attività, Target ha trattato in media oltre 163.000 pagamenti al giorno, per un valore di 925 miliardi di euro. A quattro anni di distanza, nel 2003, il numero di pagamenti medi per giornata lavorativa è salito a circa 261.000, pari a un valore di 1.650 miliardi di euro (cfr. figura 1). Ciò rappresenta circa l'87 per cento dei pagamenti di importo rilevante in euro in termini di valore, e il 58 per cento in termini di volume. Insieme al Fedwire Funds Service degli Stati Uniti, Target è uno dei due principali sistemi di pagamento di importo rilevante al mondo.

La preferenza riconosciuta a Target è anche riconducibile alle esternalità di rete che esso offre. Oggi, mediante Target è possibile collegarsi con oltre 43.400 banche – comprese agenzie e filiali – in tutto il mondo, mentre oltre 3.300 istituzioni creditizie partecipano al sistema. L'ampia copertura offerta da Target ha inoltre favorito l'armonizzazione delle prassi di mercato nell'Unione europea (per esempio, per quanto riguarda i giorni di apertura del mercato monetario e le operazioni in cambi relative all'euro). Al fine di conoscere le esigenze dei partecipanti al sistema e di potervi rispondere in modo adeguato, l'Eurosistema attribuisce particolare rilevanza al costante dialogo con gli utenti di Target.

Figura 1 Pagamenti gestiti da Target – volume e valore



Fonte: BCE.

Il sistema è ampiamente utilizzato per i trasferimenti di liquidità fra istituzioni creditizie. In particolare, le banche e i gruppi bancari attivi in più paesi utilizzano Target per accentrare la gestione della tesoreria, come conferma l'elevato importo medio dei pagamenti interbancari transfrontalieri, pari a 17 milioni di euro nel 2003. Target viene inoltre utilizzato sempre più frequentemente anche per i pagamenti transfrontalieri al dettaglio (disposti dalla clientela). Nel 2003 tale tipo di pagamenti rappresentava il 48 per cento del volume transfrontaliero totale, ma solo il 5 per cento del valore (contro, rispettivamente, il 23 e 2 per cento nel 1999). In seguito al sostanziale calo delle attività di *correspondent banking* nell'area dell'euro, il traffico dei pagamenti al dettaglio si è, in una certa misura, spostato su Target. Si tratta, tuttavia, di un fenomeno che potrebbe risultare solo temporaneo, dato che la comunità bancaria si sta attualmente attivando per la creazione di un'area di pagamento unica per l'euro (*Single Euro Payment Area*, SEPA), anche promuovendo un'infrastruttura paneuropea per i pagamenti al dettaglio.

Teoricamente, in un sistema RTGS in cui pagamenti sono regolati su base individuale nel corso della giornata, le banche tendono ad attendere la ricezione dei pagamenti in entrata prima di effettuare quelli in uscita. Oltre a rendere più complessa la gestione di tesoreria delle banche, tale tendenza implica anche il rischio di non riuscire a completare la totalità delle operazioni prima della chiusura del sistema. Tuttavia, le istituzioni creditizie partecipanti a Target operano in conformità con le linee guida della Federazione bancaria europea sulla gestione della liquidità che, tra l'altro, promuovono una tempestiva immissione dei pagamenti. Inoltre, l'offerta di credito infragiornaliero illimitato da parte dell'Eurosistema, sostenuta da una politica delle garanzie basata su un'ampia gamma di attività stanziabili, favorisce il trattamento tempestivo dei pagamenti. Quasi il 50 per cento del volume transfrontaliero è regolato nelle prime tre ore di operatività del sistema (tra le 7 e le 10 CET).

L'utilizzo e l'accettazione di un sistema di pagamento dipendono in gran misura dalla sua sicu-

rezza e affidabilità. Al riguardo, Target ha dimostrato di essere sicuro e affidabile. Nonostante la sua struttura decentrata, nel 2003 la disponibilità del sistema si è collocata al 99,79 per cento. Target ha supplito alle interruzioni temporanee del servizio mediante accordi speciali di emergenza miranti ad assicurare il trattamento ordinato e tempestivo di pagamenti specifici, il cui ritardo avrebbe potenziali effetti sistemici. Quasi il 96 per cento del traffico transfrontaliero è stato trattato in meno di 5 minuti. A causa di malfunzionamenti eccezionali del servizio, il tempo di trattamento ha superato i 30 minuti per lo 0,28 per cento dei pagamenti transfrontalieri.

2 LE NECESSITÀ DI ADEGUAMENTO

L'esperienza dei cinque anni di attività trascorsi dimostra che Target ha chiaramente raggiunto i suoi obiettivi, contribuendo alla riduzione del rischio sistemico e promuovendo la stabilità finanziaria, ed è diventato così il sistema più utilizzato per il trattamento dei pagamenti di importo rilevante in euro. Tuttavia, l'evoluzione nei sistemi di pagamento, sia in termini tecnologici che di prassi operative, impone un adeguamento. È ad esempio cresciuta la domanda di servizi più complessi, soprattutto nel campo della gestione della liquidità. Ciò ha, tra l'altro, favorito un'evoluzione verso sistemi ibridi, che combinano elementi dei sistemi di regolamento lordo e netto al fine di accrescere la propria efficienza dal punto di vista delle esigenze di liquidità. Inoltre, l'avvento di Continuous Linked Settlement, un sistema relativamente nuovo per il regolamento delle operazioni in cambi, ha aumentato la criticità temporale dei pagamenti.

La necessità di sviluppare una nuova generazione di Target deriva anche dal continuo processo di integrazione e consolidamento del sistema finanziario europeo, cui Target ha contribuito in modo significativo. La crescente integrazione europea fa sì che le esigenze degli operatori di mercato diventino sempre più simili: la prossima generazione di Target dovrà essere in grado di rispondere alla forte domanda di servizi armonizzati a livello europeo avanzata dagli utenti.

L'ampliamento della UE aggiunge un'ulteriore dimensione al processo di integrazione finanziaria. Già nella situazione attuale, la struttura decentrata di Target, con una piattaforma per il trattamento dei pagamenti per paese più la piattaforma della BCE, presenta problemi dal punto di vista dei costi (ad esempio, ogni singola modifica del software deve essere implementata su 16 piattaforme in 16 modalità diverse). Se la struttura decentrata di Target venisse mantenuta, l'adesione di dieci nuovi paesi porterebbe a un sistema estremamente complesso, composto da un totale di 26 piattaforme, frammentato e chiaramente discutibile sia dal punto di vista della logica economica, sia da quello dell'affidabilità operativa complessiva.

Alla luce di tali sviluppi, l'attuale sistema Target – un'infrastruttura interamente decentrata ed eterogenea – non sembra più rispondere alle esigenze attuali. La generazione futura di Target dovrà essere orientata al consolidamento tecnico e all'armonizzazione dei servizi, in linea con il principio dell'efficienza.

3 TARGET2 – LA PROSSIMA GENERAZIONE DI TARGET

Il 24 ottobre 2002 il Consiglio direttivo della BCE ha definito l'indirizzo strategico per lo sviluppo della prossima generazione di Target (Target2), al fine di correggere quelle caratteristiche del sistema che potrebbero limitare la sua capacità di rispondere alle sfide future. Il principale obiettivo dell'Eurosistema è di assicurare che il sistema evolva verso un assetto che: (i) risponda meglio alle esigenze della clientela offrendo un livello di servizio armonizzato; (ii) assicuri l'efficienza in termini di costi; (iii) consenta un rapido adeguamento agli sviluppi futuri, compreso l'ampliamento della UE e dell'Eurosistema.

CONSOLIDAMENTO DELL'INFRASTRUTTURA TECNICA

Con Target2 le banche centrali non dovranno più mantenere una propria piattaforma per il trattamento dei pagamenti, ma potranno offrire servi-

zi di regolamento lordo in tempo reale mediante una piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform, SSP*). Tuttavia, la gestione dei conti di regolamento e l'offerta di credito infragiornaliero continueranno a far parte del rapporto esistente fra ciascuna banca centrale e la sua comunità bancaria nazionale.

La condivisione dell'infrastruttura tecnica permetterà alle banche centrali di conseguire delle economie di scala e, quindi, di ridurre i costi per transazione a beneficio dell'intera comunità degli utenti. Lo sfruttamento delle economie di scala risponde chiaramente al principio dell'efficienza in termini di costi definito per Target2. Il potenziale impatto positivo dell'integrazione tecnica sui costi trova conferma nella distribuzione disomogenea dei flussi di pagamento tra le piattaforme attuali: le cinque maggiori piattaforme trattano quasi l'83 per cento del volume totale di Target, mentre i cinque sistemi minori rappresentano meno dell'1,5 per cento del traffico (cfr. tavola).

Deutsche Bundesbank, Banque de France e Banca d'Italia hanno avanzato una proposta comune per lo sviluppo e la gestione della piattaforma unica condivisa per conto dell'Eurosistema. Tale progetto è attualmente all'esame dell'Eurosistema, ed è molto probabile che Target2 diventi un sistema a piattaforma unica.

L'ARMONIZZAZIONE DEL SERVIZIO

L'armonizzazione del livello di servizio è considerata uno degli obiettivi cruciali del progetto Target2. Alla luce della crescente uniformità fra le esigenze degli utenti in tutta Europa, l'offerta di servizi armonizzati appare come un requisito fondamentale per il mantenimento di una situazione di parità concorrenziale tra gli utenti e per contribuire ulteriormente all'uso efficiente dell'infrastruttura di Target2.

Il livello armonizzato di servizio offerto da Target2 sarà definito sulla base delle opinioni espresse, mediante una consultazione pubblica, dall'intera platea di utenti di Target (cfr. il riquadro). In questo contesto, verranno assunte delle misure affinché i servizi e le funzioni future di

Tavola Distribuzione dei flussi di pagamento in Target (2003) ¹⁾

	Valore ²⁾	In percentuale	Volume	In percentuale
ELLIPS (BE)	13.558,2	3,2	1.752.802	2,6
KRONOS (DK)	3.207,5	0,8	102.560	0,2
RTGSplus (DE)	128.543,7	30,6	32.792.174	49,2
HERMES euro (GR)	3.343,1	0,8	1.324.274	2,0
SLBE (ES)	70.208,3	16,7	3.345.946	5,0
TBF (FR)	96.326,9	22,9	3.863.830	5,8
IRIS (IE)	5.502,1	1,3	802.875	1,2
BI-REL (IT)	24.760,7	5,9	9.423.103	14,1
LIPS-Gross (LU)	4.754,7	1,1	383.323	0,6
TOP (NL)	21.365,4	5,1	4.716.842	7,1
ARTIS (AT)	5.177,3	1,2	2.380.100	3,6
SPGT (PT)	3.254,8	0,8	1.021.046	1,5
BOF-RTGS (FI)	3.645,4	0,9	268.746	0,4
Euro RIX (SE)	1.897,0	0,5	96.994	0,1
CHAPS Euro (UK)	31.180,4	7,4	4.292.282	6,4
EPM (ECB)	4.023,8	1,0	41.103	0,1
Totale	420.749,3	100,0	66.608.000	100,0

Fonte: BCE.

1) Nell'interpretare i dati, presentati in questa tavola, sui pagamenti in termini di volume e di valore bisogna tenere in dovuta considerazione il fatto che essi riflettono le peculiarità di ciascun sistema di pagamento.

2) Miliardi di euro.

Target2 siano conformi ai Principi fondamentali per i sistemi di pagamento di importanza sistemica, definiti dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e inclusi dal Consiglio direttivo della BCE nell'insieme di standard utilizzati per valutare la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. Inoltre, il livello di servizio di Target2 rifletterà il ruolo specifico svolto dal sistema Target quale veicolo per la politica monetaria unica e supporto del mercato monetario in euro.

Target2 sarà un sistema per il regolamento in moneta della banca centrale dei pagamenti di importo rilevante in euro. Nondimeno, l'Eurosistema non fisserà alcun limite minimo, *de jure* o *de facto*, all'importo dei pagamenti che gli utenti potranno effettuare tramite il sistema, come del resto accade attualmente.

I principi che guideranno la definizione dei servizi armonizzati saranno l'efficienza e l'affidabilità. In particolare, la prossima generazione di Target offrirà servizi per un uso più efficiente della liquidità fra cui, ad esempio, soluzioni avanzate per la gestione di tesoreria. In seguito ai

tragici eventi dell'11 settembre 2001, verrà posta enfasi su un'ampia gamma di aspetti di sicurezza, al fine di potenziare le misure di continuità operativa in linea con l'elevata importanza sistemica dell'infrastruttura. Target2 mirerà inoltre a offrire elevati livelli di *performance*, in particolare per quanto riguarda i tempi e la capacità di trattamento dei pagamenti. La neutralità verrà assicurata offrendo un accesso ampio e aperto al sistema. Gli utenti di Target2 accederanno al sistema tramite un'interfaccia uniforme.

Anche se le esigenze degli utenti di Target sono sempre più uniformi, è possibile che alcuni requisiti specifici varino a livello nazionale. In considerazione di ciò, l'uso di alcuni servizi di Target2 potrà essere opzionale. Ai servizi armonizzati di Target2 verrà applicata una struttura tariffaria unica, che sarà determinata in coerenza con il principio di copertura dei costi.

4 TEMPI PREVISTI PER L'ATTUAZIONE DI TARGET2

Gli ulteriori lavori preparatori per la prossima generazione di Target possono essere divisi in tre

LA CONSULTAZIONE PUBBLICA DEGLI UTENTI SUI REQUISITI DI TARGET2

Le opinioni dell'intera comunità degli utenti di Target sull'approccio scelto per Target2 e sul relativo livello di servizio sono state raccolte mediante una consultazione pubblica, avviata nel dicembre 2002, cui hanno risposto quattordici associazioni bancarie e finanziarie europee. Una sintesi delle risposte, insieme ai contributi individuali, è stata pubblicata sul sito Internet della BCE ¹⁾ il 14 luglio 2003.

Tutti i partecipanti hanno espresso il loro sostegno all'iniziativa dell'Eurosistema per migliorare la funzionalità e la performance di Target. Nel contempo, le risposte indicano che i benefici di efficienza ed efficacia derivanti dalla piena armonizzazione e integrazione potranno essere conseguiti solo con l'adozione di un sistema a piattaforma unica. I partecipanti hanno anche indicato quali servizi dovranno, a loro avviso, essere inclusi nella lista di quelli offerti da Target2. Fra i servizi più richiesti figurano quelli associati a un'efficiente gestione della liquidità, oltre all'offerta di adeguate misure a tutela della continuità operativa. Il settore bancario ha inoltre sottolineato l'importanza di un maggior coinvolgimento degli utenti nel progetto.

L'Eurosistema continuerà a consultare gli utenti di Target nel corso del progetto Target2 al fine di assicurare che il livello di servizio risponda alle esigenze della comunità degli utenti.

1) www.ecb.int/pub/cons/Target2/pctarget2sum_en.pdf.

fasi: la fase preliminare, la fase di realizzazione e la fase di collaudo. La BCE svolgerà tutte le funzioni di coordinamento eventualmente necessarie in queste tre fasi.

La fase preliminare è stata avviata immediatamente dopo la definizione degli indirizzi strategici per lo sviluppo di Target2 da parte del Consiglio direttivo, nell'ottobre 2002, e giungerà a conclusione una volta completati i lavori sul livello armonizzato di servizio, previa ulteriore conferma da parte degli utenti. Tale fase comprende anche i lavori sugli aspetti strutturali della piattaforma unica condivisa, quali le questioni di budget e gli aspetti relativi alla struttura di governance adottata dalle banche centrali che aderiscono al sistema.

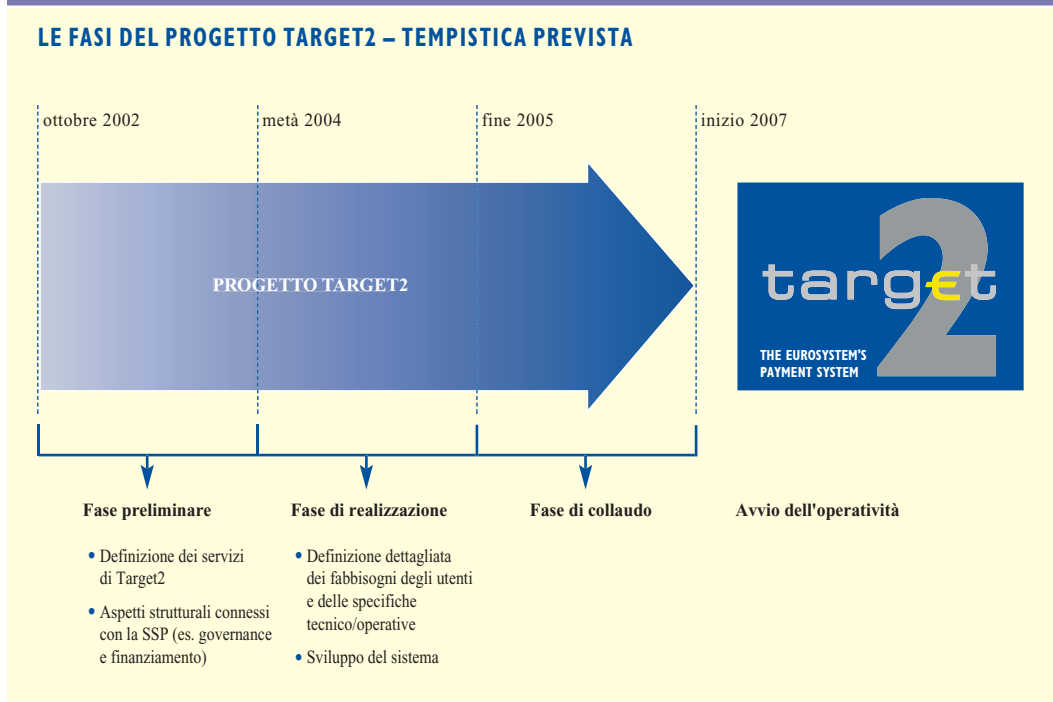
La successiva fase di realizzazione implicherà la definizione di dettagliate specifiche tecniche e lo sviluppo del nuovo sistema. La terza fase sarà dedicata ai test e al collaudo in ambiente di pre-produzione. Durante tutte le fasi del progetto, si svolgeranno lavori per definire un'adeguata metodologia dei costi, sulla quale fondare la strut-

tura tariffaria di Target2 nel rispetto del principio della copertura dei costi.

Considerate le dimensioni e la complessità del progetto, la tempistica di realizzazione presenta qualche elemento di incertezza. Nell'ipotesi che le banche centrali aderiscano al sistema a piattaforma unica offerto da Deutsche Bundesbank, Banque de France e Banca d'Italia, la fase preliminare dovrebbe concludersi entro la metà del 2004. La fase di realizzazione dovrebbe allora estendersi fino alla fine del 2005, e la successiva fase di collaudo occuperà tutto il 2006. Sulla base di questo stretto orizzonte temporale, e fatte salve le indicazioni che dovessero emergere da ulteriori studi di fattibilità, Target2 dovrebbe essere operativo all'inizio del 2007 (cfr. figura 2).

In questo contesto, è opportuno citare un filone di attività, strettamente collegato al progetto Target2, relativo alla possibilità di collegare temporaneamente i paesi in procinto di aderire all'Unione europea all'attuale sistema. Dieci paesi dell'Europa centro-orientale e del Mediterraneo (Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria,

Figura 2



Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacchia e Slovenia) aderiranno alla UE il 1° maggio 2004. Le banche centrali di tali paesi avranno la facoltà – ma non l'obbligo – di collegarsi a Target non appena il loro paese aderirà alla UE. La partecipazione a Target diventerà obbligatoria solo dopo l'adozione dell'euro, in quanto essa rappresenta un prerequisito per la partecipazione alla politica monetaria unica.

5 CONCLUSIONI

Attivo dall'introduzione dell'euro, il sistema Target è l'elemento portante dell'infrastruttura dei sistemi di pagamento in euro. Al fine di rispondere agli obiettivi prefissati, soddisfacendo nel contempo le attese degli utenti, in questi cinque anni di attività Target è stato oggetto di miglioramenti continui. Tuttavia, le esigenze convergenti degli utenti, riconducibili all'inte-

grazione finanziaria, e le sfide future, fra cui l'allargamento della UE, hanno creato la necessità di una profonda trasformazione del sistema.

Le principali considerazioni alla base dello sviluppo di Target sono l'integrazione tecnica e l'armonizzazione dei servizi; la prossima generazione di Target continuerà quindi a offrire un sistema solido, sicuro ed efficiente per il trattamento dei pagamenti in tutta Europa.

Lo sviluppo del sistema Target2 esprime il deciso impegno dell'Eurosistema a contribuire alla stabilità finanziaria e alla riduzione del rischio sistemico. Al fine di assicurare la conformità alle esigenze future del mercato e di fornire servizi di pagamento soddisfacenti nel lungo termine, l'Eurosistema manterrà un rapporto costante con gli utenti, per ottenere suggerimenti e riscontri sulle decisioni assunte in questo campo.



I PAESI PARTNER DEL “PROCESSO DI BARCELLONA” E LE LORO RELAZIONI CON L’AREA DELL’EURO

Il 15 gennaio 2004 l'Eurosistema ha tenuto il primo seminario ad alto livello con le banche centrali dei 12 paesi del Partenariato Euro-Mediterraneo, noto come “processo di Barcellona” (d'ora in avanti, “paesi del Partenariato”). Tale processo si propone di costituire entro il 2010 una zona di libero scambio comprendente l'UE e alcuni paesi mediterranei¹⁾. Il seminario ha segnato l'avvio di un dialogo multilaterale su tematiche di interesse comune, che verrà portato avanti parallelamente al “processo di Barcellona”, pur rimanendo distinto da quest'ultimo.

I partecipanti al seminario hanno convenuto di monitorare una serie di indicatori atti a misurare i progressi compiuti nel processo di rafforzamento dei legami fra le due regioni. In tale contesto, il presente articolo fornisce una descrizione delle economie dei paesi del Partenariato, evidenziandone le caratteristiche macroeconomiche e strutturali potenzialmente rilevanti per lo sviluppo delle relazioni con l'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

Negli ultimi anni l'Eurosistema ha stabilito contatti bilaterali con le banche centrali di vari paesi del Partenariato; tali contatti hanno assunto forme che vanno dalla discussione su tematiche di politica economica all'assistenza tecnica su aspetti specifici dell'attività delle banche centrali. Il seminario organizzato in gennaio a Napoli dalla BCE di concerto con la Banca d'Italia ha inserito i suddetti contatti in un quadro multilaterale, nel quale sarà possibile un confronto su argomenti di interesse comune. Con tale iniziativa, l'Eurosistema ha inteso favorire la costituzione di un forum multilaterale permanente che consenta alle banche centrali delle due sponde del Mediterraneo di accrescere il grado di comprensione dei problemi comuni e di trarre reciproco beneficio dal confronto tra le rispettive esperienze. Pur sviluppandosi in parallelo rispetto al processo di Barcellona, il dialogo così istituito rimane distinto da quest'ultimo.

I rapporti finanziari ed economici esistenti fra l'area dell'euro e i paesi del Partenariato saranno oggetto di un riesame periodico. A tal fine, i partecipanti al seminario di Napoli hanno deciso di monitorare il grado di intensità di tali rapporti utilizzando una serie di indicatori che si riferiscono a quattro dimensioni: la circolazione delle persone, dei beni, dei servizi e dei capitali. In questo contesto, il presente articolo esamina il quadro macroeconomico e le strutture finanziarie dei paesi partner e ne descrive i legami economici e finanziari con l'area dell'euro.

2 IL CONTESTO MACROECONOMICO DEI PAESI DEL PARTENARIATO

I paesi del Partenariato presentano caratteristiche demografiche ed economiche estremamente eterogenee. La popolazione dell'insieme di tali paesi è di quasi 250 milioni di abitanti, un numero prossimo a quello dell'area dell'euro; tuttavia, oltre la metà di tale popolazione è concentrata in Egitto e in Turchia (cfr. tavola 1). Nel 2002 il PIL totale della regione è stato pari a 610 miliardi di euro, l'8 per cento di quello dell'area dell'euro, ma per due terzi è stato prodotto in Egitto, in Israele e in Turchia. Infine, nel 2002 il PIL pro capite, benché superiore in media ai 4.800 euro in termini di parità del potere di acquisto, ha oscillato dagli appena 440 euro della Cisgiordania e di Gaza ai quasi 17.500 di Cipro; quest'ultima grandezza è pari a oltre tre quarti il PIL pro capite dell'area dell'euro.

Il contesto monetario è stabile nella maggioranza di tali paesi: negli ultimi due decenni poli-

1) Nel 1995 la conferenza dei ministri degli Esteri dell'UE e del Mediterraneo tenutasi a Barcellona ha segnato l'inizio di una nuova fase nel Partenariato Euro-Mediterraneo, successivamente identificata con il nome di “processo di Barcellona” e comprendente forme di cooperazione bilaterale e multilaterale. I paesi del Partenariato sono: Algeria, Cipro, Egitto, Giordania, Israele, Libano, Malta, Marocco, Siria, Tunisia, Turchia, la Cisgiordania e Gaza (rappresentate dall'Autorità Nazionale Palestinese). La Libia vi partecipa come osservatore. Tale processo ha ricevuto un nuovo slancio nel giugno 2003, quando il Consiglio europeo di Salonicco ha approvato la comunicazione della Commissione europea per una “Europa ampliata”, che auspicava una maggiore integrazione euro-mediterranea in campo economico.

Tavola I Indicatori economici generali

	Popolazione (milioni)	PIL nominale (miliardi di euro)	PIL pro capite alle PPP (euro)	Tasso di disoccupazione (in percentuale)	Tasso medio annuo di crescita del PIL (1993-2002)	Tasso medio annuo di crescita della popolazione (1993-2002)	Tasso medio annuo di inflazione (1997-2002)
<i>Per memoria:</i>							
area dell'euro	307,8	7.447,9	22.331	8,4	2,0	0,3	1,8
Algeria	31,3	62,4	4.828	26,8	2,5	1,6	2,7
Cipro	0,8	11,3	17.491	3,2	3,8	1,0	2,6
Egitto	70,5	95,5	3.446	9,0	4,1	1,7	3,2
Israele	6,3	114,7	16.348	10,3	3,4	2,3	3,7
Giordania	5,3	10,4	3.515	14,3	3,6	3,3	1,6
Libano	3,6	19,3	7.305	-	3,0	2,0	1,1
Malta	0,4	4,3	14.295	5,2	3,4	0,6	2,4
Marocco	30,1	40,3	3.665	12,8	3,0	1,5	1,8
Siria	17,4	24,7	3.156	-	3,9	2,3	-0,2
Tunisia	9,7	23,5	5.996	14,9	4,0	1,2	2,7
Turchia	70,3	199,0	5.967	8,5	2,1	1,4	60,2
Cisgiordania e Gaza	3,5	79,5	439	26,0	-	-	1,8
Totale	249,2	610,1	4.834	11,9	2,9	1,7	21,4

Fonti: Eurostat, BCE e FMI.

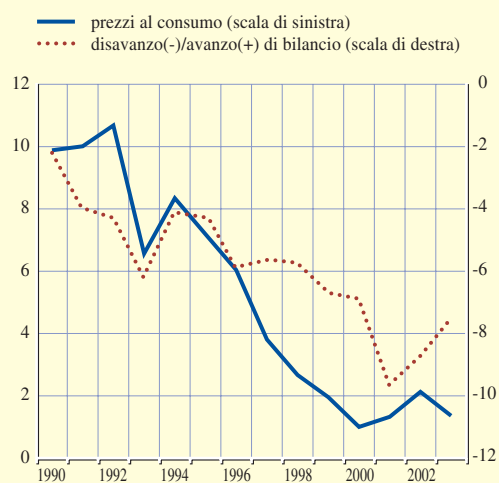
Nota: i dati si riferiscono al 2002, salvo diversa indicazione. I dati aggregati del PIL reale e dell'inflazione sono medie ponderate con il PIL nominale dei singoli paesi nel 2002.

tiche monetarie orientate alla stabilità hanno concorso ad abbassare il tasso di inflazione in molti di essi. Se si esclude la Turchia, dove l'inflazione è diminuita drasticamente negli ultimi due anni, il tasso medio di inflazione dell'area

è sceso dal 20 per cento dei primi anni ottanta a meno del 2 nel 2003 (cfr. figura 1).

Figura 1 Andamento dell'inflazione al consumo e dei saldi di bilancio pubblico nei paesi del Partenariato

(variazioni percentuali annue e percentuali del PIL)



Fonte: FMI.

Nota: il tasso medio di inflazione non comprende il dato della Turchia.

Benché tali risultati siano incoraggianti, l'insufficiente disciplina di bilancio costituisce un fattore di rischio per i paesi della regione. Negli ultimi dieci anni, infatti, la maggior parte di essi ha registrato disavanzi pubblici persistenti e, a volte, considerevoli²⁾. Il disavanzo pubblico aggregato dell'insieme dei paesi del Partenariato si è notevolmente ampliato, da circa il 2 per cento del PIL nel 1990 a quasi l'8 per cento nel 2003. Ne è derivato un livello del rapporto tra debito pubblico e PIL elevato, pari a circa il 70 per cento nel 2003.

Nella maggioranza dei paesi del Partenariato la crescita economica risulta insufficiente e vi sono rilevanti problemi strutturali. Durante l'ultimo decennio, il ritmo di espansione del PIL, pur essendo stato superiore al tasso di incremento della popolazione in gran parte dei paesi, non è stato sufficiente a creare posti di lavoro. Ciò è fonte di preoccupazione soprattutto

2) Una eccezione è rappresentata dall'Algeria, per la quale tuttavia i dati disponibili si riferiscono solo all'amministrazione centrale.

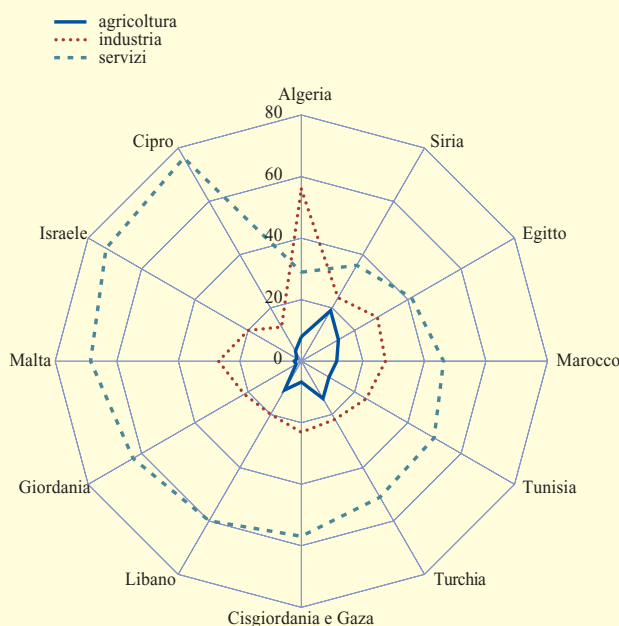
Riquadro

LA STRUTTURA DELLE ECONOMIE DEI PAESI DEL PARTENARIATO

Fra le economie dei paesi del Partenariato esistono notevoli differenze strutturali, come illustrato nella figura sottostante. In molte economie i servizi hanno un peso significativo: in otto paesi, essi concorrono per oltre il 50 per cento alla formazione del valore aggiunto dell'intera economia. L'importanza dei servizi è riconducibile principalmente al turismo, che costituisce una ragguardevole fonte di reddito per la regione. Nei paesi in procinto di aderire all'UE (Cipro e Malta) e in Libano, i servizi bancari svolgono un ruolo preminente. L'Algeria e la Siria sono invece esportatori netti di petrolio, mentre Israele si è affermato come produttore di beni ad elevato contenuto tecnologico. In Siria, per contro, l'agricoltura rappresenta quasi il 20 per cento del valore aggiunto lordo.

Contributo dei diversi settori alla formazione del valore aggiunto

(variazioni percentuali)



Fonti: Banca mondiale ed Eurostat.
Nota: i dati si riferiscono al 2000.

se si considera che nei prossimi anni gli elevati livelli della disoccupazione in tali paesi e la loro struttura demografica, caratterizzata da una incidenza relativamente elevata della popolazione in giovane età, eserciteranno ulteriori pressioni sul mercato del lavoro.

Fra gli strumenti che consentirebbero di incrementare il potenziale di crescita di questi paesi,

in un contesto di stabilità macroeconomica, vi sono il consolidamento del quadro giuridico, il miglioramento del sistema educativo e il rafforzamento dei legami intraregionali. L'innalzamento del tasso di crescita potenziale è riconosciuto dalle autorità della regione come una priorità. Tra le riforme strutturali avviate negli ultimi anni da alcuni dei paesi del Partenariato figurano la liberalizzazione dell'inter-

scambio con l'estero e degli investimenti diretti esteri (IDE), il passaggio a regimi di cambio più flessibili e l'introduzione di modifiche in campo fiscale e istituzionale.

Le riforme istituzionali hanno interessato anche la politica monetaria, nel cui ambito vari paesi hanno adottato misure tese a modernizzare il quadro operativo e a migliorare l'efficienza dei rispettivi mercati monetari. A tal fine si è proceduto a liberalizzare i tassi di interesse, che in molti paesi erano amministrati; ciò è avvenuto in concomitanza con la graduale liberalizzazione dei movimenti di capitali.

Nella maggior parte dei paesi della regione la politica monetaria è stata orientata alla stabilizzazione del tasso di cambio nei confronti dell'euro, del dollaro statunitense o di un paniere di valute (cfr. tavola 2). I regimi di cambio in essere sono per lo più di tipo intermedio; soltanto la lira turca può fluttuare liberamente e nessun paese adotta un sistema di ancoraggio rigido. Per garantire una coerenza tra la struttura dell'interscambio con l'estero e dei flussi finanziari e i re-

gimi di cambio, questi ultimi sono stati talvolta modificati. La coerenza tra i regimi di cambio e la struttura del commercio con l'estero continua a rappresentare un problema per i paesi nei quali la valuta di denominazione delle importazioni è diversa da quella delle esportazioni. Negli ultimi anni, alcuni paesi hanno adottato regimi di cambio più flessibili, nel contesto di un graduale ridimensionamento del ruolo delle autorità nella determinazione dei cambi su base giornaliera.

