BANCA CENTRALE EUROPEA

BOLLETTINO MENSILE
SETTEMBRE

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

BANCA CENTRALE EUROPEA

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

BOLLETTINO MENSILE
SETTEMBRE 2004

© 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 1° settembre 2004.

ISSN 1561-0276 (stampa)
ISSN 1725-2997 (online)

Stampato nel mese di settembre 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 16

Prezzi e costi 47

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 55

La finanza pubblica 66

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti 70

Riquadri:

1 Il legame fra i prezzi delle attività e gli andamenti monetari 21

2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 12 maggio al 10 agosto 2004 32

3 La misurazione dei tassi di interesse reali nei paesi dell'area dell'euro 33

4 Come reagiscono i mercati azionari alle variazioni dei corsi petroliferi? 45

5 Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e nei singoli paesi dell'area 48

6 Recenti sviluppi del costo del lavoro per unità di prodotto e implicazioni per l'inflazione nell'area dell'euro 52

7 Principali indicatori economici europei: progressi conseguiti fino a settembre 2004 57

8 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE 62

9 Attendibilità delle previsioni di bilancio nei programmi di stabilità e convergenza 68

10 Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori 72

STATISTICHE S1

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA I

IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE) V

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2003 IX

GLOSSARIO XV

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
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 2 settembre 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere 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.

La decisione di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE riflette la valutazione del Consiglio direttivo secondo cui, sebbene sussistano alcuni rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, le prospettive rimangono nell'insieme in linea con la stabilità dei prezzi nel medio periodo. I tassi di interesse si collocano su livelli storicamente molto bassi, in termini sia nominali sia reali, sostenendo l'attività economica. Le informazioni acquisite negli ultimi mesi indicano che la ripresa economica procede nell'area dell'euro e dovrebbe rimanere vigorosa nei prossimi trimestri. Il tasso di inflazione ha registrato un lieve aumento, dovuto principalmente all'andamento dei corsi petroliferi. Il Consiglio direttivo resterà vigile rispetto a tutti gli sviluppi suscettibili di comportare rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, gli ultimi dati confermano il procedere della ripresa nell'area dell'euro. In base alla stima rapida dell'Eurostat, il tasso di incremento del PIL sul periodo precedente si è portato allo 0,5 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, dallo 0,6 per cento del primo trimestre. Tali livelli di crescita sono i più elevati raggiunti da qualche tempo nell'area dell'euro. I più recenti indicatori del prodotto e della domanda rimangono coerenti con il protrarsi dell'espansione dell'attività reale nel terzo trimestre dell'anno, sostenuta in misura crescente dalla domanda interna.

In prospettiva, continuano a sussistere i presupposti per un proseguimento della ripresa. La crescita economica al di fuori dell'area dell'euro permane nel complesso vigorosa, benché soggetta a oscillazioni di natura temporanea, e dovrebbe seguitare a favorire l'incremento delle esportazioni dell'area. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero beneficiare del positivo contesto internazionale e delle condizioni di finanziamento molto favorevoli. Anche l'incremento dell'efficienza e dei profitti societari promuove gli investimenti delle imprese. In aggiunta, dovrebbe proseguire il graduale recupero dei consumi privati, sostanzialmente in linea con l'espansione del reddito disponibile reale, il quale a sua volta, con il consueto sfasamento temporale, sarebbe poi ulteriormente sostenuto da una maggiore crescita dell'occupazione.

In tale contesto, ci si attende che la ripresa economica nell'area dell'euro prosegua e divenga più generalizzata nei prossimi trimestri, per poi intensificarsi lievemente nel corso del 2005. Tale aspettativa si riflette anche nelle proiezioni di settembre elaborate dagli esperti della BCE, le quali collocano il tasso di incremento medio del PIL dell'area in un intervallo dell'1,6-2,2 per cento nel 2004 e dell'1,8-2,8 per cento l'anno seguente. Questi valori sono prossimi alle stime della crescita potenziale a lungo termine e, per entrambi gli anni, risultano lievemente superiori rispetto alle proiezioni di giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Le previsioni pubblicate da organizzazioni internazionali e altri organismi tracciano un quadro essenzialmente analogo.

Nel complesso, i rischi associati alle proiezioni sembrano essere sostanzialmente bilanciati. Riguardo a quelli al rialzo, l'attuale intensità della ripresa potrebbe comportare un andamento più positivo della crescita economica nei prossimi trimestri. Quanto ai rischi al ribasso, seguita a destare preoccupazione il persistere di squilibri economici in altre regioni del mondo, che possono influire sulla sostenibilità della ripresa.

Un ulteriore rischio al ribasso per le proiezioni sulla crescita è connesso ai prezzi del petrolio. Se questi dovessero rimanere più elevati di quanto attualmente atteso dai mercati, potrebbero frenare sia la domanda esterna sia quella interna. Nel valutare tali rischi va tenuto presente, tuttavia, che il recente incremento dei corsi

petroliferi, espresso in euro, è notevolmente più contenuto rispetto a episodi precedenti, in cui i rincari del greggio avevano esercitato un impatto rilevante sull'economia mondiale. Inoltre, le quotazioni del greggio risultano, in termini reali, considerevolmente inferiori ai livelli massimi raggiunti in passato. Rispetto agli anni settanta e ottanta, l'intensità di utilizzo del petrolio nell'attività produttiva è peraltro diminuita in misura rilevante nell'area dell'euro e in altre regioni. Infine va ricordato che, contrariamente ai precedenti periodi di forte volatilità dei corsi petroliferi, i rincari di quest'anno