3 IL SETTORE BANCARIO E FINANZIARIO DEI PAESI PARTNER DEL "PROCESSO DI BARCELONA"

La struttura del settore bancario e di quello finanziario varia notevolmente tra i vari paesi partner (cfr. tavola 3). Il rapporto fra attività bancarie e PIL raggiunge appena il 40 per cento in Algeria, mentre in Libano e nei due paesi in via di adesione (Cipro e Malta) si avvicina alla media dell'area dell'euro. Nondimeno, un'analisi dell'evoluzione dei dati nel tempo rivela che il ruolo delle banche sta generalmente cre-

Tavola 2 Classificazione dei regimi di cambio secondo l'FMI

Paese	Regime di cambio	Valuta di ancoraggio	Obiettivo della politica monetaria	Controlli sui movimenti di capitali	
				Flussi bancari e di portafoglio	IDE e immobiliari
Algeria	Fluttuazione controllata	-	Nessuno; monitoraggio di diversi indicatori	Si	Si
Cipro	Banda di oscillazione orizzontale	Euro	Tasso di cambio	Si	Si
Egitto	Banda di oscillazione orizzontale ²⁾	Dollaro USA	Tasso di cambio	Solo titoli del mercato dei capitali e crediti commerciali	IDE e immobiliari
Giordania	Cambio fisso ¹⁾	DSP	Tasso di cambio	No	IDE e immobiliari
Israele	Banda di oscillazione strisciante	Paniere	Tasso di cambio e target di inflazione	No	IDE
Libano	Cambio fisso	Dollaro USA	Tasso di cambio	Si	Immobiliari
Malta	Cambio fisso rispetto a un paniere di valute	Paniere	Tasso di cambio	Si	Si
Marocco	Cambio fisso rispetto a un paniere di valute	Paniere	Tasso di cambio	Si	Si, eccetto la liquidazione di IDE
Siria	Cambio fisso ²⁾	Dollaro USA	Tasso di cambio	Si	Si
Tunisia	Parità strisciante	-	Aggregato monetario	Si	Si, eccetto la liquidazione di IDE
Turchia	Fluttuazione libera	-	Target di inflazione	Si	Si, eccetto la liquidazione di IDE

Fonte: FMI.

Nota: informazioni riferite al dicembre 2002.

1) Formalmente, la valuta giordana è ancorata all'unità di conto dei DSP; di fatto, dalla fine del 1995 essa risulta ancorata al dollaro statunitense.

2) Il regime indicato è quello in vigore nel mercato valutario principale. In altri mercati sono in vigore regimi differenti.

Tavola 3 Alcuni indicatori di sviluppo finanziario nei paesi del Partenariato

(valori percentuali)

	Attività bancarie/PIL	Attività nei confronti del settore pubblico/attività totali	Capitalizzazione del mercato azionario/PIL ¹⁾
<i>Per memoria:</i>			
area dell'euro	235	20	68
Algeria ¹⁾	39	80	-
Cipro	228	15	67
Egitto	112	37	25
Israele	132	9	53
Giordania	201	18	72
Libano	290	54	7
Malta	394	21	37
Marocco	92	23	27
Siria	98	77	-
Tunisia	72	8	12
Turchia	56	67	32
Cisgiordania e Gaza	143	18	19

Fonti: Banca mondiale e FMI.

Nota: i dati si riferiscono al 2002, salvo diversa indicazione.

1) I dati si riferiscono al 2001.

scendo. Negli ultimi dieci anni sia il livello di penetrazione degli enti creditizi nell'economia, misurato dal rapporto tra le attività bancarie e il PIL, sia il grado di intermediazione bancaria, desumibile dall'incidenza del credito interno sul PIL, sono andati aumentando. Altri indicatori quantitativi confermano un livello crescente di sviluppo del settore finanziario e un ruolo sempre più importante del settore creditizio in molti paesi del Partenariato. In particolare, nel corso dell'ultimo decennio il rapporto tra il circolante e il PIL è andato calando, indicando un minore uso del contante nelle transazioni, mentre quello fra depositi bancari e PIL è aumentato, probabilmente riflettendo una maggiore fiducia nei confronti del settore bancario.

In tutti i paesi del Partenariato i sistemi finanziari appaiono incentrati sull'intermediazione bancaria: rispetto alle banche, gli altri intermediari detengono un volume ridotto di attività. Analogamente, i mercati dei capitali sono meno sviluppati rispetto ai sistemi bancari (cfr. tavola 3). Un rafforzamento del sistema finanziario, congiunto a una riforma strutturale del settore bancario, consentirebbe una diversificazione dell'economia ed appare necessario per conseguire ritmi sostenuti di crescita. Lo sviluppo dei mercati dei capitali contribuirebbe ad ampliare la gamma e a migliorare la qualità delle informazioni fornite dai prezzi dei servizi finanziari.

Il settore creditizio è di norma caratterizzato da un elevato grado di concentrazione, anche se le istituzioni più grandi appaiono piccole al confronto con quelle europee. Nei paesi del Partenariato solo sette banche hanno un bilancio superiore a 20 miliardi di euro e alcune presentano consistenti volumi di attività fuori bilancio. Benché sia relativamente bassa nell'insieme, la redditività del settore varia notevolmente da un paese all'altro. Allo stesso modo, i ricavi da interessi e da commissioni contribuiscono in misura diversa ai risultati degli istituti di credito nelle singole economie.

In numerosi paesi partner il settore creditizio mantiene tuttora stretti legami con quello pubblico (cfr. tavola 3). Di fatto, in quattro di questi paesi il settore pubblico assorbe oltre la metà dei prestiti bancari totali. Ciò può spiazzare gli investimenti privati. Anche se negli anni novanta il numero di istituzioni di proprietà pubblica è diminuito in molti paesi, gran parte delle principali banche della regione resta controllata dallo Stato. Inoltre, nella maggioranza dei paesi nordafricani buona parte del sistema bancario appartiene al settore pubblico; in Siria questo vale per l'intero sistema bancario.

Di recente le autorità hanno aperto i mercati finanziari al settore privato e agli operatori esteri. L'ingresso di banche estere può promuo-

vere l'efficienza del sistema bancario grazie al trasferimento di conoscenze, di tecnologie e di capitali. Una crescente consapevolezza del fatto che il settore bancario funziona meglio quando i tassi attivi e passivi sono determinati dal mercato, ha portato all'abolizione delle restrizioni amministrative sui tassi d'interesse in gran parte dei paesi. Nello stesso spirito, le banche hanno ampliato il ventaglio delle proprie attività e introdotto nuovi strumenti finanziari.

Per evitare che i flussi di capitali internazionali possano mettere a repentaglio la stabilità finanziaria occorrono norme di vigilanza adeguate. In alcuni paesi del Partenariato la qualità di tali regole è stata portata a livelli prossimi, se non pienamente allineati, a quelli internazionali. Nondimeno, gli stretti legami fra il settore pubblico e quello bancario destano preoccupazioni connesse a potenziali conflitti d'interesse. Inoltre, sono particolarmente auspicabili ulteriori progressi nella cooperazione con le istituzioni internazionali. A tale riguardo, vale la pena di notare che l'Egitto, Israele e il Libano sono stati di recente riconosciuti come "giurisdizioni collaborative" dal Gruppo di azione finanziaria contro il riciclaggio di capitali (GAFI); in tal modo, nessuno dei paesi del Partenariato figura nell'elenco delle "giurisdizioni non collaborative".

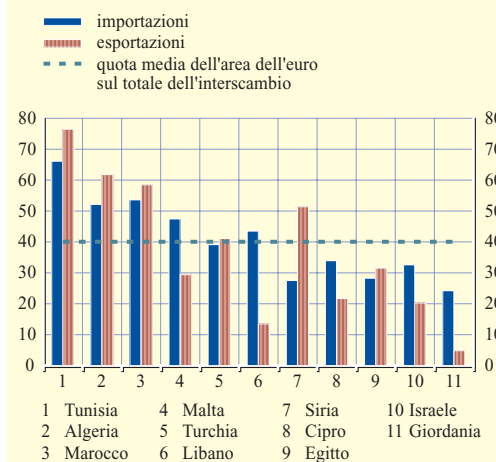
4 LEGAMI ECONOMICI E FINANZIARI CON L'AREA DELL'EURO

L'Unione europea e i paesi aderenti al Processo di Barcellona intendono utilizzare lo strumento del Partenariato Euro-Mediterraneo per favorire la crescita e consolidare le riforme nella regione mediante il rafforzamento dei legami economici e finanziari. La presente sezione fa il punto dell'attuale livello di integrazione.

Per la maggior parte dei paesi del Partenariato il commercio con quelli dell'area dell'euro è rilevante, in conseguenza della prossimità geografica e della complementarità delle strutture produttive³⁾. Al contrario, il livello di integrazione intraregionale e con il resto del mondo è basso.

Figura 2 Commercio tra i paesi del Partenariato e quelli dell'area dell'euro

(percentuale dell'interscambio totale)



Fonte: FMI, Direction of Trade Statistics.
Nota: i dati si riferiscono al 2002.

I legami di natura finanziaria includono i prestiti concessi dalle banche dell'area dell'euro ai paesi del Partenariato, gli IDE e i flussi finanziari connessi alla circolazione di persone, cioè le rimesse degli emigrati e i proventi del turismo. Negli ultimi anni, ad eccezione dei prestiti bancari, che sono aumentati, i legami fra le due aree hanno ristagnato.

I rapporti commerciali sono stretti, soprattutto nel contesto mediterraneo. In media, l'interscambio con l'area dell'euro rappresenta circa il 40 per cento del commercio totale (cfr. figura 2). Tuttavia, mentre Malta, Turchia e i paesi del Magreb sono molto aperti nei confronti dell'area dell'euro, i flussi commerciali di quelli del Mashreq sono più orientati verso gli Stati Uniti o i paesi del Golfo⁴⁾. Nel suo insieme l'area dell'euro ha sempre registrato un avanzo

3) Nel 2002 il grado di apertura (misurato dalla somma dell'incidenza delle esportazioni e delle importazioni sul PIL) dei paesi del Partenariato era pari al 34 per cento, contro il 57 per cento dei paesi Asean-4, il 50 per cento dei paesi che aderiranno alla Unione europea, il 29 per cento della Russia e il 21 per cento dei paesi andini.

4) Nell'accezione di questo articolo, il Magreb è composto da Algeria, Marocco e Tunisia, mentre il Mashreq comprende Egitto, Giordania, Israele, Libano, Siria e Cisgiordania e Gaza.

commerciale con i paesi del Partenariato. Le importazioni di questi ultimi dall'area dell'euro sono costituite soprattutto da macchinari, prodotti manufatti e chimici e le loro esportazioni da prodotti agricoli, tessili ed energetici.

Al contrario, il commercio intraregionale dei paesi del Partenariato rappresenta appena il 5 per cento dell'interscambio totale in quanto diversi paesi producono beni simili e la presenza di infrastrutture inadeguate assieme a quella di barriere tariffarie e non tariffarie ostacola una maggiore integrazione commerciale. Sebbene Giordania, Libano e Siria siano relativamente più aperti verso il resto della regione, il loro commercio verso gli altri paesi del Partenariato non supera mai il 15 per cento dell'interscambio totale. Consapevoli degli ostacoli esistenti al commercio, le autorità di tutti questi paesi hanno varato iniziative per favorire l'integrazione regionale con il sostegno finanziario dell'Unione europea e della Banca europea per gli investimenti.

Per quanto riguarda l'area dell'euro, il commercio con i paesi del Partenariato rappresenta circa il 3 per cento di quello totale. I rapporti commerciali con la regione sono più intensi per la Spagna, l'Italia e, in particolare, la Grecia che non per i paesi dell'Europa centrale e settentrionale.

Se si utilizza il grado di sviluppo dell'interscambio come indicatore dell'integrazione fra l'area dell'euro e i paesi del Partenariato, sembra che gli accordi di Barcellona debbano ancora esplicitare appieno gli effetti attesi. Anche se dal 1995, anno in cui sono stati siglati gli accordi, l'interscambio è nel complesso aumentato in misura significativa, più che raddoppiando negli ultimi dieci anni, la quota dell'area dell'euro sul totale dell'interscambio dei paesi del Partenariato, tuttavia, è rimasta pressoché invariata nello stesso periodo.

Il credito bancario proveniente dall'area dell'euro riveste un ruolo importante nel contesto mediterraneo e ha acquisito maggiore rilevanza negli ultimi dieci anni. Esso costituisce oltre la

metà di quello complessivamente concesso alla regione da banche estere, pur rappresentando meno del 2 per cento delle attività verso l'estero delle banche dell'area dell'euro. Tuttavia, quasi la metà dei finanziamenti bancari ai paesi del Partenariato è assorbita dalla sola Turchia. La quota dell'area dell'euro sul credito internazionale è pari a due terzi nei paesi del Magreb e in Libano, ma è notevolmente più bassa negli altri paesi. In termini di esposizione, oltre due terzi dei prestiti bancari provenienti dall'area dell'euro sono riconducibili alla Germania e alla Francia. A testimonianza del rafforzamento dei legami finanziari, nell'ultimo decennio il credito bancario verso i paesi del Partenariato è aumentato di oltre due terzi. In un'ottica complessiva, è degno di nota il fatto che l'incidenza dei paesi del Partenariato sul totale dei crediti concessi dalle banche dell'area dell'euro ai paesi in via di sviluppo sia salita dal 15 per cento nel 1993 al 24 nel 2002.

Mentre i prestiti bancari dell'area dell'euro hanno un ruolo relativamente importante per i paesi del Partenariato, il quadro relativo agli IDE risulta più variegato. Dal 1995, i flussi di IDE dall'area dell'euro sono stati pari a circa il 20 per cento del totale dei flussi di IDE nella regione, con grandi differenze fra paesi. Inoltre, la composizione settoriale degli IDE varia molto nella regione. Mentre in Algeria, Egitto e Siria la maggior parte degli IDE si concentra nel settore petrolifero, nel caso di Cipro gli IDE sono destinati in massima parte alle attività bancarie off-shore e in Giordania a quelle imprenditoriali della zona di libero scambio. La privatizzazione di imprese pubbliche è stata determinante nel favorire l'afflusso di investimenti in Marocco e in Tunisia. Gli IDE provenienti dall'area dell'euro, in rapporto a quelli totali verso i paesi del Partenariato, hanno ristagnato in conseguenza dello scarso dinamismo dell'integrazione economica fra le due aree. Tuttavia, poiché gli IDE sono soggetti ad ampie fluttuazioni nel tempo, questa situazione va considerata con cautela.

Gli investimenti fra i paesi del Partenariato sono piuttosto limitati, sia in quanto poche banche locali investono nell'area del Mediterraneo sia per

le scarse informazioni disponibili sulle opportunità di investimento esistenti negli altri paesi della regione. Molte economie sono dominate da piccole imprese a gestione familiare che non adottano pratiche contabili riconosciute a livello internazionale e che pertanto non risultano appetibili agli investitori esteri.

Nonostante l'emigrazione verso l'area dell'euro sia economicamente e socialmente importante data la vicinanza geografica e i differenziali medi di reddito fra le due regioni, essa sembra essersi stabilizzata. Nell'area dell'euro vivono oggi stabilmente circa 4,7 milioni di persone provenienti dai paesi del Partenariato; di questi, quasi la metà è di origine turca e risiede in Germania, mentre un ulteriore 30 per cento, proveniente dai paesi del Magreb, si è stabilito in Francia ⁵⁾. Un freno rilevante all'accrescimento del capitale umano nella regione è rappresentato dalla bassa percentuale di studenti che ritornano in patria dopo aver seguito studi in Europa.

Le rimesse dei lavoratori emigrati costituiscono una quota considerevole delle entrate del conto corrente di diversi paesi del Partenariato. Nel 2001 le rimesse degli emigrati hanno rappresentato il 2 per cento del PIL complessivo dei paesi del Partenariato e sono ammontate a 12,5 miliardi di euro. In particolare, nei paesi del Magreb e in Turchia le rimesse provengono soprattutto dall'area dell'euro, mentre in gran parte degli altri paesi esse provengono principalmente dagli Stati Uniti e dai paesi del Golfo.

I flussi turistici dall'area dell'euro, anch'essi derivanti dalla prossimità geografica e dai differenziali di reddito, rappresentano il 2 per cento del PIL dei paesi del Partenariato. Degli oltre 18 milioni di turisti della Unione europea che ogni anno visitano la regione, un numero considerevole proviene dall'area dell'euro. Una percentuale crescente del totale è rappresentata da lavoratori emigrati che ritornano per l'estate, soprattutto in Turchia e in Marocco.

In conclusione, le economie dei paesi del Partenariato sono state – e continueranno a essere – abbastanza strettamente dipendenti dagli

andamenti di quelle europee. Nonostante tali legami siano più importanti per questi paesi che per quelli dell'area dell'euro, un esame maggiormente approfondito dei dati rivela che l'importanza di questi rapporti varia fra singoli paesi. La Turchia, i paesi del Magreb e quelli in procinto di aderire all'Unione europea (Cipro e Malta) hanno rapporti molto stretti con l'area dell'euro, mentre quelli dei paesi del Mashreq sono meno forti. Dal punto di vista dell'area dell'euro, Francia, Germania, Italia e Grecia sono i paesi che vantano i rapporti più intensi con i paesi del Partenariato. In termini di evoluzione nel tempo, l'evidenza finora disponibile sembra indicare che negli ultimi anni i processi di integrazione economica e finanziaria fra le due aree hanno ristagnato. Benché ci si attenda un aumento dell'integrazione commerciale e finanziaria dalla creazione di una zona di libero scambio entro il 2010 fra l'Unione europea e i paesi del Partenariato, è necessario il sostegno di politiche appropriate.

5 CONCLUSIONI

Nonostante le condizioni monetarie nei paesi del Partenariato siano state stabili negli ultimi anni, la crescita non è stata sufficiente a creare posti di lavoro. In vari paesi anche la disciplina di bilancio ha rappresentato un problema.

Un modo per consolidare le riforme e aumentare il potenziale di crescita consiste nell'accelerare il grado di integrazione sia fra i paesi del Partenariato sia fra questi e l'area dell'euro. Una maggiore integrazione economica e finanziaria fra le due regioni dovrebbe portare benefici accrescendo la concorrenza nei paesi del Partenariato e innalzandone, di conseguenza, il potenziale di crescita. Tuttavia, tale risultato potrà essere raggiunto soltanto se questi paesi compieranno ulteriori progressi strutturali e se entrambe le parti intensificheranno gli sforzi di integrazione commerciale e finanziaria.

5) Questi dati vanno, tuttavia, considerati con cautela in quanto dipendono dalle leggi in materia di nazionalità vigenti nei vari paesi.

I paesi del Partenariato presentano un elevato grado di eterogeneità per quanto attiene alle strutture economiche e all'intensità dei rapporti economici con l'area dell'euro. I legami sono particolarmente stretti nel caso della Turchia e dei paesi del Magreb, meno forti per quelli del Mashreq. La crescita insufficiente e le difficoltà strutturali hanno spinto le autorità della regione ad avviare riforme in alcuni settori. Resta, tuttavia, ampio spazio per ulteriori miglioramenti, soprattutto per quanto attiene al consolidamento del quadro giuridico, al potenziamento del sistema educativo, al rafforzamento dei legami intra-regionali e al conseguimento di una maggiore disciplina della politica di bilancio.

Pur presentando strutture notevolmente diverse nei vari paesi, tutti i sistemi finanziari sono contraddistinti dal ruolo preponderante del sistema bancario, relativamente concentrato e strettamente legato al settore pubblico. Di recente, le autorità hanno aperto i mercati finanziari al settore privato e agli operatori esteri. Per evitare

che i flussi di capitali internazionali mettano a repentaglio la stabilità finanziaria è necessario adottare adeguati criteri di vigilanza. A questo riguardo, la scelta di un regime di cambio appropriato costituisce una sfida cruciale.

Con riferimento al commercio, la maggior parte dei paesi del Partenariato presenta un grado di apertura elevato nei confronti dell'area dell'euro. Pur stretti, in particolare nel contesto mediterraneo, i rapporti commerciali fra le due aree non sembrano, tuttavia, essersi intensificati nel tempo.

Inoltre, sebbene il credito bancario proveniente dall'area dell'euro sia abbastanza importante per i paesi del Partenariato e abbia visto aumentare la propria rilevanza nell'ultimo decennio, il quadro è più variegato con riferimento agli IDE. I flussi migratori verso l'area dell'euro e quelli turistici provenienti dalla stessa rappresentano altri meccanismi importanti per rafforzare i legami economici e sociali nell'area del Mediterraneo.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1	Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2	Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3	Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4	Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	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

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S43
5.2	Produzione e domanda	S46
5.3	Mercato del lavoro	S50

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int. Si rimanda al sito della BCE (www.ecb.int) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
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
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S66
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S67
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri paesi europei	S68
9.2	Stati Uniti e Giappone	S69
	LISTA DELLE FIGURE	S71
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,4	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,0	-	4,9	20,3	2,33	4,16
2003 2° trim.	11,3	8,3	8,5	-	4,6	20,3	2,37	3,96
3° trim.	11,5	8,5	8,3	-	4,9	22,1	2,14	4,16
4° trim.	11,2	7,9	7,6	-	5,3	21,5	2,15	4,36
2004 1° trim. ^(p)	.	.	.	.	.	.	2,06	4,15
2003 ott.	12,2	8,3	8,1	7,7	5,1	22,6	2,14	4,31
nov.	10,6	7,6	7,4	7,5	5,6	21,6	2,16	4,44
dic.	10,5	7,5	7,0	7,0	5,5	19,1	2,15	4,36
2004 gen.	11,1	7,4	6,5	6,6	5,4	16,9	2,09	4,26
feb.	10,7	6,9	6,3	.	5,5	.	2,07	4,18
mar. ^(p)	.	.	.	.	.	.	2,03	4,02

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	2,3	-0,1	3,5	0,9	-0,5	81,4	0,5	8,4
2003	2,1	1,6	2,9	0,4	0,3	80,9	0,2	8,8
2003 2° trim.	1,9	1,5	3,2	0,1	-0,8	80,8	0,2	8,8
3° trim.	2,0	1,2	2,8	0,3	-0,2	81,0	0,2	8,8
4° trim.	2,0	1,1	2,5	0,6	1,5	81,0	0,2	8,8
2004 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 ott.	2,0	0,9	-	-	1,4	81,2	-	8,8
nov.	2,2	1,4	-	-	1,0	-	-	8,8
dic.	2,0	1,0	-	-	2,2	-	-	8,8
2004 gen.	1,9	0,3	-	-	0,9	80,7	-	8,8
feb.	1,6	.	-	-	.	-	-	.
mar.	1,6	.	-	-	.	-	-	.

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	39,8	109,6	-19,5	10,8	306,5	99,9	103,6	1,1312
2003 2° trim.	-5,4	23,4	3,5	57,4	326,1	101,0	104,7	1,1372
3° trim.	16,2	37,3	-12,4	-68,4	332,9	100,2	103,9	1,1248
4° trim.	24,6	32,2	-9,8	14,7	306,5	101,8	105,9	1,1890
2004 1° trim.	.	.	.	.	.	104,0	108,2	1,2497
2003 ott.	10,4	14,5	-10,6	26,7	332,4	101,0	104,8	1,1692
nov.	6,0	8,9	0,9	-2,3	321,9	100,9	104,9	1,1702
dic.	8,2	8,8	-0,1	-9,6	306,5	103,7	108,1	1,2286
2004 gen.	-4,9	4,2	-11,0	-11,5	309,7	104,7	109,0	1,2613
feb.	.	.	.	.	298,5	104,4	108,7	1,2646
mar.	.	.	.	.	.	102,8	107,0	1,2262

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

	5 marzo 2004	12 marzo 2004	19 marzo 2004	26 marzo 2004
Oro e crediti in oro	130.343	130.343	130.343	130.342
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	168.097	167.024	166.587	167.046
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	17.541	17.265	17.223	16.594
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	7.189	7.435	7.206	7.192
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	285.903	277.698	281.509	289.539
Operazioni di rifinanziamento principali	220.659	212.499	216.501	224.530
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	64.999	64.999	64.999	64.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	231	15	6	3
Crediti connessi a scarti di garanzia	14	185	3	7
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.179	1.162	1.258	1.239
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	67.968	68.884	69.049	68.855
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	42.604	42.616	42.617	42.617
Altre attività	105.968	107.262	107.053	106.925
Attività totali	826.792	819.689	822.845	830.349

2. Passività

	5 marzo 2004	12 marzo 2004	19 marzo 2004	26 marzo 2004
Banconote in circolazione	423.682	424.125	423.804	423.840
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	137.728	135.206	133.167	131.911
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	137.638	135.173	133.132	131.849
Depositi overnight	80	30	34	62
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	10	3	1	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	256	257	258	257
Certificati di debito	1.054	1.054	1.054	1.054
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	56.617	51.822	57.360	66.653
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10.006	9.114	8.958	8.971
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	477	456	428	429
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	8.942	9.692	9.263	9.256
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.757	5.757	5.757	5.757
Altre passività	51.026	50.959	51.548	51.450
Rivalutazioni	69.141	69.141	69.141	69.141
Capitale e riserve	62.106	62.106	62.107	61.630
Passività totali	826.792	819.689	822.845	830.349

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta ^{1) 2)}

(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 ³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
			Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6
Operazioni di rifinanziamento principali						
2003 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 6 gen.	118.344	80.000	2,00	2,02	2,04	15
14	166.033	144.000	2,00	2,00	2,02	14
21	101.083	85.000	2,00	2,00	2,01	14
28	165.044	139.000	2,00	2,01	2,02	14
4 feb.	112.763	76.000	2,00	2,01	2,02	14
11	147.492	137.000	2,00	2,00	2,01	12
18	104.015	83.000	2,00	2,00	2,01	14
21	135.659	135.659	2,00	2,00	2,00	16
3 mar.	100.586	85.000	2,00	2,00	2,01	14
10	147.204	127.500	2,00	2,00	2,01	7
17	224.149	216.500	2,00	2,00	2,01	7
24	224.531	224.531	2,00	2,00	2,00	7
31	257.167	218.000	2,00	2,00	2,01	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
2003 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
2004 29 gen.	47.117	25.000	-	2,03	2,04	91
26 feb.	34.597	25.000	-	2,01	2,03	91
1 apr.	44.153	25.000	-	1,85	1,90	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000 5 gen. ⁵⁾	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 ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
		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
3° trim.	11.396,7	6.173,3	405,1	1.433,2	791,7	2.593,3
2003 ott.	11.497,0	6.194,8	420,2	1.445,3	814,0	2.622,7
nov.	11.559,6	6.241,2	423,0	1.451,5	813,2	2.630,7
dic.	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004 gen.	11.691,2	6.328,2	428,0	1.461,4	825,3	2.648,3

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
4° trim.	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 23 gen.	132,8	133,6	0,9	0,0	2,02
9 mar.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
6 apr.	134,6	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
3° trim.	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
2003 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.	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 23 gen.	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4
9 mar.	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3

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 ¹⁾	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	374,1	11,9	132,9
2003 1° trim.	1.015,4	411,8	24,1	0,6	387,0	105,4	95,1	0,8	9,5	-	12,5	349,3	11,9	124,5
2° trim.	1.074,6	469,3	23,7	0,6	445,0	114,2	103,1	1,1	10,0	-	12,4	334,4	12,0	132,3
3° trim.	1.089,1	462,5	23,7	0,6	438,1	121,7	110,5	1,1	10,1	-	12,4	341,8	12,3	138,4
2003 ott.	1.081,5	449,6	23,7	0,6	425,2	123,0	111,6	1,2	10,2	-	12,7	341,5	12,3	142,5
nov.	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
dic.	1.085,8	471,3	22,6	0,6	448,0	134,0	122,0	1,2	10,8	-	12,8	317,5	12,4	137,7
2004 gen.	1.090,0	469,7	22,6	0,7	446,4	136,9	124,4	1,3	11,2	-	12,9	321,2	13,0	136,3
feb. ^(p)	1.091,3	474,4	22,6	0,6	451,1	141,2	127,9	1,3	11,9	-	13,1	308,3	13,9	140,4
IFM escluso l'Eurosistema														
2001	18.226,3	11.134,7	822,0	6.518,7	3.794,0	2.535,9	1.077,4	335,6	1.122,9	38,5	810,8	2.408,8	168,1	1.129,5
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003 1° trim.	19.184,0	11.733,1	804,8	6.854,1	4.074,2	2.830,6	1.210,0	385,9	1.234,7	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,4
2° trim.	19.530,2	11.881,4	794,2	6.944,0	4.143,2	2.886,6	1.239,4	405,1	1.242,1	69,0	853,4	2.624,2	157,9	1.057,7
3° trim.	19.571,5	11.949,9	797,4	6.996,8	4.155,7	2.929,0	1.262,6	410,5	1.255,9	69,4	881,1	2.546,7	158,6	1.036,8
2003 ott.	19.609,9	11.922,5	797,2	7.025,6	4.099,6	2.959,0	1.274,7	418,2	1.266,2	71,2	880,4	2.610,7	158,4	1.007,7
nov.	19.806,5	12.048,2	806,8	7.070,5	4.170,9	2.987,9	1.291,9	423,0	1.273,1	71,6	890,1	2.622,3	158,5	1.028,0
dic.	19.787,5	12.111,8	819,5	7.093,0	4.199,4	2.950,4	1.252,1	425,1	1.273,2	67,4	895,8	2.565,1	159,9	1.037,1
2004 gen.	20.026,7	12.128,8	816,8	7.105,4	4.206,6	2.995,5	1.276,6	425,3	1.293,6	76,4	910,1	2.693,3	159,2	1.063,4
feb. ^(p)	20.148,3	12.151,6	808,2	7.137,2	4.206,1	3.042,0	1.298,2	431,4	1.312,4	77,4	909,5	2.723,2	159,5	1.085,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ²⁾	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
2° trim.	1.074,6	391,4	379,4	52,6	18,9	307,9	-	2,6	143,1	29,8	128,3
3° trim.	1.089,1	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,2	32,4	134,4
2003 ott.	1.081,5	412,3	345,6	35,0	18,5	292,1	-	2,6	150,6	32,0	138,4
nov.	1.078,5	419,2	343,1	48,3	20,5	274,3	-	1,6	146,3	28,0	140,2
dic.	1.085,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	139,9	27,5	142,2
2004 gen.	1.090,0	430,0	345,9	42,7	15,5	287,6	-	1,6	140,8	29,4	142,2
feb. ^(p)	1.091,3	433,4	349,4	48,9	16,5	283,9	-	1,6	142,2	24,3	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	10.197,6	106,9	5.954,1	4.136,6	532,9	2.992,8	1.108,7	2.594,1	1.431,7
2003 1° trim.	19.184,0	0,0	10.317,0	125,5	5.995,1	4.196,3	617,6	3.045,7	1.115,8	2.665,5	1.422,4
2° trim.	19.530,2	0,0	10.540,6	147,6	6.096,1	4.296,9	640,0	3.083,3	1.126,3	2.641,8	1.498,1
3° trim.	19.571,5	0,0	10.565,6	128,9	6.128,0	4.308,7	646,2	3.128,5	1.142,5	2.606,6	1.482,1
2003 ott.	19.609,9	0,0	10.532,0	130,8	6.158,6	4.242,5	653,4	3.172,3	1.142,9	2.656,5	1.452,9
nov.	19.806,5	0,0	10.666,1	132,1	6.203,9	4.330,1	656,3	3.185,7	1.147,5	2.655,9	1.495,0
dic.	19.787,5	0,0	10.770,4	132,4	6.271,9	4.366,2	649,1	3.159,6	1.148,2	2.606,6	1.453,7
2004 gen.	20.026,7	0,0	10.761,1	131,4	6.265,3	4.364,4	667,7	3.206,7	1.150,9	2.718,2	1.522,1
feb. ^(p)	20.148,3	0,0	10.803,4	144,2	6.286,4	4.372,7	676,1	3.237,1	1.151,2	2.740,1	1.540,5

Fonte: BCE.

- 1) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli di debito con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

(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 ¹⁾	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	837,2	6.781,2	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003 1° trim.	14.124,7	7.683,6	828,9	6.854,8	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.894,2	172,7	1.115,7
2° trim.	14.383,3	7.762,5	817,9	6.944,6	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.958,5	169,9	1.149,6
3° trim.	14.412,8	7.818,6	821,1	6.997,5	1.784,7	1.373,1	411,6	616,6	2.888,5	170,8	1.133,6
2003 ott.	14.498,7	7.847,2	821,0	7.026,3	1.805,7	1.386,3	419,4	613,8	2.952,1	170,7	1.109,2
nov.	14.611,6	7.901,6	830,5	7.071,1	1.828,7	1.404,5	424,1	623,5	2.954,7	170,8	1.132,3
dic.	14.538,2	7.935,8	842,2	7.093,6	1.800,4	1.374,1	426,3	624,9	2.882,6	172,3	1.122,4
2004 gen.	14.753,1	7.945,5	839,4	7.106,1	1.827,6	1.401,0	426,5	634,4	3.014,5	172,2	1.159,0
feb. ^(p)	14.852,5	7.968,7	830,9	7.137,9	1.858,8	1.426,1	432,7	634,5	3.031,5	173,4	1.185,5
Transazioni											
2001	906,6	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,8
2002	601,3	299,2	-9,4	308,6	75,9	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003 1° trim.	220,9	87,1	-0,7	87,8	63,0	46,4	16,6	0,2	92,3	-3,6	-18,2
2° trim.	323,3	98,3	-8,6	106,9	52,0	37,9	14,1	21,2	122,2	-2,5	32,2
3° trim.	2,2	60,4	3,3	57,1	39,3	32,6	6,7	-4,5	-71,6	0,8	-22,3
2003 ott.	80,6	29,2	-0,1	29,3	26,2	18,2	8,0	-4,2	51,2	0,0	-21,9
nov.	154,7	60,6	9,8	50,9	19,2	13,7	5,5	9,0	44,2	-0,1	21,8
dic.	-0,7	48,8	11,9	36,8	-26,2	-29,8	3,6	1,9	-14,6	1,6	-12,1
2004 gen.	181,9	19,7	-2,9	22,6	15,4	16,5	-1,1	7,9	112,1	-0,2	27,1
feb. ^(p)	102,9	27,8	-8,4	36,3	29,0	24,0	5,0	1,0	23,0	1,2	20,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ¹⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
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	5.969,7	470,5	1.818,4	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003 1° trim.	14.124,7	327,2	176,2	6.011,3	550,8	1.804,3	1.001,0	2.694,2	1.545,7	14,1
2° trim.	14.383,3	351,0	200,3	6.115,0	571,0	1.833,7	997,7	2.671,6	1.626,4	16,5
3° trim.	14.412,8	364,8	183,9	6.145,4	576,8	1.865,1	1.016,6	2.639,0	1.616,5	4,6
2003 ott.	14.498,7	371,3	165,8	6.177,2	582,3	1.898,6	1.014,1	2.688,5	1.591,2	9,8
nov.	14.611,6	379,2	180,4	6.224,4	584,7	1.903,9	1.014,3	2.683,9	1.635,3	5,7
dic.	14.538,2	398,1	153,7	6.288,7	581,7	1.877,1	1.004,3	2.634,1	1.595,9	4,6
2004 gen.	14.753,1	389,2	174,1	6.280,8	591,3	1.903,5	1.003,2	2.747,6	1.664,3	-0,9
feb. ^(p)	14.852,5	393,6	193,2	6.303,0	598,7	1.914,4	1.005,4	2.764,4	1.680,7	-0,6
Transazioni										
2001	906,6	-116,4	-26,9	385,4	91,0	107,7	81,2	338,4	97,0	-50,7
2002	601,3	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,1	39,2	75,8	-92,9	86,7
2003 1° trim.	220,9	7,7	32,8	50,8	35,8	24,9	2,6	59,6	-18,2	24,9
2° trim.	323,3	23,8	24,1	110,8	19,7	36,8	0,5	25,9	61,8	19,8
3° trim.	2,2	14,4	-13,7	-1,1	3,5	37,7	24,0	-20,9	-34,3	-7,5
2003 ott.	80,6	6,4	-18,0	30,7	5,7	30,1	2,3	39,5	-22,1	5,9
nov.	154,7	7,9	14,6	50,7	-4,3	14,8	4,0	26,6	33,5	7,0
dic.	-0,7	19,0	-26,7	71,7	-2,7	-10,9	-4,7	-1,5	-53,0	8,1
2004 gen.	181,9	-8,9	20,5	-9,4	9,2	22,0	0,9	87,2	70,0	-9,6
feb. ^(p)	102,9	4,3	19,0	22,9	7,2	12,4	1,0	16,5	17,2	2,4

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

2.3 Statistiche monetarie

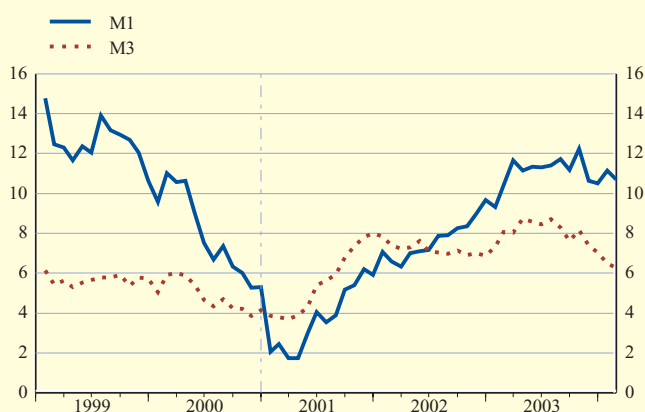
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	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 ²⁾							
	M1	M2-M1	3	4							5	6	7	8	9	10	11
	1	2	3	4							5	6	7	8	9	10	11
Consistenze																	
2001	2.222,3	2.395,9	4.618,2	789,8	5.408,0	-	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	54,7						
2002	2.439,3	2.474,3	4.913,6	854,5	5.768,1	-	3.994,1	2.073,7	7.723,9	6.780,6	184,6						
2003 1° trim.	2.510,2	2.493,0	5.003,2	857,8	5.861,0	-	4.005,5	2.120,9	7.788,3	6.847,2	224,1						
2° trim.	2.553,5	2.534,8	5.088,3	887,8	5.976,0	-	4.031,2	2.143,2	7.913,7	6.913,9	279,5						
3° trim.	2.623,1	2.545,6	5.168,7	889,3	6.058,0	-	4.109,2	2.204,7	8.049,8	7.007,7	237,6						
2003 ott.	2.667,1	2.548,6	5.215,7	914,4	6.130,1	-	4.136,4	2.219,0	8.081,7	7.040,4	244,4						
nov.	2.658,1	2.556,7	5.214,8	917,5	6.132,4	-	4.160,2	2.235,4	8.148,9	7.086,0	241,7						
dic.	2.673,7	2.551,6	5.225,2	911,6	6.136,8	-	4.141,2	2.235,0	8.149,1	7.094,7	221,7						
2004 gen.	2.712,3	2.545,8	5.258,2	900,1	6.158,3	-	4.155,8	2.247,3	8.172,9	7.111,3	266,1						
feb. ^(p)	2.728,9	2.547,9	5.276,8	915,2	6.191,9	-	4.180,1	2.254,6	8.214,6	7.148,4	274,7						
Transazioni																	
2001	121,4	158,3	279,7	118,7	398,4	-	178,2	2,5	467,0	377,4	-6,7						
2002	214,6	88,4	303,0	68,7	371,7	-	187,8	38,1	346,3	312,6	168,0						
2003 1° trim.	69,3	46,2	115,5	-8,0	107,5	-	29,9	16,6	81,9	80,9	84,6						
2° trim.	58,9	45,2	104,1	27,1	131,3	-	40,1	25,2	130,8	83,6	64,9						
3° trim.	72,6	10,4	82,9	1,5	84,5	-	87,4	63,5	114,4	98,1	-55,1						
2003 ott.	43,6	2,4	46,0	25,2	71,2	-	28,7	19,3	31,3	33,3	4,4						
nov.	-7,2	10,3	3,2	-4,0	-0,9	-	37,1	12,1	73,2	51,7	7,7						
dic.	18,2	-2,3	15,9	-6,0	9,9	-	4,4	0,5	16,4	23,0	-10,7						
2004 gen.	38,2	-7,3	30,9	-9,3	21,7	-	10,3	1,6	30,9	26,6	50,9						
feb. ^(p)	17,8	1,5	19,3	15,9	35,1	-	23,5	6,4	45,9	41,7	14,8						
Variazioni percentuali																	
2001 dic.	5,9	7,1	6,5	17,6	8,0	7,9	4,8	0,1	6,7	6,1	-6,7						
2002 dic.	9,7	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	168,0						
2003 mar.	11,7	4,7	8,1	8,0	8,0	8,3	4,4	1,7	4,8	4,7	230,5						
giu.	11,3	5,7	8,4	8,7	8,5	8,6	5,1	3,7	5,2	4,6	247,5						
set.	11,2	5,2	8,2	4,5	7,6	8,0	5,4	5,6	5,5	4,9	167,3						
2003 ott.	12,2	4,4	8,3	7,6	8,1	7,7	5,8	6,7	5,5	5,1	147,0						
nov.	10,6	4,7	7,6	6,1	7,4	7,5	6,0	7,1	6,0	5,6	128,5						
dic.	10,5	4,6	7,5	4,2	7,0	7,0	5,7	6,6	5,8	5,5	95,7						
2004 gen.	11,1	3,7	7,4	1,5	6,5	6,6	5,8	6,1	5,8	5,4	109,7						
feb. ^(p)	10,7	3,1	6,9	2,9	6,3	.	6,0	6,0	5,8	5,5	106,3						

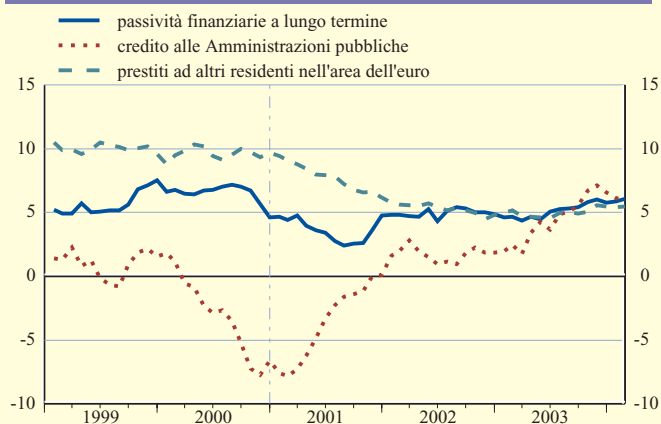
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) 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.
- 2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie

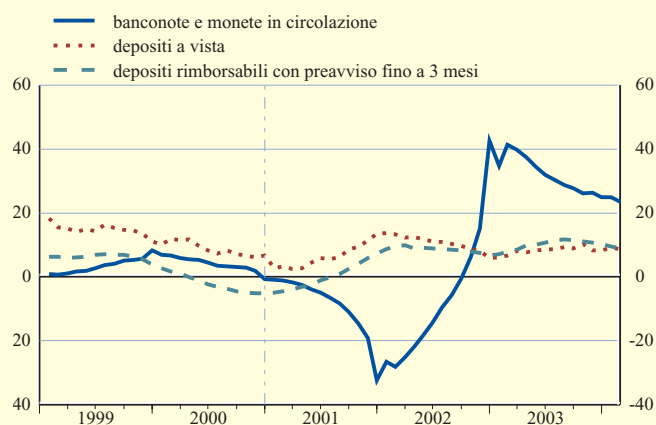
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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
Consistenze											
2001	233,4	1.988,9	1.089,9	1.306,0	231,5	412,4	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.106,2	1.079,5	1.394,9	239,9	486,9	127,7	1.697,1	103,7	1.186,9	1.006,4
2003 1° trim.	331,9	2.178,3	1.071,5	1.421,4	209,4	549,1	99,4	1.702,8	100,2	1.203,3	999,2
2° trim.	347,1	2.206,4	1.074,1	1.460,7	220,9	569,2	97,6	1.730,8	96,2	1.211,1	993,1
3° trim.	366,9	2.256,2	1.051,4	1.494,2	215,6	582,0	91,7	1.773,3	90,9	1.231,1	1.014,0
2003 ott.	371,7	2.295,4	1.047,0	1.501,6	225,4	587,5	101,6	1.794,6	91,1	1.236,6	1.014,1
nov.	379,7	2.278,4	1.047,2	1.509,6	227,7	588,7	101,1	1.799,0	90,7	1.247,8	1.022,7
dic.	388,7	2.285,0	1.042,5	1.509,1	219,8	601,8	89,9	1.794,3	90,5	1.252,5	1.003,8
2004 gen.	396,7	2.315,7	1.029,1	1.516,7	212,1	595,2	92,8	1.813,3	90,3	1.256,4	995,8
feb. ^(p)	400,1	2.328,8	1.018,2	1.529,6	225,4	594,8	94,9	1.818,4	90,2	1.265,5	1.006,1
Transazioni											
2001	-112,5	233,9	69,3	88,9	26,8	93,9	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	81,3
2002	99,6	115,0	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,0	117,9	-10,0	41,0	39,0
2003 1° trim.	20,9	48,3	-5,9	52,1	-21,7	17,4	-3,7	20,2	-3,5	12,4	0,9
2° trim.	15,2	43,7	5,8	39,5	11,6	19,7	-4,2	37,7	-4,0	8,7	-2,3
3° trim.	20,4	52,2	-23,1	33,5	-4,0	10,5	-4,9	47,8	-5,3	19,0	25,9
2003 ott.	4,8	38,7	-4,9	7,3	9,8	5,7	9,7	18,2	0,2	5,4	4,9
nov.	8,0	-15,1	2,2	8,1	1,3	-5,5	0,2	13,2	-0,4	11,8	12,5
dic.	9,0	9,1	-2,0	-0,3	-7,8	13,4	-11,6	11,8	-0,2	6,5	-13,6
2004 gen.	8,0	30,2	-14,8	7,6	-6,7	-7,0	4,5	13,0	-0,1	3,5	-6,0
feb. ^(p)	3,4	14,4	-11,4	12,9	13,3	-0,6	3,2	5,5	-0,2	9,1	9,1
Variazioni percentuali											
2001 dic.	-32,4	13,5	6,8	7,3	12,5	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002 dic.	42,7	5,8	0,0	6,8	4,2	17,4	-9,4	7,3	-8,8	3,5	4,0
2003 mar.	39,7	8,1	0,0	8,5	0,9	16,5	-11,3	6,6	-8,2	4,0	2,5
giu.	31,9	8,5	-0,5	10,7	-0,9	19,3	-13,7	7,2	-10,7	3,9	4,5
set.	27,8	8,8	-2,5	11,4	-6,7	14,4	-15,5	8,0	-15,2	4,8	4,0
2003 ott.	26,1	10,2	-3,9	11,0	-0,3	15,0	-8,4	8,7	-14,4	5,1	4,1
nov.	26,3	8,4	-3,0	10,8	1,5	10,8	-6,3	8,7	-13,7	5,4	4,3
dic.	25,0	8,4	-2,6	10,2	-4,8	11,6	-14,5	8,9	-12,7	5,4	2,8
2004 gen.	25,0	9,1	-3,7	9,4	-7,8	8,9	-15,0	9,5	-11,9	5,7	1,7
feb. ^(p)	23,5	8,8	-4,6	8,9	-1,5	7,8	-11,8	9,5	-11,1	5,8	2,3

F3 Componenti degli aggregati monetari

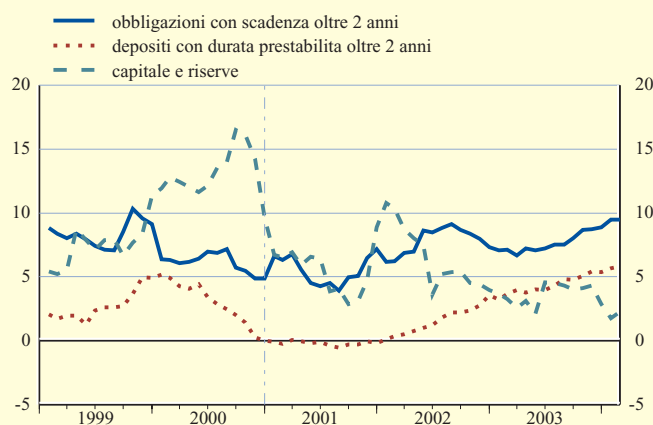
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

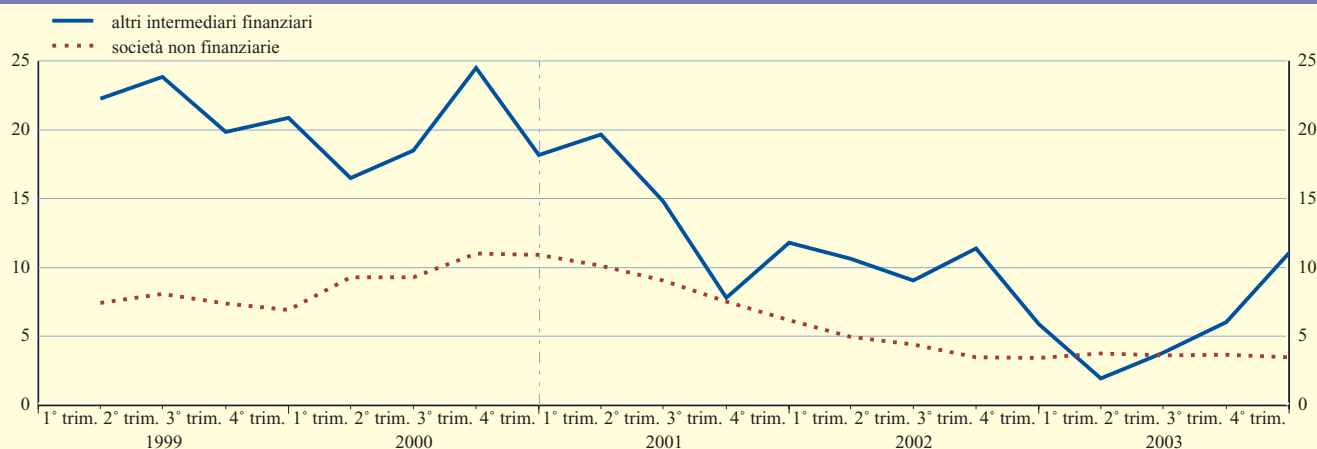
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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
3° trim.	44,3	28,3	478,2	295,0	3.017,4	973,2	518,8	1.525,3
2003 ott.	49,8	33,8	480,0	294,2	3.020,1	962,5	522,6	1.535,0
nov.	49,1	33,1	497,1	313,8	3.035,7	966,2	525,3	1.544,2
dic.	35,9	22,4	503,4	314,3	3.042,7	959,8	528,6	1.554,4
2004 gen. ^(p)	47,5	34,2	496,8	305,2	3.036,1	959,0	529,9	1.547,2
feb. ^(p)	47,0	33,3	511,5	317,2	3.038,9	954,1	530,6	1.554,3
Transazioni								
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	35,9	12,5	-2,7	26,1
3° trim.	-0,4	-3,0	1,2	-8,8	2,7	-26,0	10,2	18,6
2003 ott.	5,5	5,5	1,6	-1,0	2,5	-10,7	3,7	9,6
nov.	-0,9	-0,9	18,6	20,4	18,8	5,1	2,8	10,9
dic.	-13,1	-10,6	10,4	3,2	13,3	-2,6	3,6	12,4
2004 gen. ^(p)	11,6	11,8	-0,2	-2,3	-4,9	0,4	1,4	-6,7
feb. ^(p)	-0,5	-0,9	14,8	13,4	5,1	-4,1	0,9	8,3
Variazioni percentuali								
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	1,9	-2,3	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.	10,4	-5,9	6,0	2,3	3,6	-0,8	4,5	6,4
2003 dic.	14,2	14,2	11,1	8,0	3,5	-0,9	3,7	6,3
2004 gen. ^(p)	12,8	15,6	12,5	10,8	2,8	-3,3	5,4	6,1
feb. ^(p)	7,1	5,8	14,7	13,6	2,7	-3,5	4,7	6,2

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 ¹⁾

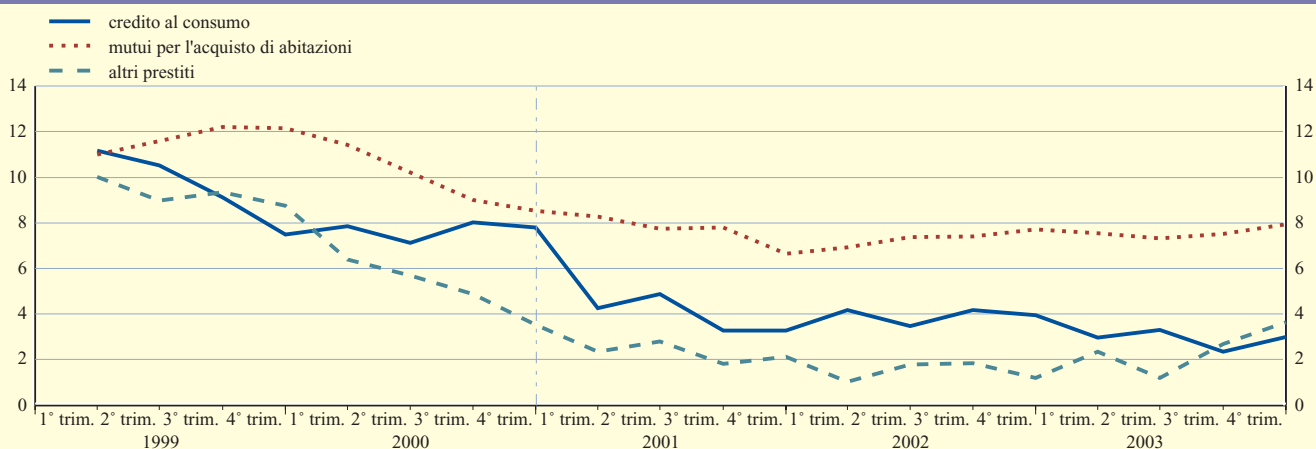
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	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	517,0	105,1	178,3	233,6	2.181,9	23,3	65,8	2.092,8	622,8	153,9	99,7	369,2
2003 1° trim.	3.350,3	492,3	111,5	176,6	204,2	2.219,2	16,3	68,2	2.134,7	638,8	144,9	94,8	399,1
2° trim.	3.404,4	500,8	115,3	179,3	206,2	2.259,0	16,6	68,5	2.173,9	644,6	145,2	92,5	406,9
3° trim.	3.457,0	476,8	110,0	178,3	188,5	2.306,3	16,9	70,1	2.219,3	673,9	144,3	97,0	432,5
2003 ott.	3.475,7	480,4	110,8	179,3	190,3	2.325,0	16,7	70,9	2.237,3	670,3	141,8	96,7	431,9
nov.	3.488,5	478,9	107,9	180,5	190,5	2.333,9	15,9	70,8	2.247,2	675,7	144,3	96,3	435,1
dic.	3.510,9	484,2	111,2	182,0	191,0	2.350,8	16,2	67,1	2.267,5	676,0	144,8	96,3	434,9
2004 gen.	3.525,0	480,7	109,6	180,0	191,0	2.372,2	15,9	66,1	2.290,2	672,1	142,3	95,5	434,2
feb. ^(p)	3.539,8	481,1	108,6	181,0	191,4	2.384,7	15,8	66,0	2.302,9	673,9	141,1	95,6	437,2
Transazioni													
2001	154,4	15,9	-0,3	3,6	12,6	125,2	0,3	-1,8	126,7	13,2	-2,0	3,0	12,3
2002	183,2	19,7	6,1	4,8	8,7	156,2	0,7	2,8	152,7	7,4	-1,8	1,8	7,4
2003 1° trim.	35,1	-5,7	6,0	-3,1	-8,6	37,6	-6,9	2,5	41,9	3,2	-6,5	-2,4	12,1
2° trim.	58,3	8,8	1,9	4,6	2,3	43,2	0,3	-0,2	43,2	6,4	2,8	-2,9	6,4
3° trim.	53,8	3,0	-1,1	2,1	1,9	48,2	0,5	1,6	46,1	2,7	-4,4	1,4	5,7
2003 ott.	19,7	3,3	0,9	1,0	1,4	18,3	-0,2	0,9	17,7	-1,9	-2,5	-0,3	1,0
nov.	14,3	-1,2	-2,9	1,3	0,3	9,6	-0,7	-0,1	10,5	5,9	2,7	-0,3	3,5
dic.	26,2	7,2	3,8	1,5	1,9	17,5	0,4	-3,7	20,7	1,4	1,3	0,0	0,2
2004 gen.	16,0	-3,0	-1,4	-1,9	0,2	21,8	-0,3	-1,0	23,0	-2,7	-2,0	-0,7	0,0
feb. ^(p)	16,9	0,9	-0,9	1,1	0,7	13,2	-0,1	0,0	13,3	2,8	-0,9	0,1	3,6
Variazioni percentuali													
2001 dic.	5,2	3,3	-0,6	2,2	6,0	6,6	1,5	-2,8	7,0	2,1	-1,3	2,9	3,4
2002 dic.	5,8	3,9	5,9	2,8	3,9	7,7	2,9	4,6	7,9	1,2	-1,2	1,8	2,0
2003 mar.	5,8	3,0	16,8	0,3	-0,9	7,6	-28,7	9,3	7,9	2,4	-4,3	-0,4	5,9
giu.	5,5	3,3	15,6	2,5	-1,4	7,3	-29,4	8,9	7,7	1,2	-6,9	-6,0	6,7
set.	5,8	2,3	12,5	2,6	-2,2	7,5	-30,1	11,3	7,8	2,7	-6,0	-1,5	7,2
2003 dic.	6,3	3,0	8,4	4,2	-0,5	7,9	-34,7	1,3	8,7	3,6	-4,5	-4,6	9,1
2004 gen.	6,7	3,9	1,6	7,0	2,7	8,6	-0,6	-1,1	8,9	2,2	-2,8	-3,7	5,5
feb. ^(p)	6,6	5,0	-0,1	8,0	5,3	8,5	-2,3	-1,8	8,9	1,5	-2,4	-5,5	4,5

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 ¹⁾

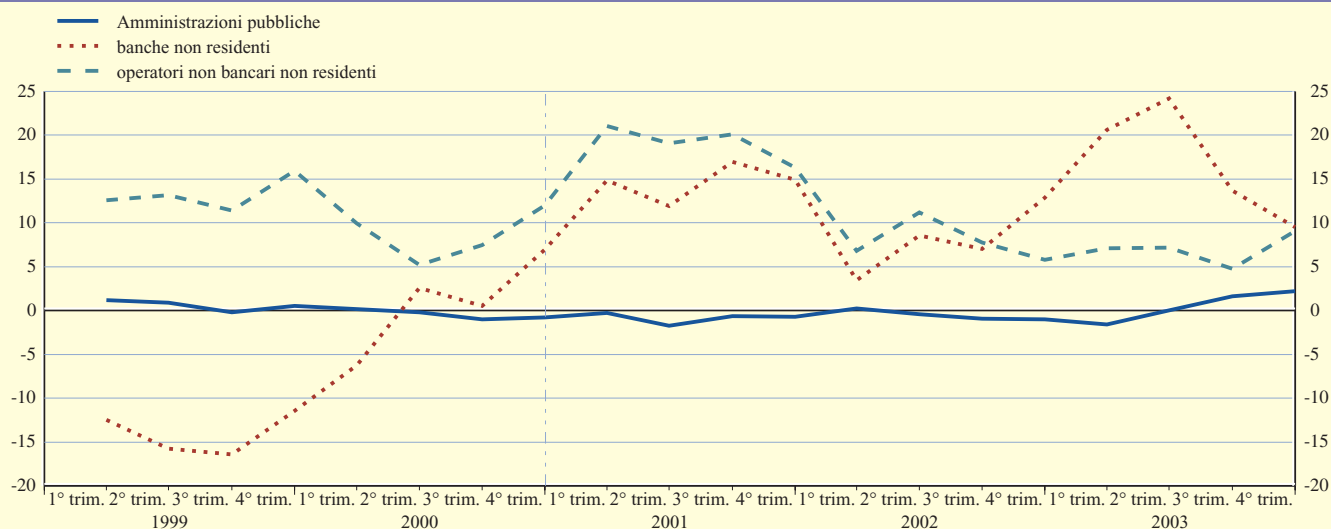
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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 ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	134,8	267,2	379,0	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
2° trim.	794,2	126,9	263,5	375,4	28,3	1.833,1	1.242,2	590,9	59,2	531,7
3° trim.	797,4	128,4	262,5	376,0	30,6	1.741,2	1.157,4	583,7	59,8	523,9
4° trim. ^(p)	819,5	128,5	265,2	392,6	32,6	1.761,2	1.181,3	579,9	58,9	521,0
Transazioni										
2001	-6,2	-18,3	1,1	9,9	1,3	224,8	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-8,3	-12,0	-21,1	19,9	4,9	169,3	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 1° trim.	-0,2	1,0	-10,2	4,8	4,1	66,8	43,8	23,0	-5,5	28,5
2° trim.	-8,2	-7,4	-3,8	-1,6	4,5	105,9	93,1	12,8	0,3	12,5
3° trim.	3,3	1,5	-1,0	0,5	2,2	-86,8	-82,9	-3,9	0,6	-4,4
4° trim. ^(p)	22,7	0,7	2,8	16,5	2,0	74,1	54,2	19,9	-0,9	20,7
Variazioni percentuali										
2001 dic.	-0,8	-11,2	0,4	2,8	9,7	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 dic.	-1,0	-8,3	-7,1	5,5	33,2	10,4	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 mar.	-1,6	-13,5	-9,2	7,1	60,3	15,7	20,6	7,1	-13,9	9,9
giu.	0,0	-8,8	-6,3	5,3	57,5	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
set.	1,6	-3,4	-4,3	5,1	50,1	10,4	13,6	4,8	-10,5	6,7
dic. ^(p)	2,2	-3,1	-4,4	5,4	64,9	9,3	9,5	9,1	-8,6	11,3

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 ¹⁾

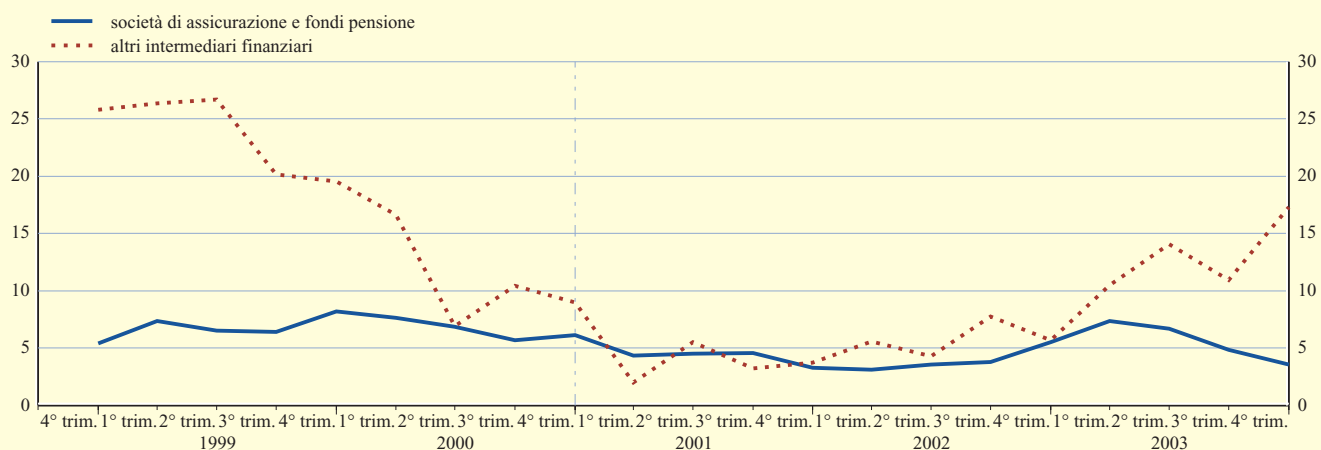
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
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.	535,6	61,7	39,2	414,8	0,9	0,6	18,3	526,4	168,2	133,5	119,6	5,3	0,1	99,6
2° trim.	537,6	63,8	38,1	412,1	1,0	0,3	22,3	546,6	180,3	132,6	129,8	5,8	0,1	98,0
3° trim.	532,4	57,3	33,0	422,1	1,1	0,3	18,7	540,3	177,2	125,2	129,2	5,0	0,1	103,6
2003 ott.	533,8	52,6	37,8	423,6	1,2	0,3	18,3	558,1	175,1	128,2	132,4	5,7	0,1	116,5
nov.	533,6	51,9	36,7	424,1	1,3	0,3	19,3	565,7	176,1	129,5	137,7	5,7	0,1	116,6
dic.	542,5	59,2	41,7	420,9	1,3	0,3	19,1	562,6	179,9	129,4	142,7	6,1	0,1	104,4
2004 gen.	554,5	65,4	43,2	422,5	1,3	0,3	21,7	566,8	177,9	130,5	140,6	6,9	0,1	110,8
feb. ^(p)	556,6	62,9	42,4	424,6	1,3	0,3	25,0	578,7	183,9	122,9	143,8	8,5	0,1	119,4
Transazioni														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,4	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 1° trim.	12,3	4,2	-6,7	14,5	-0,1	-0,1	0,5	42,1	12,8	2,4	13,7	2,3	0,0	11,0
2° trim.	2,3	2,2	-1,0	-2,9	0,0	0,0	3,9	22,6	13,2	-0,2	10,8	0,5	0,0	-1,6
3° trim.	-6,5	-6,6	-5,1	8,9	0,1	0,0	-3,8	-7,2	-3,1	-8,1	-0,8	-0,8	0,0	5,7
2003 ott.	1,3	-4,8	4,8	1,6	0,2	0,0	-0,4	17,6	-2,2	2,9	3,1	0,8	0,0	13,0
nov.	-0,2	-0,6	-1,0	0,5	0,1	0,0	1,1	9,2	1,7	1,6	5,8	-0,1	0,0	0,1
dic.	9,2	7,4	5,2	-3,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	4,7	0,5	6,5	0,5	0,0	-12,2
2004 gen.	11,8	6,2	1,4	1,6	0,0	0,0	2,6	5,1	-1,5	0,8	-2,3	0,8	0,0	7,3
feb. ^(p)	2,1	-2,6	-0,8	2,2	0,0	0,0	3,3	11,1	6,1	-8,5	3,2	1,6	0,0	8,6
Variazioni percentuali														
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.	7,4	37,0	-	-	-	-	3,3	10,5	5,2	-	-	-	-	17,7
giu.	6,7	28,7	-	-	-	-	17,4	14,1	9,2	-	-	-	-	16,3
set.	4,9	11,5	-	-	-	-	28,2	10,9	11,6	-	-	-	-	8,8
2003 dic.	3,6	3,4	-8,3	4,8	40,9	-12,5	6,0	17,3	17,5	-0,8	36,9	70,7	-	17,2
2004 gen.	4,4	15,2	5,5	3,0	50,0	-9,7	-0,3	13,5	11,3	3,8	24,1	58,0	-	15,1
feb. ^(p)	4,9	15,5	6,1	2,8	58,0	-7,7	15,0	14,7	18,3	-7,0	27,0	78,6	-	20,2

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 ¹⁾

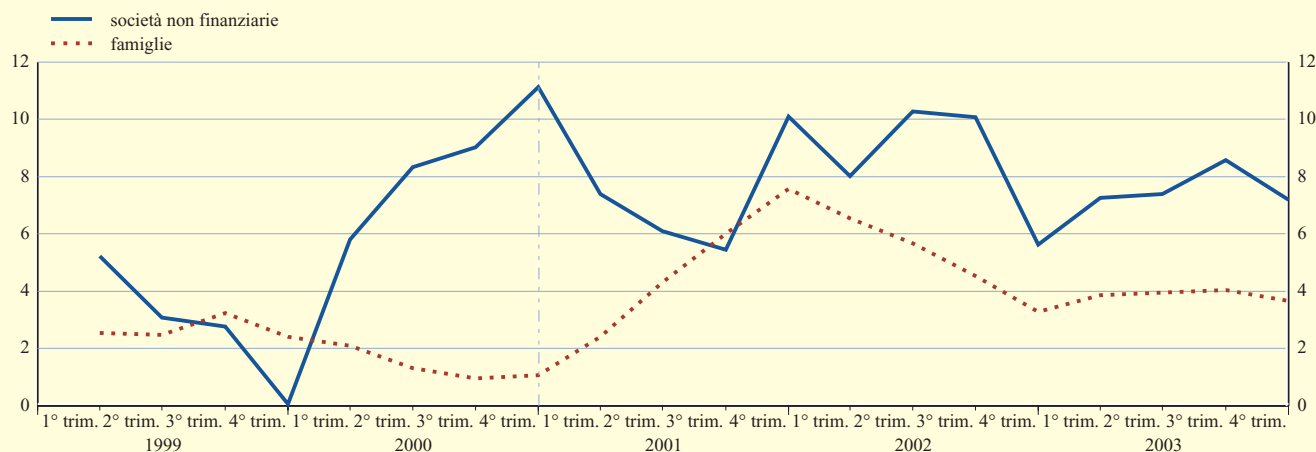
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie						Famiglie ²⁾					Pronti contro termine		
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso			
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi		oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	567,2	271,0	61,8	27,0	1,1	32,3	3.834,3	1.195,9	580,2	586,7	1.302,2	98,6	70,6
2° trim.	1.001,1	600,5	279,1	61,0	29,2	1,4	29,8	3.867,6	1.236,6	562,8	585,5	1.327,7	93,0	61,9
3° trim.	1.018,4	609,8	282,1	65,7	29,9	1,5	29,4	3.901,8	1.270,8	555,1	586,8	1.344,1	88,6	56,3
2003 ott.	1.025,5	607,9	290,6	64,9	30,3	1,5	30,3	3.905,6	1.274,2	552,0	587,9	1.346,8	88,7	56,0
nov.	1.040,5	623,0	289,1	66,7	30,9	1,5	29,3	3.928,6	1.297,2	547,6	587,8	1.351,5	88,9	55,6
dic.	1.050,9	639,5	282,3	66,1	31,6	1,5	30,0	3.977,0	1.311,3	545,2	601,1	1.376,6	89,9	52,9
2004 gen.	1.011,4	612,5	270,8	67,7	33,5	1,5	25,4	3.994,4	1.315,3	539,9	604,5	1.391,8	88,8	54,1
feb. ^(p)	1.018,8	604,0	283,2	69,1	33,6	1,7	27,2	3.995,6	1.317,6	532,3	607,1	1.396,0	88,4	54,2
Transazioni														
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.	-27,5	-34,2	39,7	-35,2	4,4	0,3	-2,4	26,0	9,9	-38,4	22,3	41,2	-5,0	-4,1
2° trim.	43,4	34,6	9,2	-0,2	2,2	0,0	-2,4	35,0	41,0	-16,2	-1,2	25,6	-5,5	-8,7
3° trim.	19,4	9,5	3,6	4,6	0,7	0,1	1,1	2,0	2,8	-8,0	0,8	16,4	-4,4	-5,6
2003 ott.	6,8	-2,0	8,3	-0,7	0,4	0,0	0,9	3,5	3,3	-3,4	1,1	2,7	0,1	-0,3
nov.	15,6	16,0	-0,7	1,7	0,6	0,0	-2,1	24,0	23,2	-3,7	0,0	4,8	0,2	-0,4
dic.	13,0	17,7	-5,7	-0,3	0,7	0,0	0,7	49,8	14,5	-1,5	13,4	25,1	1,0	-2,7
2004 gen.	-40,8	-27,6	-12,0	1,5	1,9	0,0	-4,6	16,6	3,7	-5,8	3,4	15,1	-1,1	1,2
feb. ^(p)	8,5	-7,5	12,5	1,4	0,1	0,1	1,8	1,5	2,4	-7,4	2,6	4,2	-0,4	0,2
Variazioni percentuali														
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.	7,2	8,1	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
giu.	7,4	7,9	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
set.	8,6	8,5	-	-	-	-	-15,0	4,0	8,2	-	-	-	-	-28,2
2003 dic.	7,2	6,8	23,4	-31,0	37,3	49,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,2	-13,2	-29,2
2004 gen.	7,1	9,4	2,7	12,2	37,4	38,3	-27,1	4,1	9,5	-9,0	3,6	8,7	-12,4	-28,5
feb. ^(p)	8,2	8,9	6,1	14,4	30,1	18,0	-15,6	3,7	8,7	-8,8	3,2	8,1	-11,6	-28,3

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 ¹⁾

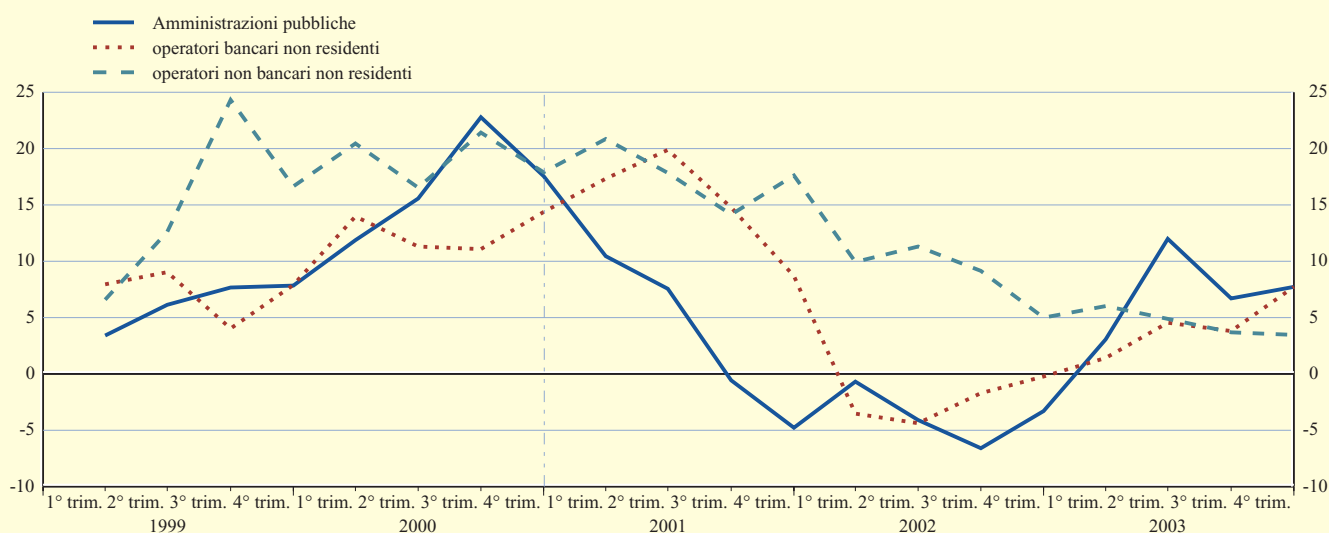
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	2.292,1	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.	264,1	128,9	32,3	64,2	38,7	2.256,1	1.562,4	693,7	93,4	600,3
4° trim. ^(p)	271,2	132,4	30,2	67,9	40,8	2.249,1	1.582,2	667,0	95,9	571,0
Transazioni										
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.	-23,4	-16,0	-1,9	-0,4	-5,0	-6,6	-7,9	1,3	-1,2	2,5
4° trim. ^(p)	7,2	3,5	-2,0	3,7	2,1	57,4	69,0	-11,7	2,6	-14,2
Variazioni percentuali										
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.	6,7	18,9	-5,7	0,7	-5,3	3,8	3,8	3,7	-7,8	5,7
dic. ^(p)	7,7	19,4	-4,4	-2,0	2,4	6,4	7,7	3,4	-1,5	4,2

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.

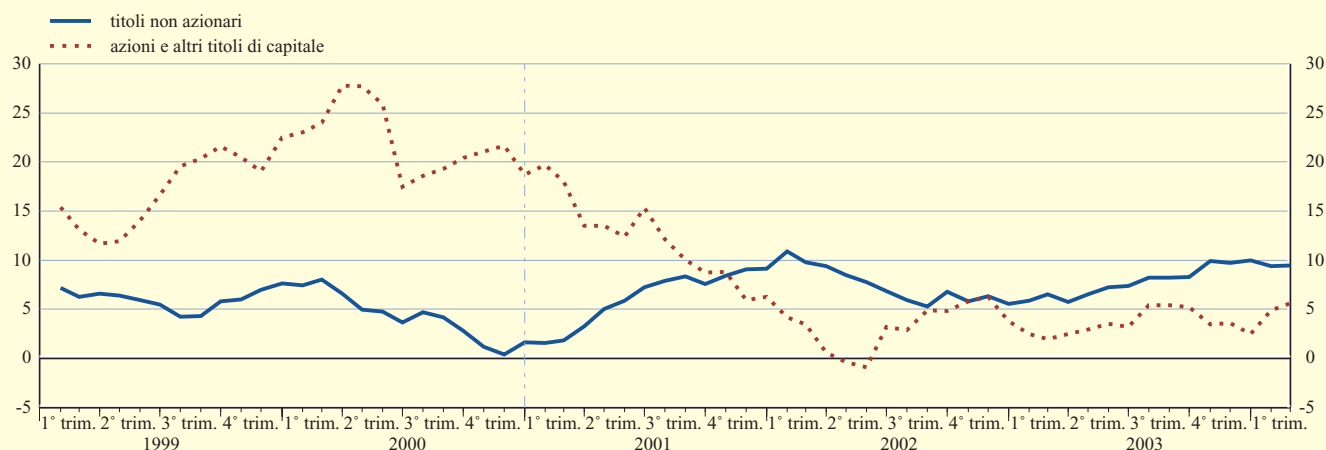
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
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	1.119,5	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.	3.501,5	1.182,6	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
3° trim.	3.553,7	1.198,2	57,7	1.245,9	16,7	391,3	19,2	624,7	1.060,7	272,6	608,6	179,6
2003 ott.	3.595,4	1.207,1	59,0	1.258,4	16,2	398,9	19,2	636,4	1.062,6	274,9	605,5	182,1
nov.	3.626,9	1.214,6	58,4	1.275,7	16,1	403,9	19,0	639,0	1.069,5	275,1	615,1	179,4
dic.	3.579,1	1.216,1	57,1	1.236,5	15,6	406,3	18,8	628,7	1.069,8	279,3	616,5	174,0
2004 gen.	3.664,1	1.232,9	60,7	1.260,5	16,1	407,5	17,8	668,6	1.090,5	284,2	625,9	180,4
feb. ^(p)	3.715,2	1.254,8	57,6	1.282,2	16,0	413,3	18,1	673,2	1.094,9	283,7	625,8	185,4
Transazioni												
2001	258,2	82,4	-4,2	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	1,4	-3,0	0,7	3,8
2° trim.	87,7	16,5	-0,4	30,9	-0,7	14,0	0,2	27,2	19,7	5,8	21,0	-7,1
3° trim.	55,2	14,7	-1,9	24,0	0,4	5,8	0,9	11,3	1,2	1,9	-4,7	3,9
2003 ott.	44,5	10,0	0,8	16,8	-0,6	7,9	0,0	9,5	-1,6	1,5	-4,3	1,2
nov.	38,4	7,1	0,6	12,0	0,4	5,2	0,4	12,8	6,6	-0,5	9,0	-1,8
dic.	-30,9	0,9	0,2	-38,8	-0,1	3,0	0,6	3,3	-2,5	1,9	1,9	-6,3
2004 gen.	62,0	14,5	2,4	14,2	0,1	0,3	-1,4	32,0	17,5	3,2	7,9	6,4
feb. ^(p)	48,2	20,7	-3,2	21,1	0,1	4,4	0,5	4,5	6,6	1,1	1,0	4,5
Variazioni percentuali												
2001 dic.	9,2	8,2	-7,3	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	2,5	1,0	2,3	5,6
giu.	7,4	4,3	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,9	16,3	3,2	-0,1	5,8	0,4
set.	8,3	6,0	-8,4	6,6	8,4	15,3	18,5	13,9	5,3	3,4	6,3	4,9
2003 ott.	9,9	6,8	3,9	8,4	5,5	16,8	11,3	16,1	3,5	3,2	3,6	3,8
nov.	9,7	5,9	0,8	9,0	8,9	17,1	12,9	15,4	3,6	2,8	4,7	1,2
dic.	10,0	8,1	7,0	7,1	6,0	14,8	11,3	17,1	2,5	2,9	4,2	-3,5
2004 gen.	9,4	7,3	3,2	6,6	2,0	13,2	9,8	18,0	4,9	7,0	5,4	0,5
feb. ^(p)	9,4	8,1	-1,7	7,2	-3,7	12,4	10,8	16,5	5,6	7,5	5,9	1,9

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 ¹⁾
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ²⁾

	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	-	-	-	-0,6	-	-	-	-5,3	-	-	-
2002	-0,9	-	-	-	-1,4	-	-	-	-3,4	-	-	-
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	-1,2	-0,3	0,0	-0,9
3° trim.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,3	-0,1	-0,8
2003 ott.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
nov.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4
dic.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,5	-0,8	-0,1	-0,7
2004 gen.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,5	-0,1	-0,8
feb. ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6

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	-13,1	-0,7	-8,1	-4,3	-1,0	-	-
2002	-10,6	-2,0	-3,7	-5,0	-7,2	-	-
2003 1° trim.	-7,5	-4,1	-0,6	-2,8	-0,1	0,0	-0,1
2° trim.	-2,3	-1,1	-0,1	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1
3° trim.	-2,1	-0,5	-0,2	-1,4	-0,2	-0,1	-0,1
2003 ott.	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
nov.	-1,0	-0,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
dic.	-4,1	-2,4	-0,3	-1,4	-0,3	0,0	-0,3
2004 gen.	-3,5	-1,8	-0,4	-1,4	-0,5	-0,2	-0,2
feb. ^(p)	-1,4	-0,5	-0,1	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	8,3	-6,8	-4,7	0,7	-2,7
2003 1° trim.	6,4	-1,8	-0,1	10,3	0,0	-1,4	0,2	-0,9	-8,3	-1,1	-7,2	0,0
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
3° trim.	-2,1	0,1	0,0	-2,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	5,0	4,5	0,2	0,3
2003 ott.	-3,5	-0,2	0,0	-3,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	3,5	0,7	1,4	1,4
nov.	-1,6	0,4	-0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,3	0,7	0,5	-0,9
dic.	-1,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,6	0,1	-0,4	0,9
2004 gen.	9,7	1,5	0,2	7,8	0,1	0,0	0,0	0,2	3,2	1,5	1,7	-0,1
feb. ^(p)	3,7	1,1	0,0	0,4	0,0	1,4	0,0	0,8	-2,2	-1,6	-1,1	0,5

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.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
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	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,0	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 1° trim.	4.196,3	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,7	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2° trim.	4.296,9	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.243,3	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
3° trim.	4.308,7	91,0	9,0	5,6	0,5	1,5	0,9	6.256,9	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
4° trim. ^(p)	4.363,7	91,2	8,8	5,5	0,5	1,5	0,9	6.404,3	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
Non residenti dell'area dell'euro														
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.	1.562,4	46,4	53,6	35,9	1,7	4,1	8,9	693,7	52,9	47,1	30,3	2,4	2,3	9,2
4° trim. ^(p)	1.582,2	47,0	53,0	35,4	1,7	3,6	9,5	667,0	50,9	49,1	32,2	2,1	2,2	9,6

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

	Tutte le valute	Euro ³⁾	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	3.139,0	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 1° trim.	3.197,3	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
2° trim.	3.228,8	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
3° trim.	3.263,9	85,3	14,7	8,2	1,5	1,7	2,1
4° trim. ^(p)	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,2

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 ¹⁾

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

3. Prestiti

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti nell'area dell'euro														
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	-	-	-	-	-	-	7.658,9	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
2° trim.	4.143,2	-	-	-	-	-	-	7.738,1	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3
3° trim.	4.155,7	-	-	-	-	-	-	7.794,3	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3
4° trim. ^(p)	4.202,7	-	-	-	-	-	-	7.912,5	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
Non residenti nell'area dell'euro														
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.	1.157,4	49,7	50,3	30,4	5,6	2,4	8,7	583,7	38,3	61,7	45,9	2,1	4,4	6,3
4° trim. ^(p)	1.181,3	50,3	49,7	28,9	5,2	2,3	9,3	579,9	38,3	61,7	44,2	2,4	4,6	6,9

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
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.	1.242,1	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.	1.255,9	95,4	4,6	1,5	0,5	0,3	1,1	1.673,1	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
4° trim. ^(p)	1.275,9	95,5	4,5	1,4	0,5	0,3	1,3	1.674,5	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
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.	261,3	43,0	57,0	32,4	3,5	2,8	14,6	362,9	45,0	55,0	34,7	9,4	0,7	5,7
4° trim. ^(p)	271,2	44,7	55,3	30,4	3,8	2,0	15,2	357,5	46,1	53,9	33,2	9,1	0,7	6,1

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.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2002 2° trim.	3.034,1	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,4
3° trim.	2.846,2	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	102,9
4° trim.	2.862,4	242,1	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6
2003 1° trim.	2.748,8	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2
2° trim.	2.959,5	232,5	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,3
3° trim. ^(p)	3.083,0	248,3	1.404,8	65,2	1.339,6	931,3	234,3	125,3	138,9

2. Passività

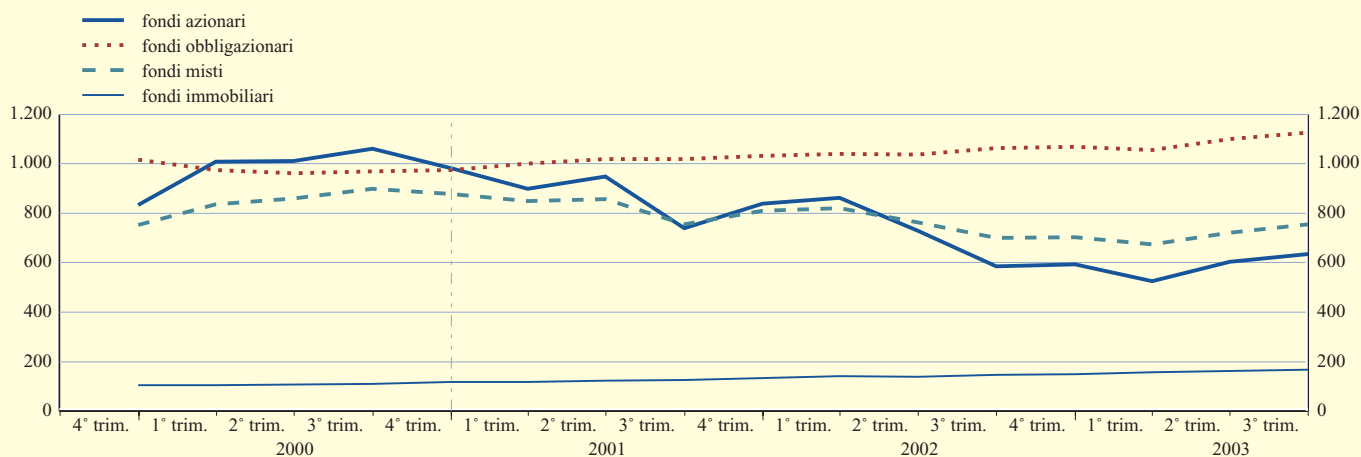
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2002 2° trim.	3.034,1	39,1	2.919,5	75,5
3° trim.	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
4° trim.	2.862,4	40,2	2.745,2	76,9
2003 1° trim.	2.748,8	41,1	2.629,3	78,5
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim. ^(p)	3.083,0	43,2	2.915,1	124,7

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 2° trim.	3.034,1	728,7	1.037,1	762,6	139,2	366,5	2.262,1	772,0	
3° trim.	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2	
4° trim.	2.862,4	593,9	1.068,2	701,6	149,5	349,2	2.089,5	772,9	
2003 1° trim.	2.748,8	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4	
2° trim.	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,5	374,4	2.140,4	819,1	
3° trim. ^(p)	3.083,0	635,4	1.127,0	754,2	166,6	399,7	2.248,0	835,0	

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
Fondi azionari									
2002 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	30,2	2,8	27,5	438,6	16,5	-	16,1
2° trim.	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
3° trim. ^(p)	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
Fondi obbligazionari									
2002 2° trim.	1.037,1	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	-	34,9
3° trim.	1.063,3	78,3	902,1	37,2	865,0	32,7	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.	1.099,5	82,4	927,8	33,0	894,8	31,1	20,9	-	37,3
3° trim. ^(p)	1.127,0	93,6	934,6	30,7	904,0	29,2	21,7	-	47,9
Fondi misti									
2002 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	300,8	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
2° trim.	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
3° trim. ^(p)	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
Fondi immobiliari									
2002 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.	149,5	11,0	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.	161,5	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
3° trim. ^(p)	166,6	16,1	8,9	0,6	8,4	0,8	9,5	124,3	6,9

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
Fondi aperti al pubblico							
2002 2° trim.	2.262,1	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,0
3° trim.	2.092,0	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,2
4° trim.	2.089,5	190,9	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	71,1
2° trim.	2.140,4	181,5	912,3	691,7	168,3	104,3	82,3
3° trim. ^(p)	2.248,0	198,9	927,5	736,5	176,6	107,9	100,5
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2002 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.	819,1	51,0	470,4	189,2	56,1	16,5	36,0
3° trim. ^(p)	835,0	49,4	477,3	194,8	57,7	17,4	38,4

Fonte: BCE.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Banconote, monete e depositi										Per memoria: depositi dei settori 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- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2002 2° trim.	14.798,9	5.438,1	261,2	4.827,6	1.759,9	1.593,8	1.356,2	117,6	155,0	194,3	278,1
3° trim.	14.344,4	5.448,4	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	196,1	289,0
4° trim.	14.636,2	5.607,9	309,2	4.951,7	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	210,7	293,2
2003 1° trim.	14.606,4	5.635,1	295,2	4.948,2	1.837,7	1.572,4	1.432,0	106,1	176,2	215,4	323,9
2° trim.	15.071,3	5.753,8	319,1	5.029,8	1.919,8	1.560,8	1.454,5	94,7	200,3	204,7	329,8
3° trim.	15.208,8	5.762,8	332,9	5.071,6	1.958,4	1.556,6	1.467,3	89,3	183,9	174,4	344,6
Transazioni											
2002 2° trim.	170,2	97,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	2,1	-10,0
3° trim.	156,9	7,2	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	1,8	9,1
4° trim.	184,4	169,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 1° trim.	175,5	41,9	7,7	-3,3	-28,0	-10,6	41,0	-5,7	32,8	4,8	32,3
2° trim.	222,2	136,4	23,8	86,0	83,7	-8,6	22,3	-11,4	24,1	2,5	11,4
3° trim.	143,1	16,7	14,4	12,6	7,2	-3,6	12,8	-3,9	-13,7	3,4	16,5
Variazioni percentuali											
2002 2° trim.	4,5	4,7	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	13,8	3,3
3° trim.	4,8	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	14,0	5,3
4° trim.	4,4	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	11,3	4,0
2003 1° trim.	4,5	5,9	33,9	4,3	7,4	-0,3	7,1	-10,6	5,1	12,1	13,7
2° trim.	5,0	6,5	30,4	4,5	7,7	-0,9	8,8	-19,0	22,3	12,1	22,6
3° trim.	5,1	6,7	27,5	4,7	8,3	-0,7	9,0	-23,5	22,8	12,8	24,3
Titoli non azionari											
Titoli non azionari			Azioni ²⁾				Riserve tecniche di assicurazione				
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		
Consistenze											
2002 2° trim.	1.928,4	224,7	1.703,7	4.010,4	2.249,5	1.760,9	297,2	3.422,0	3.086,7	335,3	
3° trim.	2.021,5	251,2	1.770,3	3.426,5	1.701,1	1.725,4	313,4	3.448,0	3.109,9	338,1	
4° trim.	2.021,5	244,9	1.776,6	3.487,7	1.779,0	1.708,7	308,2	3.519,1	3.174,7	344,4	
2003 1° trim.	2.035,8	243,5	1.792,2	3.359,2	1.621,1	1.738,0	392,0	3.576,4	3.226,4	350,0	
2° trim.	2.001,0	220,4	1.780,6	3.667,9	1.835,7	1.832,2	398,1	3.648,6	3.295,4	353,1	
3° trim.	2.020,6	220,5	1.800,1	3.718,4	1.856,7	1.861,7	403,2	3.707,0	3.351,3	355,7	
Transazioni											
2002 2° trim.	-12,2	-42,4	30,1	35,1	21,3	13,7	-1,8	50,0	46,0	4,0	
3° trim.	46,6	27,5	19,1	55,4	31,3	24,1	13,6	47,7	43,7	4,0	
4° trim.	-20,1	-15,6	-4,5	-23,1	-22,8	-0,3	-8,5	58,2	56,6	1,6	
2003 1° trim.	-1,7	-4,6	2,9	72,4	10,8	61,6	29,6	62,9	56,0	6,8	
2° trim.	-38,4	-23,1	-15,2	70,6	35,6	34,9	3,5	53,6	48,8	4,9	
3° trim.	23,4	1,6	21,8	52,5	32,7	19,8	2,7	50,5	47,1	3,4	
Variazioni percentuali											
2002 2° trim.	4,7	-12,0	7,3	2,7	0,7	5,6	17,8	6,7	6,7	6,4	
3° trim.	5,6	1,3	6,2	3,1	1,1	5,8	16,2	6,7	6,7	6,0	
4° trim.	4,2	2,4	4,4	2,4	1,0	4,3	11,3	6,5	6,6	5,7	
2003 1° trim.	0,7	-13,1	2,9	3,2	1,6	5,3	11,2	6,4	6,6	5,0	
2° trim.	-0,7	-7,0	0,1	4,4	2,4	6,8	12,9	6,5	6,6	5,1	
3° trim.	-1,8	-16,6	0,3	5,0	3,3	6,7	8,7	6,5	6,7	4,9	

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) Esclude 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 ¹⁾			
	Totale	Concessi da IFM dell'area dell'euro		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2002 2° trim.	15.919,3	7.903,8	7.017,3	874,3	53,4	820,9	3.546,5	1.206,7	2.339,8	3.483,0	287,7	3.195,2	247,3
3° trim.	15.361,6	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.	15.592,9	8.061,7	7.131,8	880,4	60,6	819,8	3.593,9	1.172,5	2.421,3	3.587,4	286,5	3.300,9	242,6
2003 1° trim.	15.543,0	8.113,1	7.170,7	872,3	68,3	803,9	3.622,2	1.188,7	2.433,5	3.618,7	276,6	3.342,1	255,9
2° trim.	16.092,5	8.214,8	7.239,4	859,7	69,6	790,1	3.669,4	1.212,6	2.456,8	3.685,7	281,0	3.404,7	253,3
3° trim.	16.180,7	8.303,5	7.296,1	865,4	70,6	794,8	3.679,8	1.188,9	2.491,0	3.758,3	275,4	3.482,9	274,6
Transazioni													
2002 2° trim.	186,8	112,6	82,3	-25,3	0,1	-25,4	63,8	-3,8	67,5	74,1	10,7	63,4	-18,0
3° trim.	111,4	43,2	34,6	-7,6	1,3	-8,9	2,3	-17,7	20,0	48,5	-3,9	52,4	-7,1
4° trim.	145,6	122,7	96,0	14,0	5,9	8,1	46,1	-11,2	57,4	62,6	3,6	59,0	7,5
2003 1° trim.	247,0	80,9	66,3	-0,2	8,0	-8,3	42,1	15,7	26,3	39,0	-7,6	46,7	5,6
2° trim.	238,3	116,3	85,6	-10,3	3,3	-13,6	56,2	29,6	26,6	70,5	5,0	65,4	2,6
3° trim.	144,1	85,8	59,9	5,7	1,0	4,7	6,2	-20,7	26,9	73,9	-4,8	78,7	22,4
Variazioni percentuali													
2002 2° trim.	4,2	5,0	4,3	-0,7	26,7	-2,1	5,3	-3,7	10,6	6,2	1,0	6,7	-9,1
3° trim.	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,9	8,0	6,4	1,2	6,9	-4,5
4° trim.	3,9	4,4	4,0	-2,0	21,2	-3,4	3,8	-3,3	7,6	6,6	1,9	7,0	-2,9
2003 1° trim.	4,3	4,6	4,0	-2,1	28,6	-4,1	4,4	-1,4	7,5	6,6	1,0	7,1	-4,3
2° trim.	4,7	4,6	4,0	-0,5	34,6	-2,8	4,1	1,4	5,6	6,3	-1,0	7,0	3,5
3° trim.	5,0	5,1	4,4	1,1	33,3	-1,1	4,2	1,1	5,8	7,0	-1,3	7,7	15,7
Titoli non azionari emessi da:													
	Titoli non azionari emessi da:						Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Amministrazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie				
	Totale	Amministrazioni pubbliche		Società non finanziarie									
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2002 2° trim.	4.530,1	4.008,3	481,6	3.526,7	521,8	130,3	391,5	3.034,8	191,3	259,3			
3° trim.	4.667,1	4.130,1	479,8	3.650,2	537,1	137,7	399,4	2.289,2	193,0	263,1			
4° trim.	4.678,3	4.134,3	480,0	3.654,3	544,0	144,7	399,3	2.379,9	207,5	265,7			
2003 1° trim.	4.836,9	4.265,7	529,7	3.736,0	571,3	167,1	404,2	2.111,5	212,4	269,1			
2° trim.	4.956,1	4.365,4	563,4	3.802,0	590,6	165,5	425,1	2.447,6	201,6	272,5			
3° trim.	4.958,1	4.369,0	557,5	3.811,5	589,1	164,5	424,7	2.471,4	171,3	276,5			
Transazioni													
2002 2° trim.	61,0	62,0	33,9	28,1	-1,0	-14,5	13,6	7,8	2,1	3,3			
3° trim.	56,9	46,5	-0,9	47,4	10,4	7,5	2,9	5,8	1,7	3,8			
4° trim.	3,6	-0,3	-8,3	8,1	3,8	6,9	-3,1	2,4	14,5	2,5			
2003 1° trim.	158,1	129,1	50,8	78,3	29,0	22,3	6,7	-0,2	4,9	3,4			
2° trim.	100,7	83,8	33,9	49,9	16,9	-1,5	18,4	15,5	2,4	3,4			
3° trim.	46,4	46,7	-5,2	52,0	-0,3	-1,0	0,7	4,5	3,4	3,9			
Variazioni percentuali													
2002 2° trim.	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,8	11,8	0,9	14,1	4,7			
3° trim.	5,2	5,0	7,3	4,7	7,2	-1,6	10,7	1,2	14,1	4,9			
4° trim.	5,1	5,2	10,6	4,5	4,3	3,8	4,5	0,7	11,4	5,2			
2003 1° trim.	6,3	6,1	16,9	4,7	8,0	15,3	5,3	0,4	12,2	5,1			
2° trim.	7,0	6,5	15,6	5,2	11,5	27,0	6,3	0,8	12,3	5,1			
3° trim.	6,6	6,3	14,8	5,2	9,2	19,4	5,7	1,0	13,1	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					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2002 2° trim.	3.458,0	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.248,2	40,5	1.207,7
3° trim.	3.385,5	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.309,8	51,5	1.258,3
4° trim.	3.480,6	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.356,5	54,1	1.302,4
2003 1° trim.	3.496,3	535,6	61,7	454,0	1,6	18,3	341,4	71,7	269,7	1.410,4	63,7	1.346,7
2° trim.	3.638,2	537,6	63,8	450,3	1,3	22,3	345,4	73,5	271,9	1.438,3	58,9	1.379,4
3° trim.	3.700,5	532,4	57,3	455,1	1,4	18,7	345,3	73,0	272,3	1.472,0	61,7	1.410,3
	Transazioni											
2002 2° trim.	25,7	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,2	-12,3	6,2
3° trim.	56,8	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	40,8	9,7	31,1
4° trim.	65,6	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	35,0	2,2	32,7
2003 1° trim.	92,2	12,3	4,2	7,8	-0,2	0,5	7,6	3,8	3,9	58,0	10,5	47,5
2° trim.	47,4	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	7,1	4,3	2,8	16,4	-5,0	21,4
3° trim.	42,4	-6,5	-6,6	3,7	0,1	-3,8	3,1	2,1	1,0	33,0	2,8	30,1
	Variazioni percentuali											
2002 2° trim.	7,4	3,6	17,0	2,0	-5,0	12,2	4,6	19,0	1,8	7,6	-28,6	9,4
3° trim.	8,2	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,8	21,8	1,4	10,1	-2,6	10,6
4° trim.	7,3	5,5	16,3	4,2	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,6	17,4	10,4
2003 1° trim.	6,7	7,4	37,0	4,7	-17,1	3,3	5,4	20,2	2,0	10,2	19,2	9,8
2° trim.	7,6	6,7	28,8	3,9	-9,1	17,4	5,7	18,5	2,6	12,0	43,1	11,0
3° trim.	7,3	4,9	11,3	3,5	-12,1	28,2	6,3	16,8	3,5	10,9	20,5	10,5

	Principali attività finanziarie						Principali passività						
	Azioni ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
					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 2° trim.	1.266,6	673,7	593,0	51,3	107,6	3.550,2	56,0	42,5	10,7	226,5	3.257,0	2.758,8	498,2
3° trim.	1.124,9	564,5	560,3	50,4	110,3	3.477,6	56,5	42,1	10,8	127,2	3.283,2	2.778,4	504,8
4° trim.	1.152,7	584,8	567,9	57,3	111,6	3.514,1	43,5	33,0	10,9	113,3	3.346,4	2.839,5	506,9
2003 1° trim.	1.094,7	535,5	559,2	60,9	114,2	3.577,8	55,5	42,4	11,1	103,3	3.408,0	2.892,4	515,5
2° trim.	1.200,9	605,9	594,9	65,3	116,1	3.685,4	58,1	44,8	11,2	136,5	3.479,5	2.958,4	521,1
3° trim.	1.233,2	628,3	604,9	61,5	117,6	3.745,2	59,8	44,3	11,6	135,8	3.538,0	3.012,7	525,3
	Transazioni												
2002 2° trim.	18,8	7,0	11,8	2,6	2,3	51,1	2,9	3,3	0,4	0,1	47,8	41,9	6,0
3° trim.	9,7	7,0	2,7	-1,4	2,6	43,7	-2,0	-2,5	0,0	0,0	45,7	39,3	6,4
4° trim.	9,5	-3,6	13,1	7,1	1,4	44,4	-11,5	-9,2	0,0	0,4	55,4	53,4	2,1
2003 1° trim.	11,6	-0,1	11,7	2,0	2,6	79,1	13,8	11,3	-0,1	-0,1	65,5	55,5	9,9
2° trim.	19,6	5,3	14,3	4,6	2,0	61,1	2,8	2,6	0,1	4,5	53,7	46,4	7,3
3° trim.	11,4	6,2	5,2	-4,3	1,5	54,2	1,8	-0,4	0,5	1,3	50,7	45,6	5,0
	Variazioni percentuali												
2002 2° trim.	8,2	7,1	9,6	7,8	22,4	7,0	9,4	17,3	13,3	2,3	7,4	7,0	9,8
3° trim.	8,0	6,1	10,2	6,3	21,6	6,8	2,3	5,9	13,0	0,3	7,3	6,9	9,5
4° trim.	5,5	3,9	7,4	20,7	11,3	6,0	-14,4	-12,6	6,1	0,3	6,7	6,8	6,2
2003 1° trim.	3,6	1,3	6,4	21,0	8,5	6,1	5,9	7,5	3,1	0,2	6,6	6,9	5,0
2° trim.	4,0	1,3	7,0	23,9	8,1	6,4	5,4	5,0	0,9	2,1	6,8	7,1	5,2
3° trim.	4,6	1,4	7,9	18,5	6,8	6,9	12,1	10,2	4,8	4,8	6,9	7,2	4,8

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	339,9	1.122,4	-783,9	1,1	0,4	1.730,6	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	50,2
1997	352,3	1.139,3	-797,1	10,1	0,0	1.913,3	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	29,3
1998	413,2	1.203,5	-823,6	33,2	0,2	2.398,0	11,0	422,7	357,5	522,9	844,7	215,9	23,4
1999	449,7	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,0	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,0
2000	488,0	1.391,2	-913,1	26,6	-16,7	2.801,8	1,3	349,6	267,7	809,1	1.126,4	252,9	-5,3
2001	464,7	1.443,7	-973,6	-7,4	1,9	2.583,5	-0,5	575,8	430,5	730,3	630,8	243,1	-26,5
2002	404,7	1.430,5	-1.014,4	-12,8	1,4	2.158,8	0,9	581,3	325,3	519,1	485,1	228,6	18,4

	Variazione della ricchezza netta ⁴⁾				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	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	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,7	648,4	323,0	482,4	649,3	221,5
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.013,7	929,1	502,9	759,7	557,5	264,5
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.774,8	532,3	416,1	851,1	722,3	253,0
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.562,8	661,4	492,4	608,3	550,1	250,7
2002	496,3	1.499,1	-1.014,4	11,6	2.067,1	528,9	452,8	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 ⁴⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	119,5	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	150,4	592,0	-453,3	239,7	25,3	-13,0	46,3	97,0	105,2	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	193,8	635,2	-470,6	424,7	45,7	-9,9	96,3	203,1	147,8	569,2	470,7	22,8	252,8	184,4
1999	212,0	684,5	-490,9	604,7	26,9	88,9	169,1	299,1	107,7	548,7	709,0	47,2	423,3	222,0
2000	309,7	750,3	-522,9	829,4	71,8	89,0	193,0	457,7	84,4	560,4	1.054,7	61,6	559,6	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	626,6	101,2	39,7	142,1	246,5	88,2	583,5	757,6	102,5	324,0	319,6
2002	172,9	758,1	-579,2	368,9	19,2	14,8	46,7	264,7	115,4	634,1	426,4	22,3	204,9	185,4

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,3	384,7	-216,8	438,4	146,2	25,1	93,0	189,0	445,3	646,9	161,3	160,1	3.789,8	17,1
1997	166,6	377,9	-211,8	426,3	70,4	-19,0	193,7	215,8	424,3	617,3	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	178,4	389,8	-216,4	442,5	96,3	-118,8	288,0	210,7	408,2	594,6	212,6	211,3	3.925,4	15,1
1999	189,5	418,7	-231,6	471,0	119,2	-24,0	189,7	247,6	392,9	581,9	267,6	266,1	4.088,4	14,2
2000	196,5	441,2	-241,3	421,3	65,6	41,7	114,1	247,0	396,0	598,0	221,8	220,1	4.278,4	14,0
2001	186,0	454,1	-263,8	408,5	175,3	86,8	59,4	223,6	425,1	652,2	169,4	167,5	4.573,7	14,3
2002	183,0	463,9	-275,2	493,5	219,7	63,0	-4,2	215,7	465,7	704,6	210,8	208,6	4.737,5	14,9

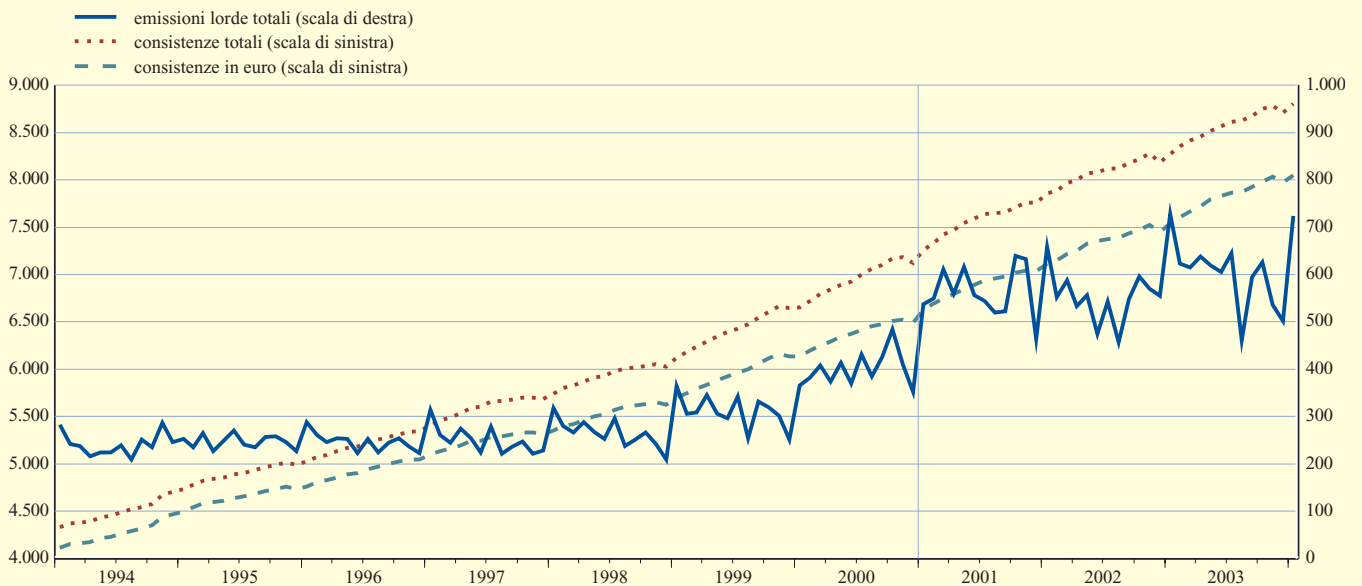
Fonte: BCE.

- 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 ¹⁾				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												
2003 gen.	8.588,5	717,1	632,0	85,2	8.272,4	727,5	624,5	103,1	91,1	93,1	94,5	86,8
feb.	8.671,7	627,5	544,5	83,0	8.352,7	622,5	541,7	80,8	91,1	93,3	94,6	68,2
mar.	8.775,1	641,8	538,6	103,3	8.414,1	614,7	547,5	67,2	91,1	94,3	94,9	60,5
apr.	8.817,1	635,9	593,7	42,2	8.456,1	637,5	582,2	55,2	91,3	94,4	94,2	53,2
mag.	8.912,0	624,7	529,1	95,6	8.515,4	619,0	536,3	82,7	91,5	93,4	93,6	76,0
giu.	8.992,2	636,3	556,5	79,9	8.568,2	606,0	565,3	40,7	91,4	93,7	93,9	36,9
lug.	9.024,8	648,4	616,2	32,1	8.616,0	644,7	601,6	43,1	91,3	93,1	94,3	32,7
ago.	9.030,3	470,2	465,3	4,9	8.629,4	461,5	463,7	-2,2	91,2	93,9	92,6	3,8
set.	9.121,3	615,5	523,7	91,9	8.674,7	594,8	530,0	64,8	91,4	93,4	94,2	56,0
ott.	9.177,0	632,7	577,9	54,8	8.746,4	626,1	560,2	65,9	91,3	93,8	94,8	56,1
nov.	9.242,7	555,4	492,3	63,1	8.783,4	536,1	490,8	45,3	91,4	93,1	92,4	45,6
dic.	9.206,3	519,8	552,6	-32,8	8.707,6	502,1	556,2	-54,1	91,5	93,7	94,6	-55,6
2004 gen.					8.800,2	724,4	638,9	85,5	91,5	94,5	94,8	79,1
A lungo termine												
2003 gen.	7.787,9	180,5	132,7	47,8	7.428,9	180,7	135,0	45,7	91,3	86,7	93,0	31,2
feb.	7.840,2	172,5	120,9	51,6	7.483,8	164,8	112,2	52,7	91,2	88,6	92,0	42,8
mar.	7.910,6	175,3	105,2	70,1	7.535,8	162,4	106,2	56,2	91,3	90,2	90,1	50,9
apr.	7.951,3	165,4	125,1	40,3	7.561,2	159,7	125,1	34,6	91,4	91,3	92,5	30,1
mag.	8.039,4	186,9	98,7	88,2	7.615,1	174,9	99,7	75,1	91,7	92,2	90,4	71,0
giu.	8.109,5	185,1	115,7	69,4	7.687,9	170,6	110,0	60,6	91,5	91,0	91,6	54,4
lug.	8.161,5	197,7	146,3	51,4	7.736,5	184,9	140,6	44,4	91,3	88,1	95,0	29,4
ago.	8.173,9	86,4	75,6	10,8	7.763,2	79,0	69,8	9,1	91,1	88,0	90,2	6,5
set.	8.251,1	179,8	101,9	77,9	7.815,5	173,3	101,9	71,4	91,4	91,7	90,1	67,0
ott.	8.304,1	176,4	124,6	51,8	7.866,1	164,9	119,1	45,8	91,3	91,9	94,4	39,1
nov.	8.354,1	143,0	94,5	48,6	7.901,3	136,3	91,0	45,3	91,4	89,4	88,1	41,8
dic.	8.347,5	118,7	120,4	-1,7	7.876,4	111,7	114,5	-2,8	91,6	90,2	93,0	-5,7
2004 gen.					7.927,3	179,2	138,3	40,9	91,5	92,0	90,9	39,1

FI3 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.

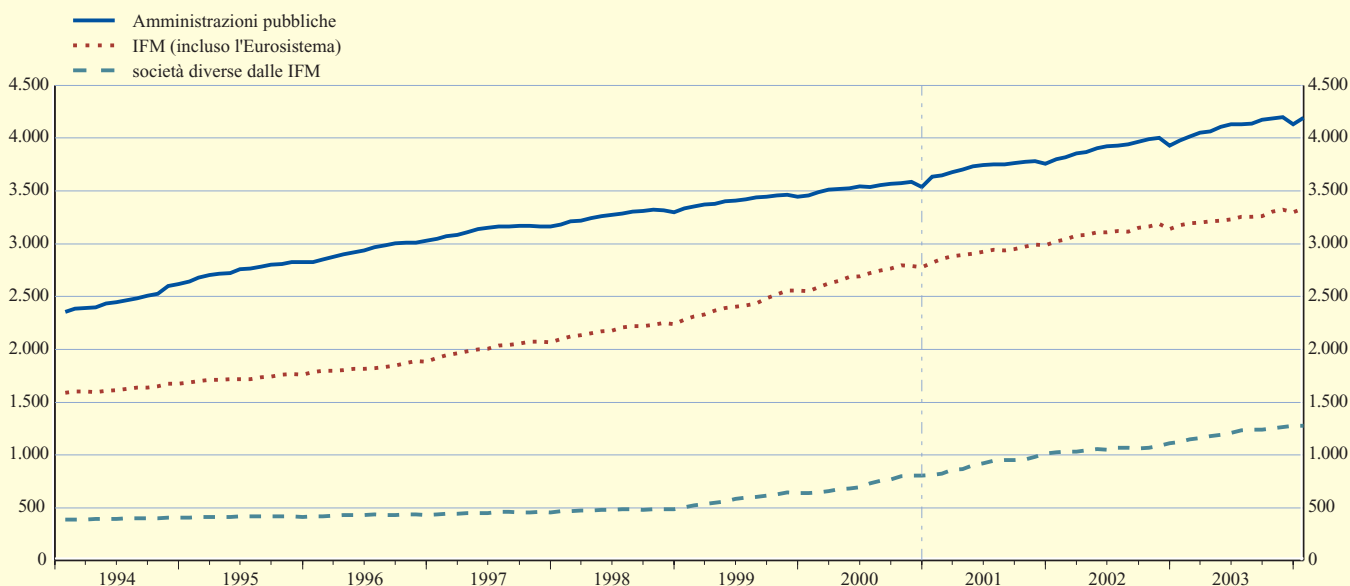
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente (miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

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												
2003 gen.	8.272,4	3.172,6	563,4	559,5	3.794,3	182,6	91,1	85,6	83,8	87,1	97,2	95,8
feb.	8.352,7	3.192,9	577,2	567,8	3.825,9	188,9	91,1	85,5	83,8	87,1	97,2	95,9
mar.	8.414,1	3.202,6	585,9	576,6	3.857,2	191,7	91,1	85,4	84,2	87,7	97,2	96,0
apr.	8.456,1	3.213,3	598,9	581,2	3.867,1	195,7	91,3	85,6	84,9	87,8	97,3	95,7
mag.	8.515,4	3.215,9	600,8	589,4	3.910,6	198,6	91,5	85,9	85,5	88,2	97,4	95,7
giu.	8.568,2	3.227,8	618,3	591,2	3.927,8	203,0	91,4	85,6	85,6	88,3	97,3	95,7
lug.	8.616,0	3.255,7	637,1	593,8	3.925,0	204,5	91,3	85,5	85,5	88,1	97,3	95,5
ago.	8.629,4	3.256,4	641,4	596,8	3.930,5	204,3	91,2	85,5	85,2	87,9	97,2	95,4
set.	8.674,7	3.262,1	649,6	589,1	3.964,8	209,0	91,4	85,4	86,3	88,2	97,4	95,5
ott.	8.746,4	3.302,8	659,8	594,6	3.976,6	212,6	91,3	85,2	86,6	88,0	97,4	95,5
nov.	8.783,4	3.324,6	667,7	594,8	3.979,2	217,1	91,4	85,4	86,9	88,2	97,5	95,6
dic.	8.707,6	3.300,1	681,8	594,0	3.913,7	218,1	91,5	85,4	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 gen.	8.800,2	3.332,7	682,7	593,4	3.969,9	221,6	91,5	85,3	87,6	88,1	97,6	95,5
A lungo termine												
2003 gen.	7.428,9	2.779,5	556,2	462,2	3.451,7	179,4	91,3	86,4	83,6	85,4	97,1	96,1
feb.	7.483,8	2.795,3	568,4	466,4	3.468,6	185,2	91,2	86,3	83,6	85,5	97,0	96,0
mar.	7.535,8	2.809,1	576,9	473,0	3.488,8	188,1	91,3	86,2	84,0	86,1	97,0	96,1
apr.	7.561,2	2.817,7	590,2	476,8	3.484,5	192,0	91,4	86,2	84,7	86,3	97,2	95,8
mag.	7.615,1	2.824,3	592,3	482,8	3.521,1	194,6	91,7	86,6	85,3	86,7	97,3	95,9
giu.	7.687,9	2.848,1	609,6	490,4	3.540,8	199,0	91,5	86,2	85,4	86,9	97,2	95,9
lug.	7.736,5	2.878,5	628,4	492,8	3.536,8	200,0	91,3	86,0	85,3	86,7	97,2	95,7
ago.	7.763,2	2.894,4	632,7	495,6	3.540,0	200,4	91,1	85,7	85,1	86,5	97,1	95,5
set.	7.815,5	2.905,4	641,6	491,7	3.571,3	205,5	91,4	85,8	86,1	86,9	97,2	95,7
ott.	7.866,1	2.937,1	651,8	494,9	3.573,1	209,2	91,3	85,6	86,4	86,7	97,3	95,6
nov.	7.901,3	2.951,2	659,4	497,9	3.579,1	213,7	91,4	85,7	86,8	87,0	97,4	95,8
dic.	7.876,4	2.940,1	672,9	502,0	3.546,8	214,6	91,6	85,8	87,7	87,3	97,5	95,5
2004 gen.	7.927,3	2.958,6	673,9	496,0	3.581,2	217,6	91,5	85,6	87,5	86,9	97,4	95,6

FI4 Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente

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



Fonte: BCE.

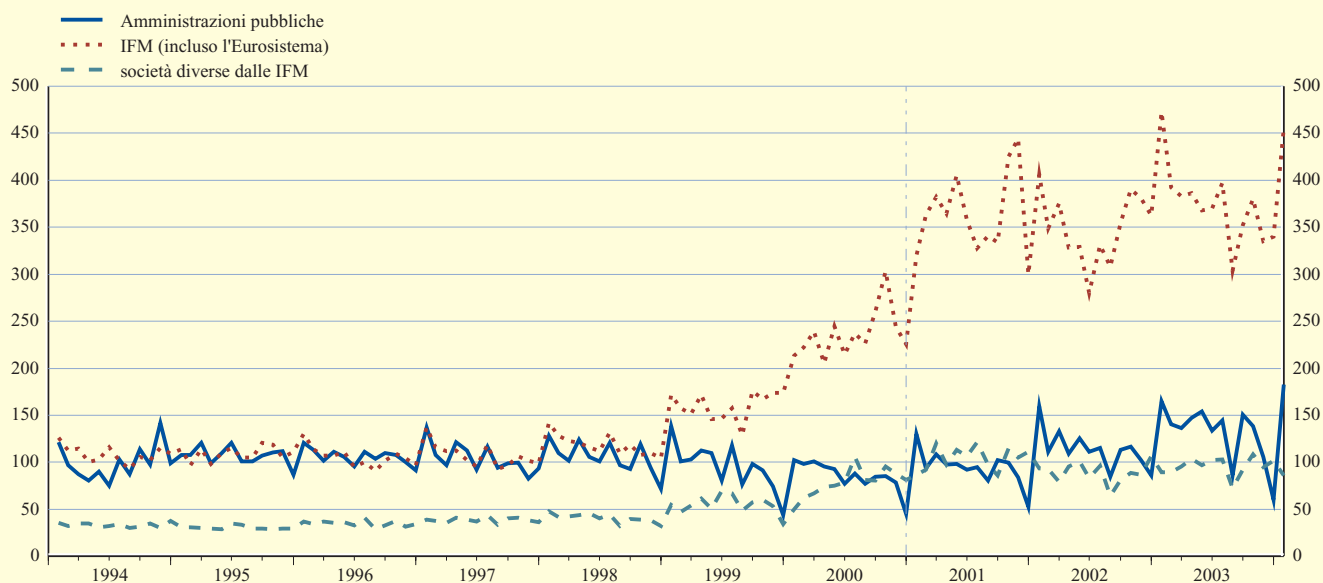
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

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											
2003 gen.	727,5	472,9	11,7	77,7	156,3	8,9	93,1	91,8	90,6	96,4	95,5	92,7
feb.	622,5	392,3	20,9	68,7	131,8	8,8	93,3	92,6	81,5	95,5	95,9	95,4
mar.	614,7	382,7	20,8	74,9	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
apr.	637,5	386,5	22,7	81,0	140,9	6,5	94,4	92,9	94,9	96,4	97,5	86,3
mag.	619,0	367,6	14,8	82,2	148,5	5,9	93,4	92,2	84,3	94,6	96,8	90,5
giu.	606,0	370,0	23,5	79,1	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
lug.	644,7	397,1	26,6	76,6	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
ago.	461,5	303,6	8,7	63,5	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
set.	594,8	351,9	22,1	70,2	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
ott.	626,1	379,8	20,3	87,9	130,1	8,0	93,8	91,6	95,6	96,3	98,1	94,0
nov.	536,1	335,2	20,5	74,4	98,0	7,8	93,1	91,9	85,8	95,9	96,2	98,2
dic.	502,1	339,8	28,0	73,8	54,7	5,8	93,7	92,6	97,1	94,7	99,3	77,1
2004 gen.	724,4	455,5	7,2	79,0	173,6	9,1	94,5	93,2	89,8	96,5	97,1	97,5
	A lungo termine											
2003 gen.	180,7	75,7	8,0	10,0	80,2	6,8	86,7	77,1	86,2	89,2	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.	159,7	61,3	19,9	8,4	65,7	4,5	91,3	82,6	94,2	85,3	100,0	81,9
mag.	174,9	61,6	11,8	13,1	85,0	3,5	92,2	87,8	80,3	84,8	98,2	91,8
giu.	170,6	68,7	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	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	79,8	97,0	87,5
ago.	79,0	44,8	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
set.	173,3	64,9	19,0	3,6	78,8	7,1	91,7	79,6	98,6	97,8	99,0	98,8
ott.	164,9	74,0	16,5	10,6	58,3	5,5	91,9	84,8	95,9	89,5	100,0	94,5
nov.	136,3	62,5	16,9	9,6	41,5	5,8	89,4	87,0	84,1	90,8	93,6	99,6
dic.	111,7	62,8	24,7	10,3	10,6	3,4	90,2	88,5	97,6	83,1	98,5	64,3
2004 gen.	179,2	74,5	5,0	6,4	86,9	6,3	92,0	84,8	88,7	86,7	98,2	99,4

F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

(miliardi di euro, transazioni nel periodo, valori nominali)



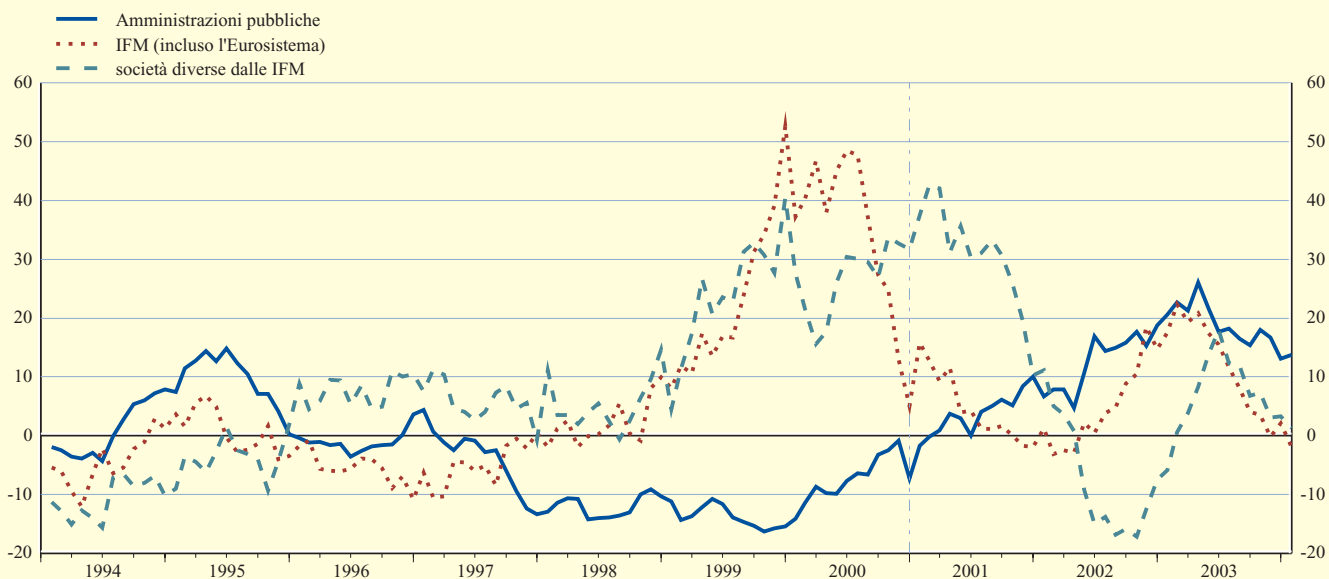
Fonte: BCE.

4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (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														
2003 gen.	6,4	107,6	5,6	13,8	24,6	4,5	5,0	4,1	28,6	15,2	121,2	17,6	-5,9	16,1
feb.	7,0	108,7	5,8	15,6	26,5	6,1	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,6	29,9
mar.	6,8	109,6	4,9	17,1	27,5	8,0	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,4
apr.	6,9	110,3	5,1	17,7	27,4	8,9	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,3	20,1
mag.	6,8	111,4	4,5	17,1	24,7	10,1	5,8	4,9	27,5	18,8	130,9	17,4	13,7	31,0
giu.	6,9	111,9	4,3	18,8	27,4	10,9	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,0	29,0
lug.	6,9	112,5	4,8	18,8	28,4	9,9	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
ago.	6,8	112,4	4,7	19,1	28,1	10,6	5,1	4,4	21,0	12,2	126,2	8,0	11,8	18,6
set.	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,8	5,7	4,9	23,2	9,4	125,2	4,0	6,8	17,0
ott.	7,1	114,1	5,4	19,0	28,8	9,8	5,4	4,6	21,4	10,3	128,1	3,6	7,3	14,0
nov.	6,9	114,7	5,2	18,5	27,6	9,6	5,2	4,4	23,0	7,3	128,1	-0,2	3,0	9,9
dic.	7,3	114,0	6,1	16,8	23,3	10,2	5,5	4,7	22,3	6,8	120,7	2,1	3,2	20,9
2004 gen.	7,0	115,1	5,8	15,0	22,8	7,2	5,7	4,9	21,8	4,9	127,2	-1,9	1,4	20,4
Euro														
2003 gen.	6,0	107,2	4,4	16,1	30,2	4,9	4,9	4,0	28,0	16,0	122,9	20,5	-6,7	14,4
feb.	6,5	108,2	4,4	17,6	31,7	6,3	5,4	4,3	33,1	20,0	127,0	25,8	-0,5	28,3
mar.	6,3	109,0	3,5	19,4	32,5	8,8	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,7	26,6
apr.	6,5	109,8	3,8	20,3	33,0	9,7	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,4
mag.	6,5	110,9	3,4	19,9	30,3	11,0	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,1
giu.	6,5	111,4	3,0	22,3	33,9	12,3	5,4	4,5	27,0	18,1	130,3	18,4	17,5	29,2
lug.	6,7	111,9	3,7	22,0	34,7	11,1	5,2	4,5	20,4	16,7	130,9	15,8	12,1	23,0
ago.	6,5	111,9	3,6	22,4	34,6	11,8	4,9	4,2	19,5	14,7	130,4	13,4	11,0	18,6
set.	6,6	112,7	3,2	21,7	35,4	9,8	5,5	4,8	21,7	11,4	128,6	8,4	6,0	16,9
ott.	6,9	113,5	4,1	22,6	36,1	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,4	7,6	6,9	14,3
nov.	6,7	114,2	4,1	21,6	33,9	10,4	5,1	4,3	22,3	9,3	132,0	3,0	2,3	9,6
dic.	7,0	113,4	4,9	19,1	27,4	10,9	5,5	4,7	21,2	8,8	123,9	5,5	2,8	19,2
2004 gen.	6,8	114,5	4,8	16,9	26,7	7,4	5,7	5,0	21,0	6,1	130,4	-0,7	0,7	18,7

Fl16 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)



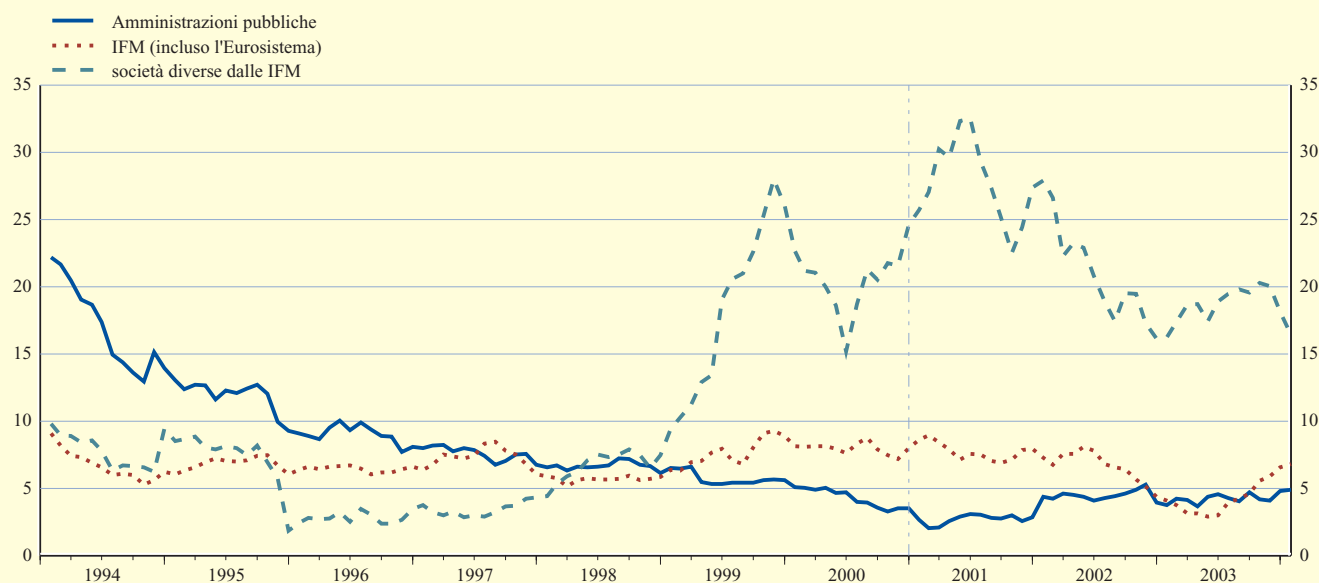
Fonte: BCE.

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 ¹⁾
(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													
-7,2	20,6	21,1	-15,2	5,5	106,3	4,1	16,2	24,7	7,3	3,8	2,7	29,8	2003 gen.
-1,3	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,8	17,4	26,5	7,8	4,2	3,0	34,6	2003 feb.
2,1	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,2	18,7	27,4	9,4	4,1	3,0	32,4	2003 mar.
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,3	3,2	18,7	27,5	9,2	3,7	2,5	30,9	2003 apr.
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,4	24,6	9,6	4,4	3,3	27,7	2003 mag.
17,1	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	18,9	27,4	9,7	4,6	3,5	28,5	2003 giu.
11,5	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,5	28,5	9,6	4,3	3,4	22,0	2003 lug.
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,2	19,8	28,3	10,5	4,1	3,2	21,4	2003 ago.
6,0	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,6	19,6	28,8	9,4	4,7	3,8	23,4	2003 set.
6,8	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,7	5,6	20,3	29,0	10,4	4,2	3,3	21,9	2003 ott.
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	5,9	20,1	27,9	11,1	4,1	3,1	23,5	2003 nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,3	113,3	6,6	18,2	23,3	11,8	4,8	3,9	22,9	2003 dic.
0,0	13,7	13,6	27,2	7,2	113,9	6,8	16,4	22,9	8,7	4,9	4,0	21,7	2004 gen.
Euro													
-8,1	20,5	21,1	-27,0	5,0	105,7	2,6	19,4	30,5	8,4	3,6	2,5	29,5	2003 gen.
-2,5	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,2	31,8	8,7	4,0	2,7	34,2	2003 feb.
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,8	32,6	10,9	3,9	2,8	31,8	2003 mar.
6,4	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,0	33,3	10,5	3,5	2,4	29,7	2003 apr.
12,6	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,6	30,4	10,6	4,1	3,1	26,5	2003 mag.
16,5	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	22,8	34,0	11,4	4,3	3,2	27,3	2003 giu.
11,2	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,3	23,2	34,9	11,1	4,0	3,2	20,5	2003 lug.
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,7	34,9	12,1	3,7	3,0	19,9	2003 ago.
5,1	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,6	23,6	35,7	10,8	4,5	3,7	21,9	2003 set.
6,3	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,6	24,5	36,5	11,6	4,0	3,2	21,2	2003 ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,4	4,2	23,9	34,3	12,4	4,0	3,1	22,9	2003 nov.
1,4	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,8	20,9	27,5	13,0	4,7	3,9	21,7	2003 dic.
-0,7	13,9	13,7	35,6	6,9	113,0	5,5	18,8	26,9	9,3	4,9	4,1	20,7	2004 gen.

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)



Fonte: BCE.

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

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

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

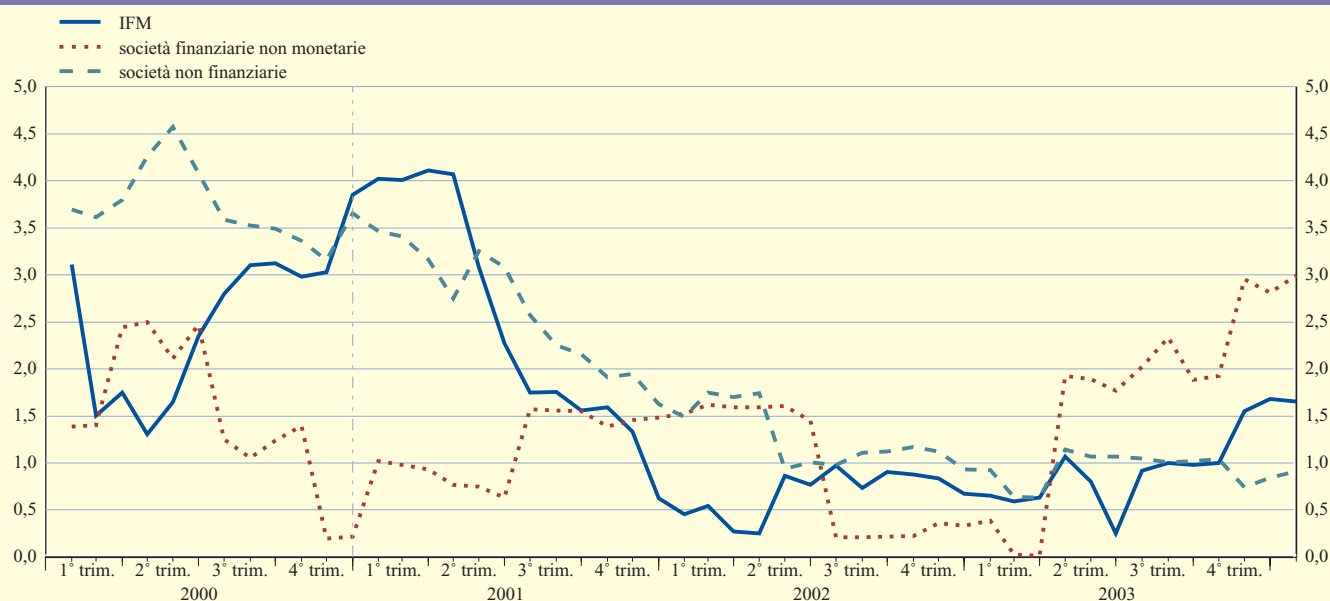
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
2002 gen.	4.575,1	100,0	1,4	623,9	0,5	518,8	1,5	3.432,4	1,5
feb.	4.545,5	100,2	1,6	622,5	0,5	509,8	1,6	3.413,2	1,7
mar.	4.753,8	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.551,8	1,7
apr.	4.570,1	100,3	1,5	678,1	0,2	517,4	1,6	3.374,6	1,7
mag.	4.432,3	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.281,2	0,9
giu.	4.118,1	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,5	3.039,9	1,0
lug.	3.709,7	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.799,5	1,0
ago.	3.520,1	100,6	1,0	521,7	0,7	371,0	0,2	2.627,4	1,1
set.	2.981,7	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.292,8	1,1
ott.	3.251,5	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.483,3	1,2
nov.	3.435,4	100,8	1,0	487,4	0,8	346,0	0,4	2.602,0	1,1
dic.	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	0,9
2003 gen.	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,7	261,1	0,4	2.291,4	0,9
feb.	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,6
mar.	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,6
apr.	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,1
mag.	3.145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2.377,5	1,1
giu.	3.256,1	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
lug.	3.366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,0
ago.	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
set.	3.276,6	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,6	1,0
ott.	3.483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.615,5	1,0
nov.	3.546,8	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
dic.	3.647,4	102,0	1,2	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,8
2004 gen.	3.788,6	102,0	1,2	584,1	1,7	372,4	3,0	2.832,2	0,9

F18 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

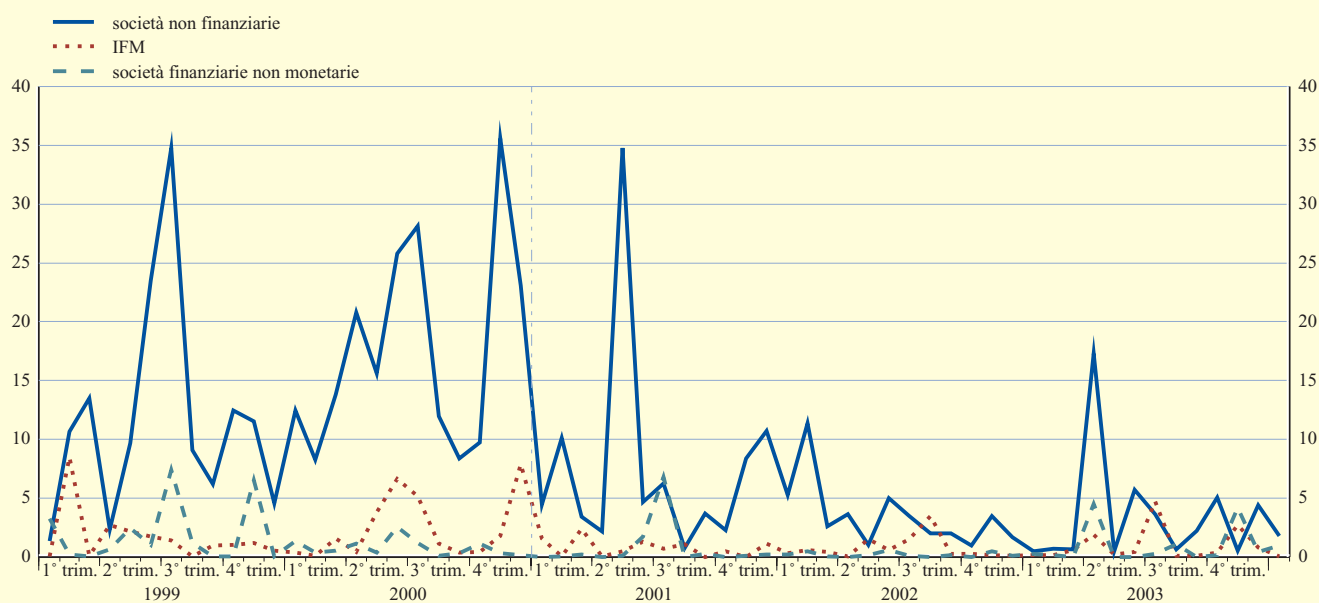
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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
2002 gen.	5,8	6,4	-0,6	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	5,3	6,4	-1,1
feb.	12,4	1,1	11,3	0,6	0,0	0,6	0,5	0,0	0,5	11,3	1,1	10,2
mar.	3,1	2,3	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
apr.	3,7	0,5	3,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,3
mag.	2,7	0,3	2,4	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,0	0,3	0,8
giu.	6,1	0,5	5,6	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,5	4,5
lug.	5,0	1,3	3,7	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,3	3,1
ago.	5,5	5,1	0,3	3,5	3,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	0,7
set.	2,4	0,5	1,9	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,4	1,7
ott.	1,2	0,2	1,0	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,8
nov.	4,1	0,8	3,3	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,5	0,4	3,1
dic.	1,9	0,6	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,5	1,2
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	0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
apr.	23,7	4,7	19,0	1,9	0,2	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,5	12,8
mag.	0,7	2,1	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,2
giu.	6,1	5,0	1,1	0,4	2,7	-2,2	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
lug.	8,6	1,8	6,8	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
ago.	1,8	1,1	0,7	0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,0	-0,3
set.	2,3	1,7	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,3	1,9
ott.	5,5	3,7	1,8	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	5,0	3,7	1,3
nov.	7,5	5,3	2,1	2,7	0,1	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,0	-4,4
dic.	5,6	1,4	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,5	3,9
2004 gen.	2,8	0,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,9	1,8	0,9	0,9

F19 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 ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	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 feb.	0,91	2,44	2,65	2,90	2,34	3,23	1,19	2,63	2,90	3,72	2,68
mar.	0,87	2,34	2,52	2,74	2,29	3,19	1,14	2,50	2,48	3,41	2,57
apr.	0,84	2,25	2,54	2,80	2,31	3,14	1,11	2,43	2,37	3,29	2,48
mag.	0,84	2,23	2,38	2,64	2,24	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
giu.	0,76	2,00	2,21	2,61	2,23	3,01	0,99	2,10	2,18	3,05	2,14
lug.	0,68	1,91	2,10	2,32	2,14	2,93	0,88	2,02	2,14	2,73	2,03
ago.	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,97
set.	0,69	1,87	2,12	2,43	2,00	2,85	0,87	2,00	2,29	3,63	2,00
ott.	0,69	1,89	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,98	2,23	3,71	1,99
nov.	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,33	2,77	1,97
dic.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,01	2,68	0,88	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 gen.	0,69	1,91	2,37	2,74	2,02	2,65	0,95	1,99	2,06	3,11	1,95

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	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) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	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 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	7,28	7,00	8,28	8,06	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	7,62	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	7,09	6,94	8,28	8,01	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	4,42	4,15	5,25	5,17
dic.	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,63	4,16	5,02	4,95	4,46	3,84	5,00	5,08
2004 gen.	9,89	7,64	7,04	8,49	8,23	3,64	4,28	5,02	4,92	4,49	4,06	5,12	5,16

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	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 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.		5,41	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,17
dic.		5,57	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 gen.		5,66	4,06	4,85	4,81	3,01	3,37	4,29

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 copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

4.5 Tassi 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 ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 feb.	0,91	2,56	3,68	2,34	3,23	1,19	2,73	4,73	2,69
mar.	0,87	2,45	3,54	2,29	3,19	1,14	2,61	4,66	2,52
apr.	0,84	2,39	3,54	2,31	3,14	1,11	2,53	4,62	2,44
mag.	0,84	2,34	3,47	2,24	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
giu.	0,76	2,18	3,47	2,23	3,01	0,99	2,26	4,45	2,19
lug.	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
ago.	0,68	2,04	3,42	1,99	2,88	0,88	2,20	4,26	2,05
set.	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
ott.	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,88	2,12	4,33	2,03
nov.	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
dic.	0,69	1,97	3,53	2,01	2,68	0,88	2,15	4,25	1,98
2004 gen.	0,69	1,94	3,36	2,02	2,65	0,95	2,09	4,24	1,95

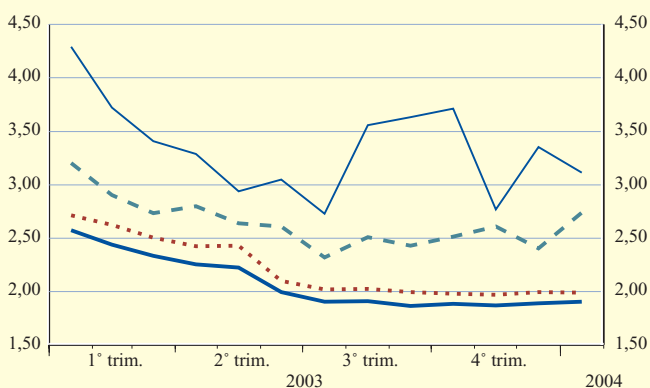
5. Tassi d'interesse sui prestiti (consistenze)

	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 feb.	5,48	5,43	5,62	8,69	7,53	6,23	5,18	4,82	5,25
mar.	5,45	5,36	5,55	8,64	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
apr.	5,39	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	8,34	7,26	6,00	4,55	4,19	4,75
ott.	5,04	4,92	5,20	8,17	7,12	5,85	4,55	4,12	4,70
nov.	4,96	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,51	4,17	4,67
dic.	4,96	4,88	5,14	8,04	7,04	6,00	4,53	4,23	4,66
2004 gen.	4,90	4,89	5,11	8,16	7,02	5,92	4,55	4,07	4,57

F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)

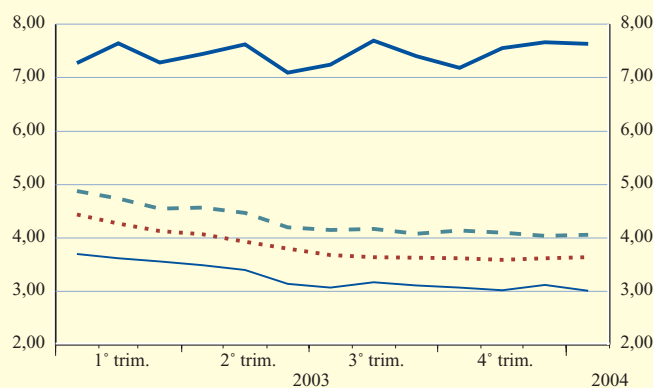
- di famiglie, fino a 1 anno
- ... di società non finanziarie, fino a 1 anno
- - di famiglie, oltre 2 anni
- di società non finanziarie, oltre 2 anni



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)

- a famiglie, crediti al consumo
- ... a famiglie, per acquisto di abitazione
- - a società non finanziarie, fino a 1 milione di euro
- a società non finanziarie, oltre 1 milione di euro



Fonte: BCE.

4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
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
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
2004 1° trim. ^(p)	2,02	2,06	2,06	2,08	2,15	1,12	0,05
2003 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
2004 gen.	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,13	0,06
feb.	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
mar. ^(p)	2,00	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05

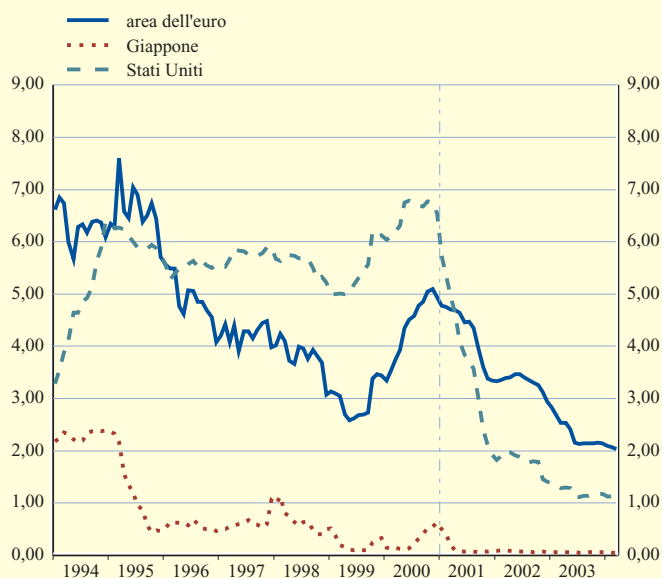
F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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)



Fonte: BCE.

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

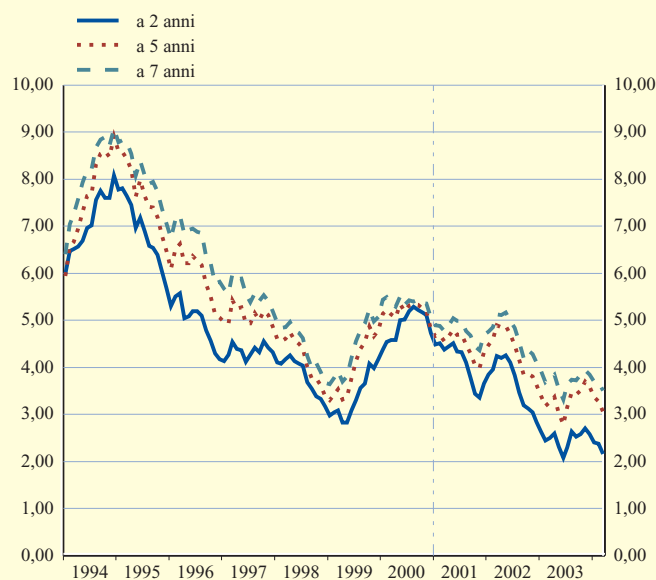
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					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
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
2004 1° trim. ^(p)	2,31	2,63	3,24	3,63	4,15	4,00	1,31
2003 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
2004 gen.	2,41	2,71	3,37	3,70	4,26	4,13	1,33
feb.	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
mar. ^(p)	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35

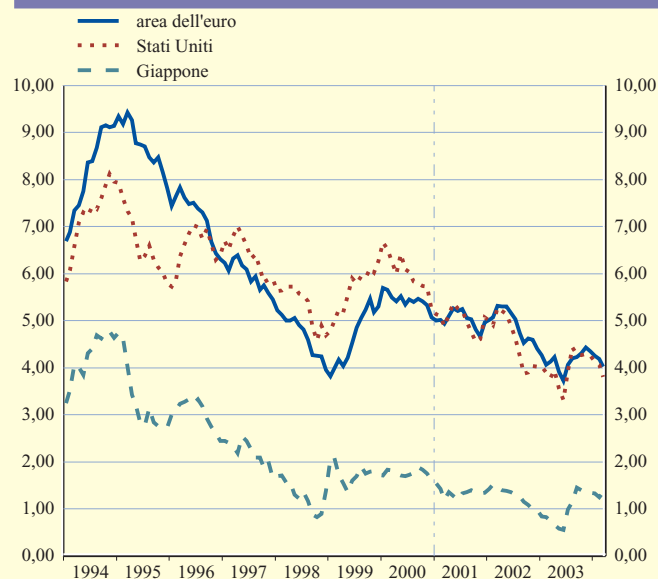
F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

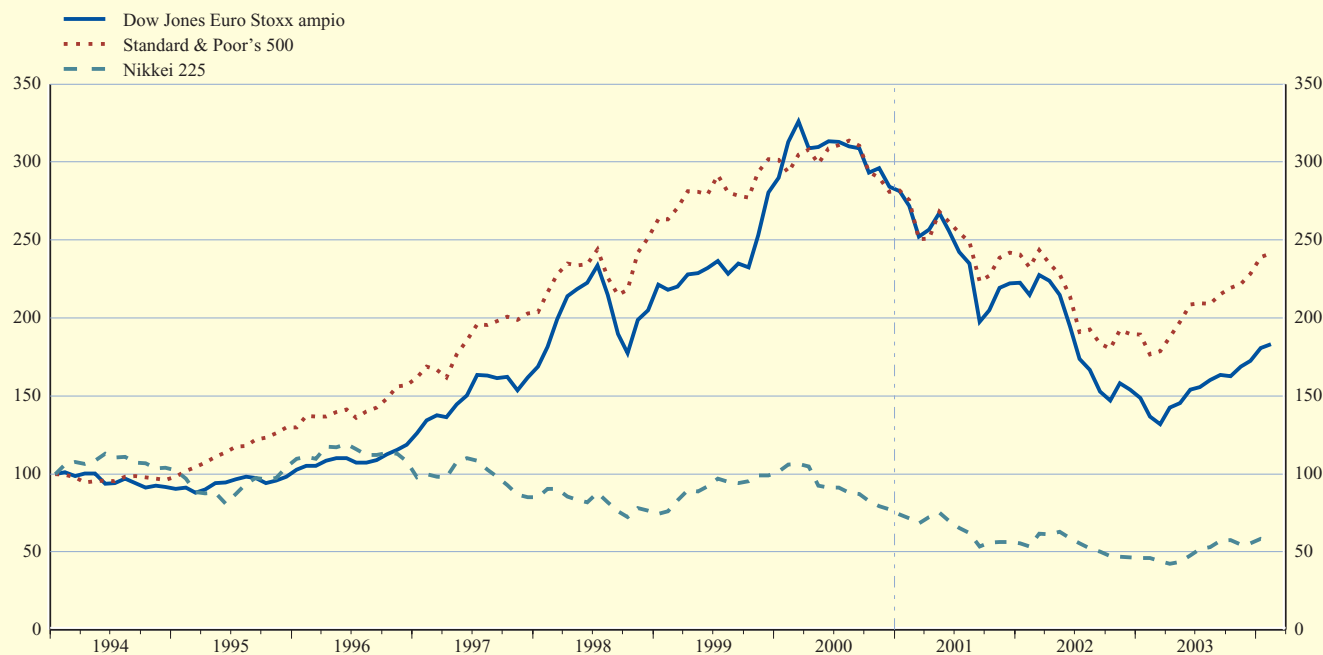
4.8 Indici del mercato azionario

(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
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
2004 1° trim. ^(p)	252,2	2.856,9	247,5	165,0	225,7	276,4	242,9	258,8	354,1	245,9	408,7	360,2	1.137,7	10.747,5
2003 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
2004 gen.	250,6	2.839,1	250,3	164,8	222,0	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,6	10.876,4
feb.	253,9	2.874,8	244,7	165,1	229,5	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,8	10.618,6
mar. ^(p)	250,3	2.827,4	240,2	161,6	229,1	286,2	236,0	253,9	351,2	254,1	399,0	378,9	1.123,7	11.425,2

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)¹⁾

	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 ²⁾	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2002 4° trim.	111,7	2,3	1,8	3,1	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,7
2003 1° trim.	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,9	0,1	4,4	0,5
2° trim.	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,8	0,5	0,2	-2,9	0,6
3° trim.	113,4	2,0	1,7	2,4	0,5	0,6	1,5	0,1	0,5	0,6
4° trim.	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,7
2003 ott.	113,8	2,0	1,7	2,5	0,1	0,5	-0,4	0,1	-0,4	0,2
nov.	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,2
dic.	114,2	2,0	1,8	2,3	0,1	0,2	-0,4	0,1	-0,2	0,3
2004 gen.	114,0	1,9	1,3	2,5	0,2	0,2	0,0	0,0	0,9	0,2
feb.	114,2	1,6	1,0	2,6	0,1	0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,3
mar. ³⁾		1,6								

	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 ²⁾	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2002 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
4° trim.	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2003 ott.	3,6	3,5	3,8	0,8	0,8	0,7	2,3	1,9	2,9	-0,8	2,7	3,4
nov.	3,9	4,0	3,8	1,1	0,7	2,2	2,2	1,9	2,8	-0,5	2,5	3,2
dic.	3,6	3,8	3,2	0,9	0,7	1,8	2,3	1,9	2,7	-0,7	2,3	3,2
2004 gen.	3,1	3,3	2,9	0,4	0,6	-0,4	2,3	1,9	2,3	-0,8	2,4	4,8
feb. ³⁾	2,7	3,2	1,9	0,2	0,8	-2,3	2,4	1,9	2,4	-1,0	2,5	4,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Con riferimento al 2004. 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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾	Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni ³⁾			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			
in perc. del totale ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	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	103,6	1,6	0,8	0,8	0,4	1,1	0,5	1,2	4,1	2,2	1,0	-4,0	-4,5	25,1
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	0,6	0,0	0,4	1,0	0,4	1,0	3,5	2,1	0,5	-6,5	-5,8	25,1
4° trim.	103,6	1,1	0,7	0,3	0,4	0,9	0,3	1,0	2,5	2,3	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	25,0
2003 ott.	103,6	0,9	0,6	0,2	0,4	1,0	0,4	1,1	1,7	-	0,3	-8,2	-3,7	24,7
nov.	103,7	1,4	0,8	0,4	0,5	1,1	0,3	1,3	3,6	-	0,9	1,1	0,2	24,6
dic.	103,6	1,0	0,6	0,4	0,4	0,6	0,3	0,7	2,1	-	0,4	-5,0	-0,2	24,0
2004 gen.	103,8	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,1	0,6	-1,2	-	0,2	-5,5	5,1	24,2
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-8,4	7,2	24,1
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	.	.	26,7

3. Costo orario del lavoro⁵⁾

	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
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
2003	110,0	2,9	2,8	3,3	3,2	3,3	2,7	2,4
2002 4° trim.	108,2	3,5	3,4	3,9	3,5	3,1	3,4	2,6
2003 1° trim.	108,9	3,1	2,9	3,7	3,2	3,0	2,6	2,7
2° trim.	109,7	3,2	3,1	3,7	3,8	3,9	3,2	2,4
3° trim.	110,4	2,8	2,7	3,0	3,1	3,1	2,7	2,4
4° trim.	111,0	2,5	2,5	2,7	2,7	3,0	2,4	2,2

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 12 e 13 (HWWA, Istituto per l'economia internazionale di 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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾								
1999	98,7	1,0	-3,1	0,7	1,3	-0,4	3,7	2,2
2000	100,0	1,4	1,7	-0,2	1,9	-0,4	4,6	1,7
2001	102,6	2,6	2,7	2,8	4,2	1,0	2,6	2,8
2002	104,8	2,2	-0,3	1,2	3,4	2,0	3,2	2,2
2002 3° trim.	105,0	1,9	-3,1	1,0	3,2	1,6	3,2	2,2
4° trim.	105,5	1,5	4,0	-0,1	3,1	1,2	3,1	1,5
2003 1° trim.	106,3	1,9	4,9	0,7	4,0	1,6	2,7	2,1
2° trim.	107,1	2,6	10,2	2,2	3,9	2,7	3,1	2,3
3° trim.	107,4	2,4	9,2	1,4	3,3	1,8	1,6	3,2
Redditi per occupato								
1999	97,4	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,5	2,3
2000	100,0	2,7	3,2	3,2	2,5	1,6	3,1	2,6
2001	102,8	2,8	2,5	2,9	3,1	2,8	1,6	3,2
2002	105,4	2,5	2,6	3,0	3,1	2,6	2,0	2,4
2002 3° trim.	105,8	2,5	-0,5	3,1	2,8	2,6	2,0	2,3
4° trim.	106,3	2,3	3,9	3,2	2,5	2,6	2,1	1,6
2003 1° trim.	107,1	2,4	5,0	3,3	2,6	2,3	2,1	2,0
2° trim.	107,7	2,6	8,8	3,2	3,4	2,6	2,4	2,0
3° trim.	108,4	2,5	6,3	2,8	3,1	1,7	1,4	3,2
Produttività del lavoro²⁾								
2000	100,0	1,3	1,4	3,5	0,6	2,0	-1,5	0,9
2001	100,2	0,2	-0,2	0,1	-1,0	1,8	-1,0	0,3
2002	100,6	0,3	2,9	1,7	-0,3	0,6	-1,2	0,1
2003	100,8	0,3	-1,2	1,9	-0,5	0,0	-0,4	0,0
2002 4° trim.	100,8	0,8	-0,1	3,3	-0,6	1,4	-1,0	0,1
2003 1° trim.	100,7	0,6	0,1	2,6	-1,4	0,7	-0,6	-0,1
2° trim.	100,5	0,0	-1,2	0,9	-0,5	0,0	-0,6	-0,3
3° trim.	100,9	0,1	-2,7	1,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
4° trim.	101,1	0,4	-0,9	2,6	0,2	-0,7	-0,4	0,4

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	4,9	8,5
2001	102,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,1	2,8	2,2	1,9	-0,3	-1,4
2003	107,2	2,1	1,9	1,9	2,2	1,5	-0,5	-1,2
2002 4° trim.	105,7	2,2	2,2	2,7	2,2	2,0	0,1	0,1
2003 1° trim.	106,3	1,9	2,0	2,3	2,1	1,5	0,3	0,5
2° trim.	106,8	2,1	1,8	1,8	2,2	1,5	-0,7	-1,6
3° trim.	107,6	2,2	2,1	1,7	2,7	1,5	-0,8	-1,5
4° trim.	108,1	2,2	1,8	1,8	1,8	1,5	-0,8	-2,0

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 ²⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ¹⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
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	6.842,6	6.729,1	3.921,5	1.371,3	1.443,7	-7,4	113,5	2.564,6	2.451,2
2002	7.073,3	6.891,6	4.032,9	1.441,0	1.430,5	-12,8	181,7	2.595,4	2.413,7
2003	7.254,0	7.093,7	4.149,4	1.501,3	1.434,9	8,1	160,4	2.582,4	2.422,0
2002 4° trim.	1.785,3	1.741,4	1.020,4	365,3	359,6	-3,9	43,9	656,4	612,5
2003 1° trim.	1.794,3	1.760,1	1.031,3	368,8	357,4	2,6	34,2	646,5	612,4
2° trim.	1.802,2	1.765,9	1.032,7	373,1	357,5	2,7	36,2	635,1	598,8
3° trim.	1.822,3	1.773,1	1.039,5	379,1	358,0	-3,5	49,2	648,8	599,6
4° trim.	1.835,3	1.794,5	1.045,9	380,3	362,0	6,3	40,7	652,0	611,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2003	100,0	97,8	57,2	20,7	19,8	0,1	2,2	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 4° trim.	0,0	0,3	0,3	0,1	0,3	-	-	-0,4	0,3
2003 1° trim.	0,0	0,4	0,4	0,5	-0,9	-	-	-1,5	-0,6
2° trim.	-0,1	0,1	0,0	0,6	-0,4	-	-	-0,9	-0,4
3° trim.	0,4	-0,2	0,2	0,6	-0,2	-	-	2,3	0,8
4° trim.	0,3	1,0	0,1	0,6	0,6	-	-	0,2	2,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,7	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,9	0,3	0,1	2,9	-2,8	-	-	1,5	-0,1
2003	0,4	1,0	1,0	1,9	-1,2	-	-	0,0	1,5
2002 4° trim.	1,1	0,9	0,6	2,2	-1,6	-	-	3,6	3,3
2003 1° trim.	0,7	1,3	1,3	1,9	-1,9	-	-	1,9	3,6
2° trim.	0,1	1,0	1,0	1,7	-0,8	-	-	-1,5	0,8
3° trim.	0,3	0,5	0,9	1,8	-1,2	-	-	-0,5	0,0
4° trim.	0,6	1,3	0,7	2,3	-0,8	-	-	0,1	1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	0,9	1,0	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,0	0,6	-0,6	0,2	0,6	-	-
2003	0,4	1,0	0,5	0,4	-0,2	0,3	-0,6	-	-
2002 4° trim.	1,1	0,9	0,3	0,4	-0,3	0,5	0,2	-	-
2003 1° trim.	0,7	1,2	0,7	0,4	-0,4	0,5	-0,5	-	-
2° trim.	0,1	1,0	0,5	0,3	-0,2	0,2	-0,8	-	-
3° trim.	0,3	0,5	0,5	0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-	-
4° trim.	0,6	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,5	-0,6	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Includere 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 ¹⁾	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>									
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.655,0	1.299,6	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,3	1.350,7	1.729,9	1.359,6	222,1	712,9
2002	6.561,7	149,4	1.425,7	362,7	1.386,6	1.810,2	1.427,0	226,5	738,1
2003	6.724,1	152,6	1.437,0	373,4	1.413,1	1.866,5	1.481,5	231,8	761,7
2002 4° trim.	1.654,9	37,2	357,1	91,5	349,9	457,3	361,9	57,3	187,7
2003 1° trim.	1.663,1	37,4	359,4	91,7	348,9	460,5	365,3	57,4	188,6
2° trim.	1.670,4	37,9	355,1	92,7	352,4	464,1	368,2	58,0	189,8
3° trim.	1.691,3	38,6	360,0	93,7	355,7	469,5	373,9	58,3	189,2
4° trim.	1.699,3	38,8	362,6	95,3	356,2	472,5	374,0	58,1	194,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 4° trim.	0,0	-1,4	-0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,7	0,5
2003 1° trim.	0,0	-1,2	0,3	-0,6	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4
2° trim.	-0,1	-1,0	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
3° trim.	0,5	-0,7	0,5	0,0	0,8	0,6	0,3	1,7	0,1
4° trim.	0,3	1,1	0,7	0,1	-0,3	0,1	0,5	-0,5	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,8	-0,3	4,0	2,5	5,2	4,3	2,5	7,1	1,8
2001	1,9	-1,2	0,5	-0,6	3,3	2,8	1,7	4,6	0,2
2002	0,9	0,6	0,2	-1,1	1,0	1,2	2,0	0,1	-0,2
2003	0,4	-3,1	-0,1	-0,8	0,5	0,8	1,2	1,7	0,8
2002 4° trim.	1,1	-2,4	1,4	-1,5	1,3	0,9	1,9	0,5	0,8
2003 1° trim.	0,7	-2,7	0,7	-2,0	0,7	1,0	1,4	1,4	1,1
2° trim.	0,1	-3,7	-1,0	-0,4	0,3	0,5	1,1	1,9	1,5
3° trim.	0,4	-4,3	-0,6	-0,4	0,7	1,0	1,0	2,4	0,4
4° trim.	0,6	-1,9	0,7	-0,4	0,3	0,9	1,2	1,2	0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	-	-
2003	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
2002 4° trim.	1,1	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,4	-	-
2003 1° trim.	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-	-
3° trim.	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
4° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-

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

	Totale		Industria escluse le costruzioni							Costruzioni	Industria manifatturiera	
	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici				
			Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli		Non durevoli			
in perc. del totale ¹⁾	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
2000	4,8	100,1	5,2	5,4	6,2	8,1	1,8	6,1	0,9	1,9	2,4	5,5
2001	0,4	100,5	0,4	0,2	-0,5	1,6	0,3	-2,1	0,8	1,4	0,7	0,3
2002	-0,5	99,9	-0,5	-0,8	0,0	-1,5	-0,5	-5,7	0,5	1,0	0,6	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	0,0	0,5	0,1	-0,7	-4,9	0,0	3,0	0,0	0,1
2002 4° trim.	0,8	99,8	1,3	1,4	2,8	1,2	0,5	-4,3	1,4	-0,4	-1,0	1,5
2003 1° trim.	0,5	100,1	0,8	0,3	1,1	0,8	-1,3	-6,0	-0,3	4,6	-1,9	0,5
2° trim.	-0,5	99,7	-0,8	-1,4	-0,6	-1,8	-1,7	-6,8	-0,8	2,1	0,8	-1,3
3° trim.	-0,3	100,3	-0,2	-0,6	-0,4	-1,2	0,1	-4,5	0,7	2,3	0,4	-0,5
4° trim.	1,1	101,2	1,5	1,5	1,9	2,2	0,0	-2,2	0,4	2,8	0,5	1,6
2003 ago.	-0,7	100,2	-0,2	-1,1	0,8	-3,5	-0,2	-6,0	0,6	3,8	-0,3	-1,0
set.	-1,0	99,8	-1,1	-1,3	-1,9	-1,6	-0,7	-5,3	-0,1	1,3	-0,6	-1,1
ott.	0,7	101,2	1,4	1,2	1,6	1,6	-0,3	-2,3	0,1	3,6	-1,2	1,3
nov.	0,5	101,1	1,0	1,2	1,3	2,1	-0,7	-3,6	-0,2	2,8	-2,1	1,3
dic.	2,3	101,3	2,2	2,1	2,9	3,0	1,1	-0,2	1,3	2,2	5,5	2,4
2004 gen.	.	101,0	0,9	1,0	1,6	0,6	0,1	0,1	0,2	1,5	.	1,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2003 ago.	-0,9	-	-0,5	-0,7	0,3	-1,8	-0,7	-3,0	-0,4	1,0	-2,4	-0,7
set.	-0,1	-	-0,4	-0,2	-1,1	0,4	-0,3	1,2	-0,5	-2,6	0,5	-0,3
ott.	0,9	-	1,4	1,4	1,6	1,9	0,2	1,1	0,3	3,1	-0,4	1,4
nov.	0,0	-	0,0	0,4	0,4	0,6	-0,1	-0,5	0,1	-3,2	0,0	0,3
dic.	0,5	-	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,5	0,1	0,3	0,7	5,1	0,0
2004 gen.	.	-	-0,3	-0,3	-0,2	-1,0	-0,5	0,6	-0,4	1,1	.	-0,4

4. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti		Prezzi costanti						Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,1	100,0	2,2	1,7	1,9	1,2	4,2	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,8	1,8	1,9	1,6	0,9	-0,2	968	-0,8
2002	106,1	1,9	101,8	0,0	0,9	-0,4	-2,0	-1,8	925	-4,4
2003	107,7	1,5	102,0	0,2	1,3	-0,6	-3,2	-0,3	912	-1,4
2002 4° trim.	106,9	1,8	102,1	0,1	1,7	-0,7	-1,6	-2,3	948	0,2
2003 1° trim.	107,6	2,5	102,2	0,9	2,3	0,4	-2,0	0,1	898	-2,6
2° trim.	107,5	1,7	102,1	0,8	1,6	-0,3	-2,0	0,1	898	-1,8
3° trim.	107,7	1,0	102,0	-0,4	1,3	-1,7	-5,0	-1,0	928	1,5
4° trim.	107,9	1,0	101,7	-0,3	0,0	-0,7	-3,6	-0,2	925	-2,4
2003 set.	107,9	1,2	102,1	0,3	1,8	-1,0	-4,4	0,0	938	1,9
ott.	108,5	1,2	103,0	0,7	1,0	-0,2	-1,4	0,2	927	-0,2
nov.	107,7	1,0	101,0	-1,5	-1,6	-1,3	-5,4	-1,0	932	0,0
dic.	107,6	0,7	101,2	-0,1	0,6	-0,4	-4,1	0,1	916	-7,4
2004 gen.	109,3	1,7	103,5	0,5	1,7	-0,2	.	.	904	1,1
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	916	2,5

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 2000.

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

5.2 Produzione e domanda

 (saldo percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (2000 = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia			Totale ⁵⁾		Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi	
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti							Aspettative di produzione
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	80,9	-18	-5	-21	38	-9
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	-26	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
4° trim.	95,7	-7	-21	9	8	81,0	-16	-5	-17	34	-9
2004 1° trim.	96,0	-7	-21	10	10	.	-14	-4	-13	30	-9
2003 ott.	95,6	-8	-22	10	8	81,2	-17	-5	-18	36	-9
nov.	96,0	-6	-21	8	10	-	-15	-4	-16	33	-8
dic.	95,6	-8	-21	10	7	-	-16	-5	-16	32	-10
2004 gen.	96,0	-6	-20	9	10	80,7	-15	-5	-14	31	-9
feb.	95,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
mar.	96,0	-7	-21	10	10	-	-14	-4	-13	30	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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
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	-29	-15	-13	-19	16	-3	5	-1	4	13
4° trim.	-20	-28	-12	-11	-15	15	-2	10	5	11	15
2004 1° trim.	-20	-29	-10	-10	-16	15	0	11	6	6	20
2003 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	-28	-9	-13	-17	16	-5	11	7	12	15
2004 gen.	-19	-28	-10	-10	-16	16	1	10	5	8	18
feb.	-21	-32	-9	-11	-16	14	-3	11	7	6	21
mar.	-19	-27	-10	-10	-17	14	1	11	5	5	22

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico 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 risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali. I risultati per gennaio 2004 non comprendono la Francia a causa di modifiche apportate ai questionari dalle indagini francesi. Pertanto tali risultati non sono del tutto confrontabili con quelli precedenti.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,2	7,1	25,1	14,4	29,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,409	2,2	2,5	0,7	-1,6	0,5	2,0	3,1	5,9	1,6
2001	133,238	1,4	1,6	0,2	-0,8	0,4	0,6	1,6	3,8	1,4
2002	133,943	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,159	0,2	0,2	0,1	-1,9	-1,9	-0,2	0,5	1,3	1,1
2002 4° trim.	133,887	0,2	0,3	-0,1	-2,2	-1,9	-0,8	-0,3	1,9	1,9
2003 1° trim.	133,928	0,1	0,1	0,0	-2,7	-1,9	-0,6	-0,2	1,6	1,5
2° trim.	134,089	0,2	0,2	0,3	-2,3	-1,9	0,3	0,4	1,2	1,3
3° trim.	134,107	0,2	0,2	0,2	-1,8	-2,0	-0,1	0,8	1,1	0,9
4° trim.	134,180	0,2	0,2	0,0	-0,9	-1,9	-0,3	1,0	1,2	0,7
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2002 4° trim.	0,019	0,0	0,0	0,1	-0,7	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,4
2003 1° trim.	0,041	0,0	0,0	0,1	-0,9	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,3
2° trim.	0,161	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
3° trim.	0,018	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	0,4	0,3	0,0
4° trim.	0,073	0,1	0,0	0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,2

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,4		21,6		49,9		50,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	11,688	8,4	9,094	7,4	2,594	16,2	5,763	7,3	5,925	9,9
2003	12,283	8,8	9,624	7,7	2,659	16,8	6,134	7,7	6,149	10,1
2002 4° trim.	11,966	8,6	9,343	7,6	2,623	16,4	5,943	7,5	6,023	10,0
2003 1° trim.	12,201	8,7	9,525	7,7	2,676	16,8	6,079	7,7	6,122	10,1
2° trim.	12,306	8,8	9,635	7,8	2,672	16,8	6,137	7,7	6,170	10,2
3° trim.	12,310	8,8	9,662	7,8	2,648	16,7	6,148	7,7	6,162	10,1
4° trim.	12,317	8,8	9,697	7,8	2,620	16,7	6,170	7,8	6,148	10,1
2003 ago.	12,310	8,8	9,662	7,8	2,648	16,7	6,147	7,7	6,163	10,1
set.	12,315	8,8	9,677	7,8	2,637	16,7	6,161	7,7	6,154	10,1
ott.	12,320	8,8	9,694	7,8	2,626	16,7	6,171	7,8	6,149	10,1
nov.	12,318	8,8	9,700	7,8	2,618	16,7	6,170	7,8	6,148	10,1
dic.	12,314	8,8	9,698	7,8	2,617	16,7	6,167	7,8	6,147	10,1
2004 gen.	12,321	8,8	9,704	7,8	2,618	16,7	6,171	7,8	6,151	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 per l'occupazione, nel 2003 per la disoccupazione.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾
(in percentuale del PIL)1. Area dell'euro ²⁾: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ³⁾
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1994	47,5	47,1	11,6	9,2	2,0	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,4	0,4	0,2	42,8
1995	47,1	46,6	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,6
1996	47,9	47,4	12,0	9,3	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	2,6	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,4	0,6	0,4	43,7
1998	47,6	47,2	12,5	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,4
1999	48,1	47,6	12,8	9,9	2,5	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,4	0,5	0,3	43,9
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,5	0,3	43,7
2001	47,0	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,5	0,3	42,8
2002	46,4	45,9	12,1	9,5	2,4	13,9	0,5	16,0	8,4	4,7	2,2	0,5	0,3	42,3

2. Area dell'euro ²⁾: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ⁴⁾	
		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	26,5	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	52,2	48,2	11,2	4,8	5,7	26,5	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,5
1997	50,8	47,1	11,0	4,7	5,1	26,2	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	25,9	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,1
1999	49,4	45,3	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	1,5	0,1	44,6
2001	48,7	44,5	10,5	4,7	4,0	25,3	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	25,6	22,8	1,8	0,5	4,0	2,4	1,6	0,0	45,0

3. Area dell'euro ²⁾: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁵⁾							
	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,9	11,3	4,9	5,1	1,9	-2,4	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,6	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,4	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,7	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	-2,4	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,1	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,4	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,1	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,4	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	-2,3	8,1	11,9
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,2	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,4	20,4	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,2	8,2	12,1

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-2,0	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,3	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,5	-2,8	-1,4	-0,4	-1,5	1,1	-2,6	6,3	0,0	0,2	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,4	0,0	-3,2	-0,2	-2,3	2,7	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,2	-3,9	-1,7	0,3	-4,1	0,2	-2,4	-0,1	-3,0	-1,1	-2,8	2,3

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

- 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.
- I dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli euro 11.
- Comprende le imposte e i contributi sociali.
- Spese totali meno spese per interessi.
- Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle Amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro ²⁾: 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 ³⁾				Altri creditori ⁴⁾
						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	8,7	16,2	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	13,4	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,2	10,2	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,2
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	46,0	22,8	13,3	9,9	23,6
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,7	22,5	12,5	9,7	24,5
2002	69,0	2,5	11,7	6,7	48,0	43,0	21,3	12,1	9,6	26,0

2. Area dell'euro ²⁾: debito pubblico per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁵⁾				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 ⁶⁾	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	6,4	65,6	4,8	14,4	26,9	30,7	70,3	-	1,7
2000	69,6	58,0	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,3	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	2,9	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	3,1	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
2000	109,1	60,2	106,2	61,2	57,2	38,4	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	106,9	57,5	56,8	36,1	110,6	5,5	52,9	67,1	55,6	43,9
2002	105,8	60,8	104,7	54,6	58,6	32,3	108,0	5,7	52,6	66,6	58,1	42,6
2003	100,5	64,2	102,4	50,8	63,0	32,0	106,2	4,9	54,8	65,0	59,4	45,3

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

- 1) Dati parzialmente stimati. Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche; valore nominale a fine anno. Le quote detenute da altri governi non sono consolidate.
- 2) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- 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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro ²⁾: variazione del debito pubblico, distinta per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumento finanziario				Detentori			Altri creditori ⁸⁾
		Fabbisogno ³⁾	Effetti di rivalutazione ⁴⁾	Altre variazioni in volume ⁵⁾	Effetto di aggregazione ⁶⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁷⁾	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	0,3	0,1	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,6	1,7	-0,3	-0,5	0,0	2,3

2. Area dell'euro ²⁾: raccordo disavanzo – debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁹⁾	Raccordo disavanzo – debito ¹⁰⁾											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ¹²⁾
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹¹⁾	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	0,2
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,5	-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	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. Variazione annua del debito lordo, espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- 3) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 4) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 5) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 6) 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.
- 7) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 9) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 10) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.
- 12) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (credito al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).

7

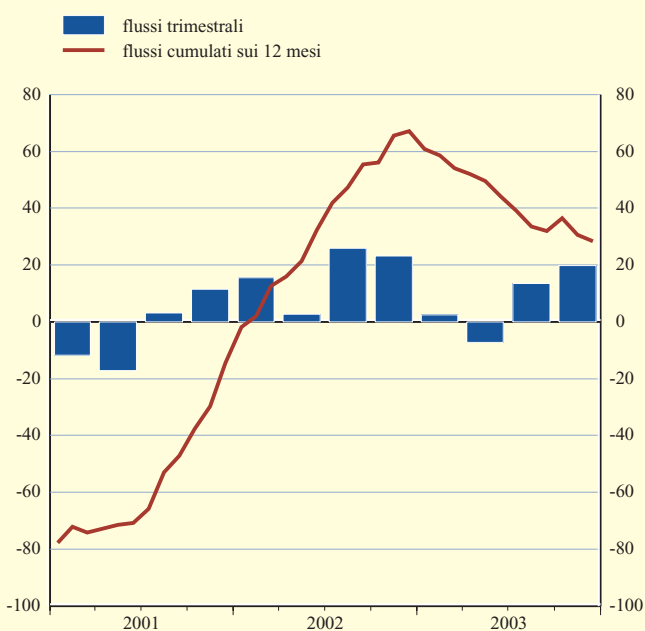
TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni nette)

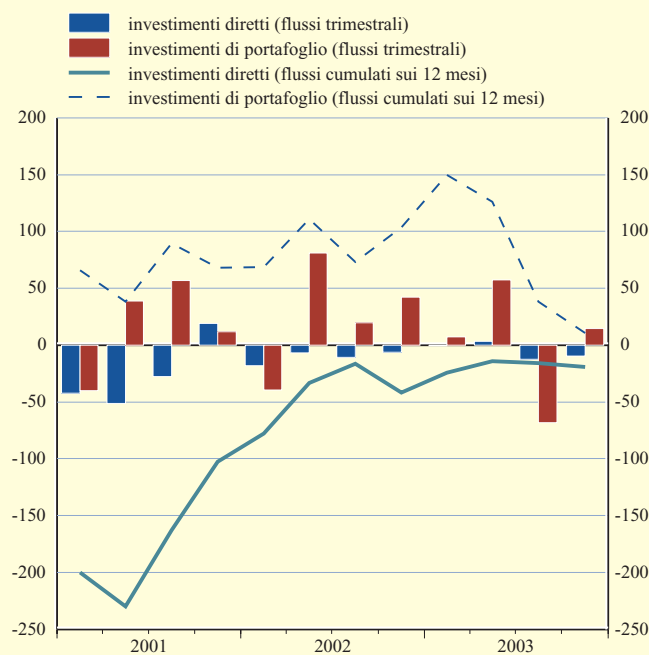
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	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
2003	28,5	109,6	17,9	-44,8	-54,2	11,3	39,8	-70,9	-19,5	10,8	-12,9	-78,0	28,7	31,1
2002 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.	-7,3	23,4	4,9	-15,9	-19,7	1,9	-5,4	-33,0	3,5	57,4	-1,5	-94,3	1,9	38,4
3° trim.	13,6	37,3	4,7	-9,8	-18,6	2,6	16,2	-8,8	-12,4	-68,4	-4,5	74,5	1,9	-7,3
4° trim.	19,7	32,2	6,6	-6,3	-12,8	4,9	24,6	-3,9	-9,8	14,7	-4,4	-17,5	13,1	-20,6
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.	-7,6	6,3	0,7	-8,1	-6,6	0,1	-7,6	16,0	-16,1	26,8	-3,5	8,2	0,7	-8,5
mag.	-1,7	7,2	1,5	-4,8	-5,7	0,2	-1,4	-27,0	0,0	9,5	1,4	-38,2	0,4	28,5
giu.	2,0	9,9	2,7	-3,1	-7,4	1,6	3,6	-21,9	19,7	21,1	0,6	-64,2	0,8	18,3
lug.	3,1	15,5	2,6	-8,7	-6,2	0,8	3,9	-11,0	-4,2	-47,3	-2,4	41,0	1,8	7,1
ago.	3,7	10,4	0,3	-1,3	-5,7	1,7	5,4	7,5	-3,4	-35,3	-2,3	48,3	0,3	-12,9
set.	6,8	11,5	1,9	0,1	-6,7	0,1	6,9	-5,4	-4,8	14,2	0,2	-14,7	-0,2	-1,5
ott.	9,3	14,5	2,6	-4,7	-3,2	1,1	10,4	-4,4	-10,6	26,7	1,9	-22,7	0,2	-6,0
nov.	4,7	8,9	1,5	0,6	-6,3	1,3	6,0	-3,5	0,9	-2,3	0,5	-8,0	5,5	-2,5
dic.	5,7	8,8	2,5	-2,3	-3,3	2,5	8,2	3,9	-0,1	-9,6	-6,8	13,1	7,3	-12,2
2004 gen.	-5,3	4,2	-1,2	-9,6	1,4	0,4	-4,9	-24,6	-11,0	-11,5	-0,6	1,7	-3,2	29,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 gen.	28,4	112,3	17,2	-45,1	-56,0	9,6	38,0	-83,3	-28,2	-0,1	-12,0	-66,9	23,9	45,3

F27 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)



F28 Investimenti diretti e di portafoglio (miliardi di euro)



Fonte: BCE.

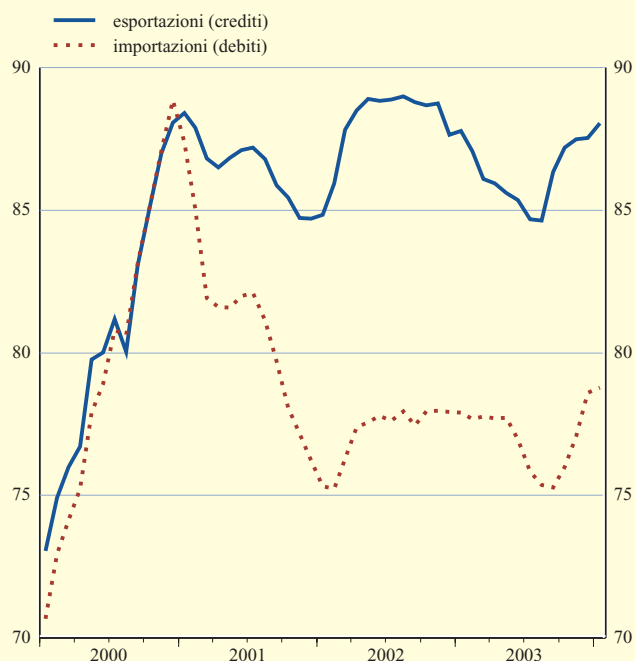
7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

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 4° trim.	431,4	414,5	16,9	262,9	233,8	82,9	79,3	62,5	67,4	23,1	34,1
2003 1° trim.	419,0	414,8	4,2	258,2	233,3	83,6	77,9	55,9	69,9	21,1	33,7
2° trim.	413,1	411,0	2,1	256,1	230,9	79,2	76,6	58,7	69,2	19,1	34,4
3° trim.	415,1	405,8	9,3	259,0	225,8	79,6	76,5	57,5	67,0	18,9	36,5
4° trim.	419,5	406,2	13,2	262,6	235,8	81,1	74,4	54,7	64,7	21,0	31,3
2003 gen.	143,3	140,9	2,4	88,1	78,4	28,7	26,4	19,4	24,7	7,2	11,4
feb.	139,6	137,9	1,8	87,0	77,3	27,5	25,9	18,5	23,4	6,7	11,3
mar.	136,0	136,0	0,0	83,2	77,7	27,5	25,6	18,1	21,8	7,2	10,9
apr.	141,6	140,3	1,3	87,7	78,2	26,8	25,7	21,1	25,1	6,0	11,3
mag.	137,3	136,0	1,4	85,9	77,3	26,1	25,6	19,0	21,8	6,3	11,3
giu.	134,2	134,8	-0,6	82,5	75,4	26,3	25,3	18,6	22,3	6,8	11,8
lug.	137,5	135,4	2,1	85,6	74,9	26,2	25,4	19,4	23,1	6,3	12,1
ago.	138,4	136,5	1,8	85,8	75,9	26,2	25,7	19,9	22,8	6,5	12,2
set.	139,2	133,8	5,4	87,6	75,1	27,2	25,4	18,2	21,1	6,1	12,2
ott.	139,8	131,9	8,0	88,1	77,0	27,5	24,6	17,8	22,2	6,4	8,1
nov.	139,1	137,0	2,1	86,7	79,1	27,0	25,3	18,8	20,2	6,6	12,3
dic.	140,6	137,3	3,2	87,8	79,7	26,6	24,5	18,1	22,2	8,0	10,9
2004 gen.	141,4	138,9	2,5	89,7	77,5	26,7	25,5	17,8	23,1	7,1	12,7

F29 Conto dei beni

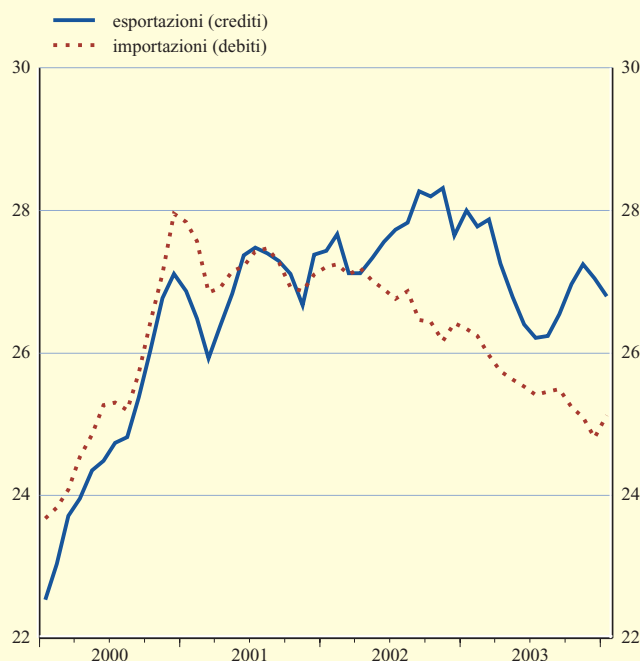
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

F30 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



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 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
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
2003	1.668,1	1.639,6	28,5	1.036,4	926,8	323,4	305,6	226,7	271,5	81,5	135,8	20,4	9,1
2002 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.	410,0	417,2	-7,3	254,4	231,0	79,2	74,3	61,6	77,6	14,7	34,4	4,5	2,6
3° trim.	412,1	398,5	13,6	256,3	219,0	85,8	81,1	54,5	64,4	15,4	34,0	3,9	1,4
4° trim.	431,7	412,0	19,7	273,0	240,8	82,7	76,1	57,2	63,5	18,9	31,7	6,7	1,8
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.	137,3	144,9	-7,6	85,6	79,3	25,8	25,1	21,3	29,3	4,7	11,3	0,5	0,4
mag.	134,8	136,5	-1,7	84,2	76,9	25,9	24,4	19,7	24,5	5,0	10,6	1,4	1,2
giu.	137,9	135,8	2,0	84,7	74,8	27,5	24,8	20,7	23,8	5,0	12,4	2,6	1,0
lug.	146,9	143,8	3,1	91,3	75,8	30,7	28,1	19,6	28,2	5,3	11,6	1,3	0,5
ago.	125,5	121,8	3,7	76,4	66,0	26,9	26,6	17,2	18,5	5,0	10,7	2,1	0,4
set.	139,7	132,9	6,8	88,7	77,2	28,2	26,3	17,8	17,7	5,0	11,8	0,6	0,5
ott.	148,6	139,3	9,3	98,1	83,6	28,7	26,0	17,1	21,8	4,7	7,9	1,6	0,5
nov.	135,0	130,3	4,7	87,3	78,4	25,0	23,5	17,1	16,4	5,7	12,0	1,8	0,5
dic.	148,1	142,4	5,7	87,7	78,8	29,0	26,5	23,0	25,3	8,5	11,8	3,4	0,9
2004 gen.	139,3	144,6	-5,3	81,6	77,4	23,5	24,7	16,7	26,3	17,6	16,2	0,8	0,4

4. Conto dei redditi

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Totale		Investimenti diretti					
					Crediti 5	Debiti 6	Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
							Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 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 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.	61,6	77,6	3,6	1,4	58,0	76,1	16,0	17,5	13,1	15,2	3,0	2,3
3° trim.	54,5	64,4	3,6	1,5	50,9	62,9	12,9	13,8	10,7	12,4	2,1	1,4

	Redditi da capitale									
	Investimenti di portafoglio						Altri investimenti			
	Totale		Dividendi		Interessi		Crediti 19	Debiti 20		
	Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18				
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 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.	23,5	37,6	7,9	21,1	15,6	16,6	18,5	21,0		
3° trim.	21,5	31,0	4,8	10,3	16,7	20,7	16,6	18,1		

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						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2003	-131,5	-93,7	2,0	-95,7	-37,8	-0,3	-37,5	112,0	100,7	2,8	97,9	11,3	-0,6	11,9
2002 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.	-36,9	-23,8	5,3	-29,1	-13,1	0,0	-13,1	40,4	30,1	1,9	28,2	10,3	0,0	10,3
3° trim.	-29,5	-32,7	-1,1	-31,6	3,2	-0,2	3,4	17,1	18,7	0,5	18,2	-1,6	-0,4	-1,2
4° trim.	-28,6	-17,9	-0,4	-17,6	-10,7	0,0	-10,7	18,9	26,3	-0,5	26,8	-7,4	-0,1	-7,3
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.	-26,6	-8,3	-1,3	-7,0	-18,3	0,0	-18,4	10,5	7,7	0,2	7,5	2,8	0,0	2,8
mag.	-16,5	-16,4	-0,7	-15,7	-0,2	0,0	-0,1	16,5	15,5	0,2	15,3	1,0	-0,1	1,0
giu.	6,3	0,9	7,3	-6,4	5,4	0,0	5,4	13,5	6,9	1,5	5,5	6,5	0,1	6,4
lug.	-9,0	-7,8	-1,0	-6,8	-1,2	-0,1	-1,1	4,8	4,3	0,1	4,2	0,5	-0,6	1,1
ago.	-2,5	-10,6	-0,4	-10,1	8,0	-0,1	8,1	-0,9	1,2	0,2	0,9	-2,0	0,1	-2,1
set.	-17,9	-14,3	0,3	-14,7	-3,6	0,0	-3,6	13,1	13,2	0,2	13,0	-0,1	0,1	-0,1
ott.	-11,8	-6,7	2,0	-8,8	-5,1	0,0	-5,1	1,3	5,3	0,0	5,3	-4,0	0,1	-4,1
nov.	-3,7	1,3	-4,0	5,3	-5,0	0,0	-4,9	4,6	5,2	0,0	5,2	-0,6	-0,1	-0,5
dic.	-13,1	-12,5	1,6	-14,1	-0,6	0,0	-0,6	13,0	15,8	-0,4	16,2	-2,8	-0,1	-2,7
2004 gen.	-8,0	-3,5	-0,8	-2,7	-4,5	0,0	-4,5	-2,9	6,2	0,1	6,1	-9,2	0,0	-9,2

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
2003	-294,2	305,0	-75,7	113,6	-218,6	-171,8	-46,8	191,5	195,2	-3,7
2002 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.	-102,9	160,3	-32,9	29,3	-70,0	-59,7	-10,3	130,9	117,2	13,7
3° trim.	-67,5	-0,9	-23,6	21,4	-43,9	-39,1	-4,9	-22,2	-10,5	-11,8
4° trim.	-76,6	91,3	-30,0	59,1	-46,6	-23,1	-23,5	32,2	40,5	-8,3
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.	-21,1	47,9	-10,4	14,1	-10,8	-15,5	4,7	33,8	17,1	16,7
mag.	-35,0	44,5	-7,8	-5,9	-27,2	-19,6	-7,6	50,4	48,3	2,1
giu.	-46,7	67,9	-14,7	21,2	-32,0	-24,6	-7,4	46,7	51,8	-5,1
lug.	-31,0	-16,3	-12,0	9,7	-19,0	-22,8	3,8	-26,0	-22,6	-3,4
ago.	-14,4	-20,9	-6,0	0,8	-8,4	-7,0	-1,4	-21,7	-7,9	-13,9
set.	-22,2	36,3	-5,6	10,9	-16,5	-9,3	-7,2	25,5	20,0	5,5
ott.	-34,2	60,9	-14,4	27,6	-19,8	-10,4	-9,4	33,3	17,8	15,5
nov.	-26,5	24,2	-5,5	14,4	-21,0	-15,0	-6,0	9,7	9,6	0,1
dic.	-15,9	6,2	-10,1	17,1	-5,8	2,3	-8,1	-10,8	13,2	-24,0
2004 gen.	-48,3	36,8	-14,2	-1,4	-34,1	-16,8	-17,2	38,2	21,7	16,5

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									
						Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			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
2003	-0,3	-14,0	-61,3	.	.	-1,9	-65,2	-104,6	.	.	-0,2	-25,3	-21,3	.	.
2002 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	-33,5	-0,8	-32,7	-0,2	-25,6	-33,8	0,0	-33,8	1,1	-1,4	-10,0	1,0	-11,0
3° trim.	-0,1	-6,2	-17,3	-0,8	-16,5	-1,4	-8,8	-28,9	-0,3	-28,6	0,1	-1,0	-4,0	-0,1	-3,9
4° trim.	0,0	-4,8	-25,1	.	.	0,1	-7,9	-15,2	.	.	-0,1	-15,6	-7,9	.	.
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	0,6	-10,9	.	.	-0,1	-8,0	-7,4	.	.	0,5	3,2	1,0	.	.
mag.	0,0	0,3	-8,0	.	.	-0,2	-2,7	-16,6	.	.	0,9	-6,2	-2,3	.	.
giu.	0,0	-0,2	-14,5	.	.	0,1	-14,8	-9,8	.	.	-0,4	1,6	-8,6	.	.
lug.	0,0	-2,0	-9,9	.	.	-0,1	-1,8	-20,9	.	.	0,2	-3,3	6,9	.	.
ago.	0,0	-1,0	-5,0	.	.	-0,6	-2,3	-4,1	.	.	0,1	4,0	-5,4	.	.
set.	0,0	-3,2	-2,4	.	.	-0,7	-4,7	-3,9	.	.	-0,1	-1,7	-5,4	.	.
ott.	0,0	-4,9	-9,5	.	.	0,1	-2,4	-8,1	.	.	0,0	-5,3	-4,1	.	.
nov.	0,0	1,4	-6,9	.	.	0,0	-8,9	-6,1	.	.	-0,1	-2,7	-3,2	.	.
dic.	0,0	-1,3	-8,8	.	.	0,0	3,3	-1,0	.	.	0,0	-7,6	-0,5	.	.
2004 gen.	0,0	-1,4	-12,8	.	.	0,0	-11,3	-5,6	.	.	0,1	-16,6	-0,8	.	.

8. Altri investimenti: scomposizione per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori	
							Totale		A lungo		A breve			
	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	
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
2003	-224,8	146,8	-0,7	-3,1	-0,9	-4,0	-151,8	134,7	-62,7	69,3	-89,1	65,4	-71,3	19,3
2002 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.	-123,5	29,2	0,2	2,3	-2,0	3,9	-103,1	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-18,5	-3,9
3° trim.	84,7	-10,2	0,4	3,0	-0,3	4,8	87,6	-7,4	-13,2	16,6	100,8	-24,0	-3,0	-10,6
4° trim.	-71,5	53,9	-0,8	-4,0	3,2	-4,3	-70,9	55,0	-23,0	30,5	-47,8	24,5	-3,0	7,2
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.	-46,0	54,2	0,0	-0,3	0,7	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-14,1	-0,4
mag.	-46,5	8,2	0,7	0,9	-3,7	1,3	-35,1	3,8	-1,7	2,7	-33,5	1,0	-8,3	2,3
giu.	-31,0	-33,2	-0,5	1,6	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	3,9	-5,8
lug.	38,5	2,5	0,1	1,7	-2,5	1,9	42,3	2,6	-4,6	8,6	47,0	-6,0	-1,4	-3,6
ago.	77,9	-29,7	0,3	0,5	0,5	0,4	73,3	-30,3	-2,6	2,7	75,9	-33,0	3,8	-0,3
set.	-31,7	17,0	0,0	0,8	1,7	2,5	-28,0	20,3	-5,9	5,3	-22,1	15,0	-5,3	-6,6
ott.	-47,9	25,3	-0,3	-0,3	1,7	-1,8	-39,8	24,6	-8,4	7,0	-31,4	17,6	-9,5	2,8
nov.	-36,5	28,5	0,4	-3,9	0,9	1,6	-36,2	29,9	-7,1	8,2	-29,1	21,7	-1,6	0,9
dic.	13,0	0,2	-0,9	0,2	0,6	-4,0	5,1	0,5	-7,5	15,3	12,7	-14,8	8,1	3,4
2004 gen.	-66,4	68,1	-0,2	1,4	-1,4	-4,9	-61,6	75,4	-3,3	-2,2	-58,3	77,6	-3,2	-3,9

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 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	-1,7	3,6	1,9	-0,3	0,3	0,0
3° trim.	0,4	3,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	4,7	4,6	-0,2	0,1	-0,1

	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 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.	-103,8	28,6	-75,2	0,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,4	-1,5	-9,9	-9,8	-19,6	-7,5	6,2	-1,2
3° trim.	87,9	-6,1	81,8	-0,3	-1,3	-1,6	-1,4	0,5	-0,9	-2,7	-8,4	-11,1	1,1	-2,7	-1,5

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 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.	1,9	0,0	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
3° trim.	1,9	0,1	0,0	-0,7	2,5	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

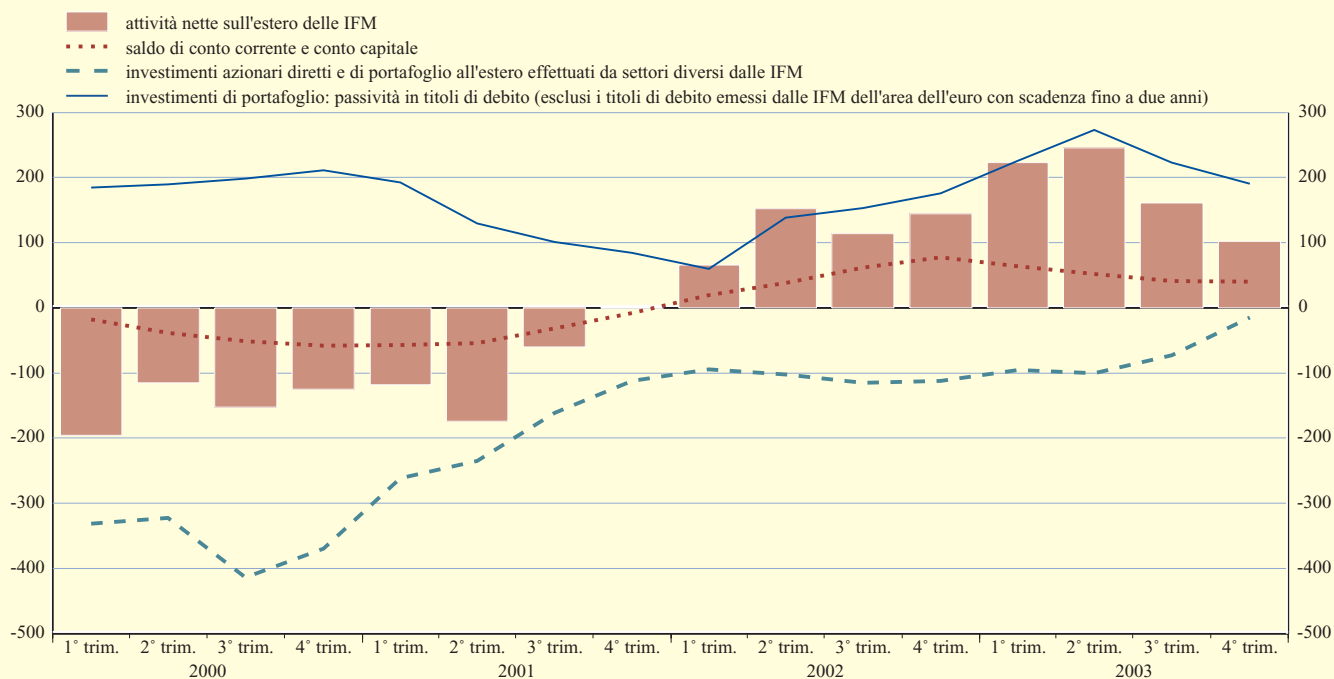
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3

	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	Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
		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 ¹⁾	Titoli di debito ²⁾						
	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	166,0
2003	39,8	-133,1	112,6	-187,2	118,4	190,5	-72,3	15,2	-12,9	31,1	102,2	94,4
2002 4° trim.	25,6	-35,5	35,2	-23,8	4,0	51,5	-10,7	11,9	-2,9	22,9	78,4	86,0
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	32,7
2° trim.	-5,4	-42,1	40,4	-77,3	32,9	133,2	-20,5	0,0	-1,5	38,4	98,1	96,3
3° trim.	16,2	-28,2	17,5	-50,3	23,5	-7,3	-3,3	-5,8	-4,5	-7,3	-49,4	-50,7
4° trim.	24,6	-28,3	18,9	-48,2	55,2	18,9	0,2	2,9	-4,4	-20,6	19,1	16,2

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2000	21,7	29,4	1.001,1	480,1	217,4	261,4	874,7	1.023,8	589,4	183,0	220,8	744,8	122,5
2001	6,1	-0,9	1.063,6	492,7	236,6	287,8	932,1	1.012,5	576,1	178,4	226,5	738,6	107,9
2002	2,1	-2,7	1.085,5	513,1	228,2	309,9	948,9	985,3	559,7	163,6	234,5	717,4	105,1
2003	-2,8	-0,4	1.056,5	495,9	219,3	297,2	915,6	983,1	547,3	159,8	237,4	707,6	107,9
2002 3° trim.	3,8	-1,4	272,1	127,7	57,4	78,5	237,9	245,7	139,3	41,7	58,2	180,5	26,4
4° trim.	2,3	2,5	269,6	127,7	56,8	76,9	235,1	247,1	139,7	40,8	59,4	178,1	27,6
2003 1° trim.	-1,1	3,4	266,3	125,7	54,8	75,2	230,4	250,3	143,2	41,0	58,5	177,5	29,9
2° trim.	-5,9	-3,0	259,5	122,9	53,2	72,8	225,5	244,1	134,4	39,3	59,6	177,0	25,5
3° trim.	-2,6	-2,0	264,6	124,6	55,9	74,5	230,0	241,4	134,3	38,7	59,0	174,8	26,3
4° trim.	-1,3	0,2	266,1	122,7	55,4	74,6	229,8	247,3	135,5	40,8	60,3	178,3	26,1
2003 ago.	-5,9	-5,4	88,5	42,2	17,9	24,9	76,8	81,1	45,0	12,9	19,7	57,5	8,8
set.	1,5	1,9	88,9	41,8	19,3	25,1	77,7	80,4	45,4	12,7	19,7	58,6	8,9
ott.	-1,9	-2,1	88,9	40,3	18,2	25,2	76,7	81,3	43,9	13,7	20,2	59,6	8,2
nov.	-5,7	-2,4	88,1	41,1	18,2	24,8	76,5	83,3	45,4	13,9	20,1	59,3	8,6
dic.	4,2	5,6	89,1	41,4	18,9	24,6	76,6	82,7	46,1	13,2	20,0	59,4	9,3
2004 gen.	-3,3	-6,4	89,4	41,5	18,9	24,4	76,6	81,8	45,3	13,1	19,9	59,4	8,3
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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	108,6	108,1	105,6	98,8	99,1	96,0	99,9	97,6	98,9
2002	3,0	-0,2	108,4	107,9	105,3	116,1	108,4	98,6	99,4	90,3	104,6	96,6	100,8
2003	.	2,8	.	107,3	105,1	.	108,1	101,5	99,5	93,7	109,2	99,2	.
2002 3° trim.	6,0	2,3	109,3	108,0	106,7	118,5	109,3	99,0	99,3	93,2	104,7	98,0	102,2
4° trim.	3,5	2,0	108,3	107,6	105,7	115,9	108,3	99,0	98,6	91,6	106,9	97,1	101,2
2003 1° trim.	1,6	3,6	108,2	107,3	103,8	115,2	107,5	100,5	99,9	95,0	106,8	98,1	97,2
2° trim.	-2,4	2,0	107,1	106,3	102,4	112,3	106,4	102,1	99,7	92,7	109,6	99,3	103,4
3° trim.	0,4	1,3	109,6	108,6	107,8	115,0	109,1	100,5	99,2	90,8	108,2	98,3	107,0
4° trim.	.	4,1	.	106,9	106,5	.	109,4	103,0	99,2	96,2	112,1	101,0	.
2003 ago.	-2,9	-2,4	110,2	110,1	104,0	115,7	109,5	101,3	99,4	90,9	108,6	97,1	104,1
set.	4,5	4,4	110,2	109,1	111,9	116,2	110,5	99,6	99,8	88,6	107,3	98,0	108,3
ott.	1,6	1,6	110,7	104,9	105,2	116,9	109,7	101,6	97,2	96,2	111,1	100,5	97,2
nov.	-2,8	0,8	109,4	107,4	105,8	114,6	109,3	103,4	99,0	98,0	111,7	100,4	99,8
dic.	.	10,5	.	108,4	108,5	.	109,3	104,0	101,4	94,4	113,6	102,0	.
2004 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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	100,9	100,7	100,2	101,9	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	89,1
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,7	102,1	100,0	97,6	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	.	-3,1	.	96,3	95,9	.	96,8	94,7	93,4	93,2	98,5	95,9	.
2002 3° trim.	-2,0	-3,6	99,5	98,5	99,0	101,4	99,5	97,1	95,3	97,9	100,7	98,9	84,5
4° trim.	-1,1	0,4	99,5	98,9	98,8	101,5	99,3	97,6	96,3	97,3	100,7	98,5	89,0
2003 1° trim.	-2,7	-0,2	98,3	97,6	97,2	99,9	98,0	97,4	97,3	94,3	99,3	97,2	100,5
2° trim.	-3,6	-5,0	96,9	96,3	95,5	99,2	96,9	93,5	91,7	92,8	98,5	95,7	80,5
3° trim.	-3,0	-3,3	96,5	95,7	95,4	99,1	96,4	93,9	92,0	93,2	98,8	95,6	80,3
4° trim.	.	-3,7	.	95,7	95,7	.	96,0	93,9	92,8	92,7	97,4	94,9	.
2003 ago.	-3,1	-3,1	96,3	95,8	94,9	98,9	96,2	93,9	92,2	92,9	98,4	95,4	82,3
set.	-2,8	-2,4	96,7	95,8	95,1	99,3	96,4	94,7	92,6	94,1	99,7	96,3	80,1
ott.	-3,4	-3,7	96,2	95,9	95,6	99,0	95,9	94,0	92,1	93,2	98,9	95,6	82,8
nov.	-3,0	-3,1	96,5	95,7	95,0	99,2	96,0	94,5	93,5	93,1	97,9	95,2	84,4
dic.	.	-4,4	.	95,5	96,3	.	96,1	93,3	92,7	91,7	95,5	93,8	.
2004 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
Esportazioni (f.o.b.)												
2000	1.001,1	189,2	39,2	23,6	97,2	63,9	173,2	34,3	153,7	56,5	47,1	126,2
2001	1.063,6	202,1	37,0	24,3	105,9	66,4	180,1	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,5	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,1	170,4	59,4	43,4	148,5
2003	1.056,5	192,7	38,3	24,8	117,0	63,1	167,1	31,1	170,3	59,2	37,9	.
2002 3° trim.	272,1	51,4	9,2	6,3	28,2	16,3	46,0	8,4	43,3	15,0	10,5	37,7
4° trim.	269,6	49,9	9,4	6,4	28,3	15,6	45,3	8,3	42,6	14,4	10,5	37,7
2003 1° trim.	266,3	48,7	9,6	6,4	28,4	16,5	43,3	7,8	42,2	14,5	10,3	37,9
2° trim.	259,5	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,3	7,6	41,6	14,5	9,6	37,8
3° trim.	264,6	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,6	7,8	43,6	15,2	9,1	39,4
4° trim.	266,1	49,0	9,7	6,1	29,2	15,7	40,8	8,0	42,9	15,0	8,9	.
2003 ago.	88,5	16,0	3,2	2,2	10,3	5,1	13,9	2,5	14,7	4,8	2,9	12,7
set.	88,9	16,1	3,2	2,1	9,9	5,0	14,3	2,6	15,1	5,2	3,3	13,4
ott.	88,9	16,1	3,2	2,0	9,8	5,2	13,6	2,7	14,4	5,2	2,9	13,2
nov.	88,1	16,0	3,2	2,0	9,5	5,4	13,4	2,6	14,4	4,8	3,1	.
dic.	89,1	16,9	3,2	2,0	9,9	5,2	13,9	2,7	14,1	5,0	2,9	.
2004 gen.	89,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2003	100,0	18,2	3,6	2,4	11,1	6,0	15,8	2,9	16,1	5,6	3,6	.
Importazioni (c.i.f.)												
2000	1.023,8	159,4	38,9	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,5	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	985,3	149,7	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,7	67,8	39,4	140,2
2003	983,1	136,5	36,3	22,8	102,0	50,6	110,8	52,0	214,9	68,7	39,3	.
2002 2° trim.	245,7	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,0	13,4	51,6	16,4	9,8	34,6
3° trim.	247,1	35,9	9,1	5,9	23,9	12,8	30,4	13,4	52,7	16,8	9,7	35,9
2003 1° trim.	250,3	35,0	9,1	5,9	24,8	13,2	28,0	13,4	53,2	18,4	9,8	38,3
2° trim.	244,1	33,9	9,1	5,7	25,1	12,6	28,2	13,1	53,7	16,9	9,7	36,4
3° trim.	241,4	33,7	9,0	5,6	25,1	12,5	27,7	12,5	53,6	16,8	9,7	36,2
4° trim.	247,3	34,0	9,1	5,7	27,0	12,3	26,9	12,9	54,5	16,6	10,2	.
2003 ago.	81,1	11,5	3,0	1,9	7,9	4,2	9,1	4,2	17,6	5,3	3,2	12,1
set.	80,4	11,0	3,0	1,9	8,5	4,1	9,3	4,1	18,2	5,7	3,2	12,4
ott.	81,3	11,3	3,0	1,9	8,8	4,1	9,1	4,2	18,2	5,5	3,3	12,2
nov.	83,3	11,3	3,1	1,9	9,0	4,1	9,1	4,3	18,0	5,5	3,5	.
dic.	82,7	11,4	3,0	1,9	9,2	4,1	8,7	4,5	18,3	5,6	3,5	.
2004 gen.	81,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2003	100,0	13,9	3,7	2,3	10,4	5,1	11,3	5,3	21,9	7,0	4,0	.
Saldo												
2000	-22,8	29,8	0,3	1,5	18,4	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	-4,9
2002	100,3	56,1	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,7	-34,2	-8,4	4,0	8,4
2003	73,4	56,1	1,9	2,0	15,0	12,6	56,3	-21,0	-44,6	-9,5	-1,4	.
2002 3° trim.	26,4	14,3	0,2	0,5	4,7	3,1	15,1	-5,0	-8,2	-1,4	0,7	3,1
4° trim.	22,5	14,0	0,3	0,6	4,4	2,8	14,9	-5,1	-10,2	-2,4	0,7	1,8
2003 1° trim.	15,9	13,6	0,5	0,5	3,6	3,3	15,3	-5,6	-11,0	-4,0	0,5	-0,4
2003 2° trim.	15,4	13,0	0,4	0,4	4,1	3,0	13,1	-5,6	-12,0	-2,3	-0,1	1,4
3° trim.	23,2	14,4	0,5	0,7	5,1	2,8	13,9	-4,8	-10,0	-1,6	-0,5	3,2
4° trim.	18,8	15,0	0,6	0,4	2,2	3,4	14,0	-5,0	-11,6	-1,6	-1,3	.
2003 ago.	7,4	4,5	0,1	0,3	2,3	0,9	4,8	-1,6	-2,9	-0,5	-0,3	0,6
set.	8,5	5,2	0,2	0,2	1,4	0,9	5,1	-1,5	-3,2	-0,5	0,0	1,0
ott.	7,5	4,8	0,2	0,1	1,0	1,0	4,5	-1,5	-3,8	-0,3	-0,4	1,0
nov.	4,9	4,7	0,2	0,1	0,5	1,3	4,3	-1,7	-3,6	-0,7	-0,4	.
dic.	6,4	5,5	0,2	0,1	0,7	1,1	5,2	-1,8	-4,1	-0,6	-0,5	.
2004 gen.	7,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo, paesi aderenti e altri paesi).

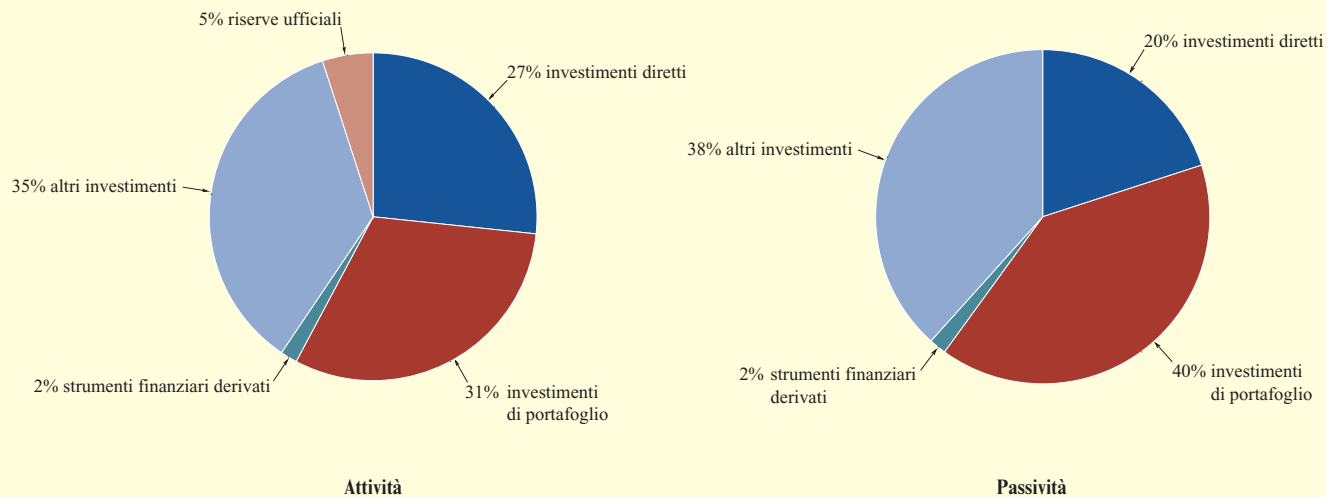
7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(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
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
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
Attività							
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	110,2	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
Passività							
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		Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM				
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 onces			Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati				
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
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 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 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	-17,5
dic.	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 gen.	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1
feb.	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9
	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 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 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
dic.	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 gen.	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
feb.	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

Fonte: BCE.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi

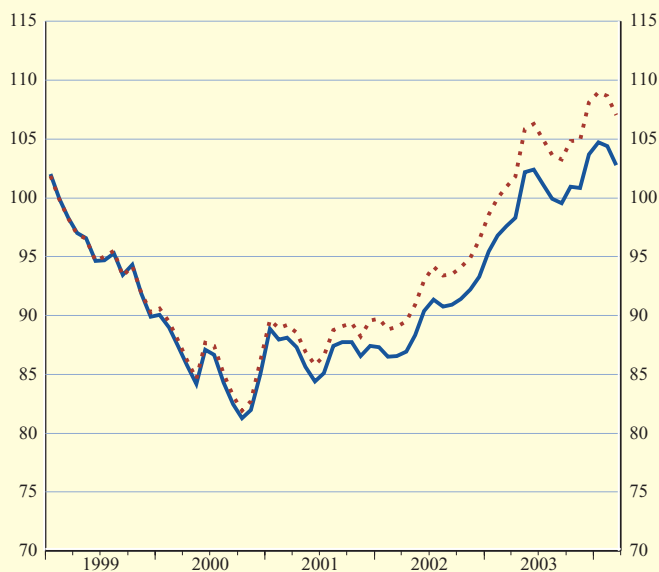
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	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	87,2	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,0	92,0	91,5	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,3	103,4	103,6	103,3	106,8	102,0
2003 1° trim.	96,6	99,8	100,3	99,4	99,0	99,6	103,9	99,1
2° trim.	101,0	104,7	104,5	104,4	104,7	104,2	107,6	102,8
3° trim.	100,2	103,9	103,4	103,9	104,0	103,9	106,7	101,9
4° trim.	101,8	105,9	105,1	106,0	106,6	105,6	109,1	104,3
2004 1° trim.	103,9	108,2	107,4	.	.	.	111,5	105,9
2003 mar.	97,6	100,9	101,0	-	-	-	104,8	100,1
apr.	98,3	101,8	101,7	-	-	-	105,0	100,3
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	103,1	-	-	-	106,4	101,5
set.	99,5	103,3	102,6	-	-	-	106,1	101,4
ott.	101,0	104,8	104,0	-	-	-	108,0	103,2
nov.	100,9	104,9	104,2	-	-	-	108,1	103,2
dic.	103,7	108,1	107,0	-	-	-	111,2	106,4
2004 gen.	104,7	109,0	108,1	-	-	-	112,3	106,7
feb.	104,4	108,7	107,9	-	-	-	112,1	106,4
mar.	102,8	107,0	106,2	-	-	-	110,1	104,6
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2004 mar.	-1,6	-1,5	-1,5	-	-	-	-1,8	-1,7
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2004 mar.	5,3	6,1	5,2	-	-	-	5,0	4,5

F33 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

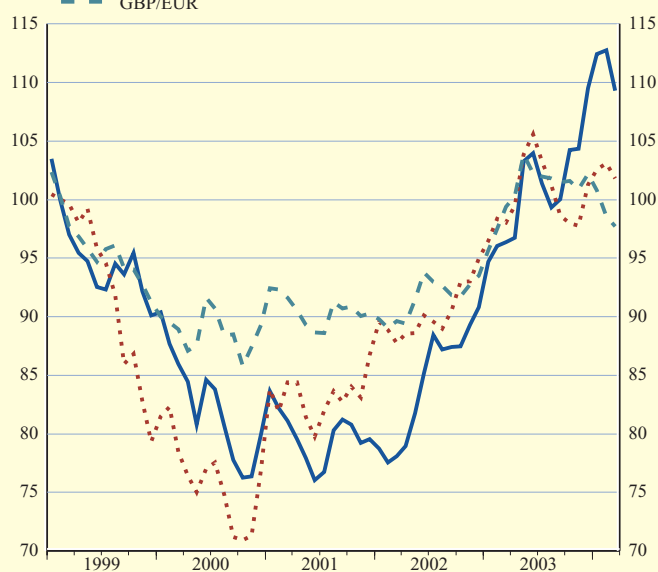
- tasso di cambio effettivo nominale (gruppo ristretto)
- tasso di cambio effettivo reale IPC (gruppo ristretto)



F34 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Dollaro statunitense	Sterlina britannica	Yen giapponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano	Corona islandese	Dollaro neozelandese	Rand sudafricano
	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
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
2004 1° trim.	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2003 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	8,9060
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
2004 gen.	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1.492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
feb.	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
mar.	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2004 mar.	-3,0	-0,8	-1,2	-0,4	0,6	-3,1	-2,8	0,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,7	0,6	1,7	-4,9
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2004 mar.	13,5	-1,7	3,9	6,6	0,1	7,0	13,4	0,3	9,9	2,3	8,9	-8,8	3,5	-4,8	-6,5
	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		
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	1,9466	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		
2004 1° trim.	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665,395		
2003 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		
2004 gen.	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698,262		
feb.	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682,658		
mar.	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620,374		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2004 mar.	0,0	0,4	0,0	-3,7	0,0	-1,5	-0,4	-1,9	0,2	-0,4	-0,4	-1,3	-3,7		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2004 mar.	0,5	3,9	0,0	3,1	0,0	5,5	0,8	9,9	2,7	-3,2	-0,2	11,7	-10,2		

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
IACP													
2002	2,4	2,0	1,3	1,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	.	1,9	7,5	3,5
2003	2,0	2,3	1,4	-0,1	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	.	0,7	5,7	8,5
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	7,9
3° trim.	1,6	2,3	1,4	-0,2	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	.	0,7	5,6	8,9
4° trim.	1,3	1,9	1,3	0,8	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	.	1,4	5,0	9,4
2003 set.	1,7	2,3	1,4	0,0	1,5	3,3	3,2	-0,8	4,6	.	0,7	5,1	9,3
ott.	1,1	2,0	1,4	0,5	1,2	3,7	3,3	-1,3	4,8	.	1,0	4,9	9,5
nov.	1,4	2,0	1,3	0,9	1,2	3,8	3,7	-0,9	5,6	.	1,5	5,3	9,5
dic.	1,2	1,8	1,3	1,0	1,2	2,2	3,5	-1,3	5,6	.	1,6	4,7	9,3
2004 gen.	1,0	1,3	1,4	2,0	0,6	1,6	4,0	-1,2	6,7	.	1,8	4,0	8,2
feb.	0,7	0,2	1,3	2,0	0,6	1,4	4,3	-1,2	7,0	.	1,8	3,6	8,4
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	3,1	2,8	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	1,7	0,0	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	1,5	0,7	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	47,8	54,4	38,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	47,2	52,6	38,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	45,0	51,8	39,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, in percentuale in ragione d'anno, media nel periodo													
2003 ott.	4,44	4,85	4,96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	4,57	4,98	5,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	4,52	4,86	4,94	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2004 gen.	4,35	4,66	4,84	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	4,30	4,55	4,88	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	4,10	4,32	4,76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIL a prezzi costanti													
2002	1,0	2,1	1,6	2,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4
2003	0,0	1,6	2,2	2,9	.	2,0	7,4	.	.	.	.	2,3	4,2
2003 2° trim.	-0,1	0,6	2,2	2,6	3,5	1,3	6,2	6,7	2,4	0,7	3,8	2,1	3,8
3° trim.	-0,4	1,7	2,2	3,4	4,6	2,0	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2
4° trim.	0,3	2,3	2,7	3,1	.	2,5	7,4	.	.	.	.	2,5	4,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2002	2,1	4,7	-1,6	-6,0	-11,9	-5,4	-7,4	-4,9	-3,7	-1,2	-2,6	1,4	-7,6
2003	3,0	6,5	.	-	-13,2	.	.	.	.	.	.	0,1	.
2003 2° trim.	3,2	5,8	-3,5	-7,1	-11,0	-3,8	-10,2	-7,3	-8,4	-6,2	-2,0	-0,4	-0,8
3° trim.	4,6	6,6	-2,6	-7,8	-9,9	11,0	-10,0	-5,3	-6,0	3,2	-1,0	1,9	2,1
4° trim.	1,8	7,1	.	.	-16,2	.	.	.	.	.	.	-0,7	.
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2002	2,0	0,2	2,8	-	2,0	-	0,0	-9,4	8,2	-	-	.	4,4
2003	2,2	1,0	.	-	6,4	-	.	.	.	-	-	.	6,5
2003 2° trim.	2,2	-	2,9	-	7,4	-	-	-	-	-	-	-	-
3° trim.	2,7	-	.	-	5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
4° trim.	2,8	-	.	-	.	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2002	4,6	4,9	5,1	7,3	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,5	19,8	6,1	18,7
2003	5,6	5,6	5,0	7,8	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	8,2	19,2	6,5	17,1
2003 2° trim.	5,6	5,5	5,0	7,8	10,4	4,5	10,4	13,0	5,8	8,1	19,2	6,5	17,2
3° trim.	5,8	5,6	4,9	8,0	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,4	19,2	6,6	16,8
4° trim.	6,0	6,0	4,9	8,1	9,7	4,6	10,5	12,0	5,8	8,6	19,1	6,5	16,6
2003 set.	5,8	5,7	4,9	8,0	10,0	4,6	10,4	12,4	5,8	8,5	19,2	6,7	16,7
ott.	5,9	5,9	4,9	8,1	9,8	4,6	10,4	12,2	5,8	8,6	19,1	6,6	16,6
nov.	6,0	6,0	4,9	8,1	9,7	4,6	10,5	12,1	5,8	8,7	19,1	6,5	16,6
dic.	6,1	6,0	4,8	8,1	9,6	4,7	10,5	11,9	5,9	8,7	19,1	6,4	16,6
2004 gen.	6,1	6,0	.	8,2	9,5	4,8	10,5	11,7	5,9	8,8	19,1	6,4	16,7
feb.	.	6,4	.	8,2	9,4	4,8	10,6	11,6	5,9	.	19,1	6,4	16,7

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

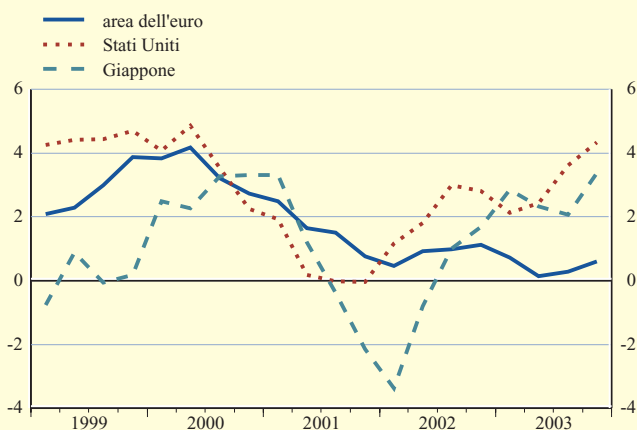
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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 ¹⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ²⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ²⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ³⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁴⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,4	44,2
2001	2,8	0,1	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,5	43,6
2002	1,6	-3,0	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,4	45,7
2003	2,3	0,4	3,1	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	.	.
2003 1° trim.	2,9	0,4	2,1	0,7	5,8	6,4	1,33	3,90	1,0731	-4,2	46,2
2° trim.	2,1	1,1	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,1
3° trim.	2,2	0,5	3,6	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,22	1,1248	-5,2	47,7
4° trim.	1,9	-0,6	4,3	1,8	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	.	.
2004 1° trim. ^(p)	.	.	.	.	.	.	1,12	4,00	1,2497	.	.
2003 nov.	1,8	.	.	1,8	5,9	4,2	1,17	4,29	1,1702	.	.
dic.	1,9	.	.	2,7	5,7	3,2	1,17	4,26	1,2286	.	.
2004 gen.	1,9	.	.	2,2	5,6	3,7	1,13	4,13	1,2613	.	.
feb.	1,7	.	.	3,4	5,6	4,0	1,12	4,06	1,2646	.	.
mar. ^(p)	.	.	.	.	.	.	1,11	3,81	1,2262	.	.
Giappone											
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,4	126,1
2001	-0,7	-5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,4	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	.	.
2003	-0,3	-4,1	2,7	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 1° trim.	-0,2	-6,8	2,8	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,59	.	.
2° trim.	-0,2	-3,2	2,3	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,74	.	.
3° trim.	-0,2	-1,8	2,1	0,9	5,2	1,8	0,05	1,20	132,14	.	.
4° trim.	-0,3	-4,5	3,4	4,1	4,9	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,31	133,97	.	.
2003 nov.	-0,5	-3,1	.	2,6	5,2	1,6	0,06	1,38	127,84	.	.
dic.	-0,4	-6,0	.	5,8	4,5	1,5	0,06	1,35	132,43	.	.
2004 gen.	-0,3	.	.	4,9	4,9	1,6	0,06	1,33	134,13	.	.
feb.	0,0	.	.	6,9	5,0	.	0,05	1,25	134,78	.	.
mar. ^(p)	.	.	.	.	.	.	0,05	1,35	133,13	.	.

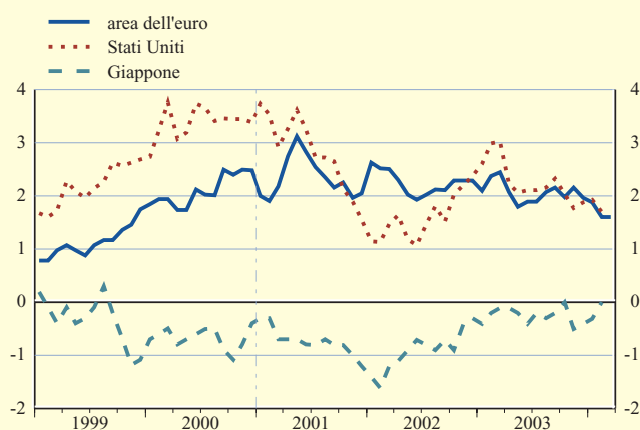
F35 PIL a prezzi costanti

(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 8.2.

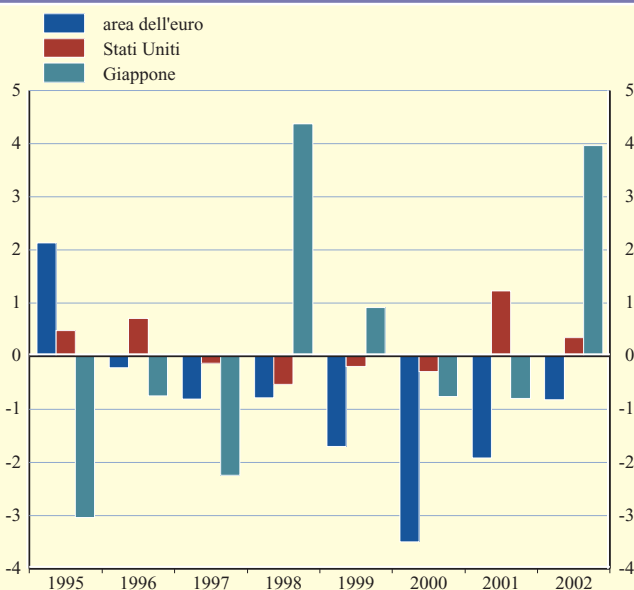
4) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

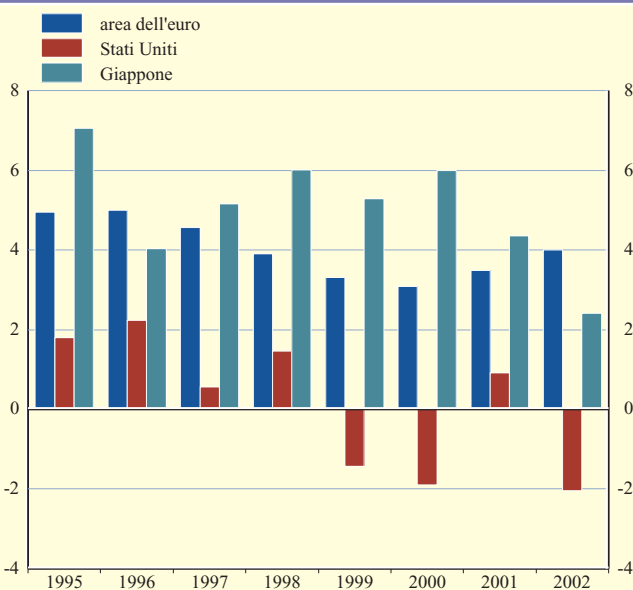
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento ²⁾	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo ³⁾	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,4	8,9	12,3	7,5	12,6	2,5	12,7	4,0	11,1	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	7,9	8,3	1,9	7,6	0,6	1,7	13,2	7,0	11,1	6,0
2002	14,7	18,4	-4,4	7,5	7,4	2,3	8,2	1,9	0,0	13,0	5,0	11,3	7,0
2003	13,3	18,4	-4,8	7,3	7,2	5,5	8,6	4,4	0,8	13,2	6,3	11,0	8,4
2002 1° trim.	15,4	18,3	-4,0	7,3	7,6	1,6	8,1	1,3	0,2	12,9	6,0	11,4	7,1
2° trim.	15,1	18,4	-4,6	7,4	7,4	2,5	8,2	1,8	0,4	12,9	4,9	11,6	5,8
3° trim.	14,5	18,5	-4,5	7,6	7,3	2,2	8,1	2,0	-1,6	13,2	4,2	11,3	6,5
4° trim.	13,8	18,4	-4,7	7,5	7,2	2,8	8,3	2,5	0,9	12,9	4,9	10,8	8,6
2003 1° trim.	12,9	18,1	-4,9	7,2	7,2	5,7	7,9	5,4	0,7	12,8	5,5	10,6	8,4
2° trim.	13,2	18,2	-5,0	7,2	7,2	5,5	8,5	4,6	2,1	13,1	12,6	11,3	12,8
3° trim.	13,2	18,4	-4,7	7,2	7,3	5,2	8,9	3,8	0,2	13,5	5,1	11,5	7,3
4° trim.	13,8	18,9	-4,7	7,5	7,3	5,5	9,1	4,0	0,4	13,2	2,4	10,6	5,2
Giappone													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-2,9	15,7	-7,0	-0,9	4,8	0,7	8,5	-2,1
2003	.	24,0	.	.	.	2,6	.	-4,9	-0,5	.	-0,5	.	-0,6
2002 1° trim.	30,5	23,0	3,4	.	.	9,1	.	-4,9	-3,1	.	-6,6	.	2,5
2° trim.	24,1	23,4	2,8	.	.	-27,9	.	-23,7	0,8	.	5,8	.	-8,5
3° trim.	24,5	23,9	2,7	.	.	1,2	.	-9,7	-2,4	.	-6,8	.	-0,6
4° trim.	24,2	25,2	2,2	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,5	.	-1,5
2003 1° trim.	28,2	23,4	2,8	.	.	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	.	.	.	9,3	.	-2,9	-3,0	.	-5,4	.	1,6
4° trim.	.	24,9	.	.	.	10,3	.	8,6	1,4	.	9,4	.	-1,2

F37 Saldo finanziario delle società non finanziarie
(in percentuale del PIL)



F38 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi 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	Dow 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:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int) 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:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 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 , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-

ARIMA²⁾. 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 corrette³⁾. 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) 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:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello

utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” 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 ⁴⁾

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) 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” e della “Pasqua”. I

dati sui crediti del conto dei redditi sono preliminarmente sottoposti alla sola correzione per il numero di “giornate lavorative”. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I debiti del conto dei 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 semestrale o qualora ritenuto necessario.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). 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). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

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 31 marzo 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 moneta-

rie, 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.

Nelle tavole, per strumenti con scadenza originaria fino a n anni si intendono quegli strumenti con scadenza originaria non superiore a n anni.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 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 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 e di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero". La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente. Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione

2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

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

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell'area dell'euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e 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 95³⁾. 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 suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie

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).

statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (EURIBOR) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal LIBOR.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul 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 destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴⁾. 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 2001⁵⁾. 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 2000⁶⁾, 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^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7)⁷⁾ 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). 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 (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) 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

7) GU L. 131 del 28.5.2003, pag. 20.

particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

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 variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

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, Tailandia, 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 ¹⁾

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.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 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.

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

1 APRILE 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.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 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 gennaio e marzo 2004. 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.

Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nella UE, febbraio 2004.

Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, febbraio 2004.

L'impatto del principio del fair value sul settore bancario europeo – una prospettiva di stabilità finanziaria, febbraio 2004.

L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi, aprile 2004.

Gli sviluppi futuri del sistema Target, aprile 2004.

I paesi partner del "processo di Barcellona" e le loro relazioni con l'area dell'euro, aprile 2004.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 8 *An introduction to the ECB's survey of professional forecasters*, di J. A. Garcia, settembre 2003.
- 9 *Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications*, di M. G. Briotti, febbraio 2004.
- 10 *The acceding countries' strategies toward ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, dello staff team composto da P. Backé, C. Thimann, O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, febbraio 2004.
- 11 *Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases*, di A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, febbraio 2004.
- 12 *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, di R. Anderton, F. Di Mauro e F. Moneta, marzo 2004.

WORKING PAPERS SERIES

- 299 *Import prices and pricing-to-market effects in the euro area*, di T. Wannedinger, gennaio 2004.
- 300 *Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system*, di M. Manna, gennaio 2004.
- 301 *Inflation and relative price asymmetry*, di A. Ratfai, gennaio 2004.
- 302 *Deposit insurance, moral hazard and market monitoring*, di R. Gropp e J. Nesala, febbraio 2004.
- 303 *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*, di A. Afonso e R. Strauch, febbraio 2004.
- 304 *Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics*, di A. Trigari, febbraio 2004.
- 305 *A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting*, di C. Morana, febbraio 2004.
- 306 *A markup model of inflation for the euro area*, di C. Bowdler e E. S. Jansen, febbraio 2004.
- 307 *Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes*, di R. Strauch, M. Hallerberg e J. von Hagen, febbraio 2004.
- 308 *International risk-sharing and the transmission of productivity shocks*, di G. Corsetti, L. Dedola e S. Leduc, febbraio 2004.
- 309 *Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers*, di J. Sousa e A. Zaghini, febbraio 2004.
- 310 *International equity flows and returns: a quantitative equilibrium approach*, di R. Albuquerque, G. H. Bauer e M. Schneider, febbraio 2004.
- 311 *Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach*, di M. Bussière, M. Fratzscher e G. J. Müller, febbraio 2004.
- 312 *Similarities and convergence in G-7 cycles*, di F. Canova, M. Ciccarelli e E. Ortega, febbraio 2004.
- 313 *The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area*, di G. de Bondt e D. Marqués, febbraio 2004.
- 314 *Exchange rate risks and asset prices in a small open economy*, di A. Derviz, marzo 2004.
- 315 *Option-implied asymmetries in bond market expectations around monetary policy actions of the ECB*, di S. Vähämaa, marzo 2004.

- 316 *Cooperation in international banking supervision*, di C. Holthausen e T. Rønde, marzo 2004.
- 317 *Fiscal policy and inflation volatility*, di P. C. Rother, marzo 2004.
- 318 *Gross job flows and institutions in Europe*, di R. Gómez-Salvador, J. Messina e G. Vallanti, marzo 2004.
- 319 *Risk sharing through financial markets with endogenous enforcement of trades*, di T. V. Köppl, marzo 2004.
- 320 *Institutions and service employment: a panel study for OECD countries*, di J. Messina, marzo 2004.
- 321 *Frequency domain principal components estimation of fractionally cointegrated processes*, di C. Morana, marzo 2004.
- 322 *Modelling inflation in the euro area*, di E. S. Jansen, marzo 2004.
- 323 *On the indeterminacy of New-Keynesian economics*, di A. Beyer e R. E. A. Farmer, marzo 2004.
- 324 *Fundamentals and joint currency crises*, di P. Hartmann, S. Straetmans e C. G. de Vries, marzo 2004.
- 325 *What are the spillovers from fiscal shocks in Europe? An empirical analysis*, di M. Giuliodori e R. Beetsma, marzo 2004.
- 326 *The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis*, di L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, marzo 2004.

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.

Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations, gennaio 2004.

The monetary policy of the ECB, gennaio 2004.

L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria, febbraio 2004.

Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10, febbraio 2004.

Comments on the communications from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document), febbraio 2004.

Foreign direct investment task force report, marzo 2004.

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.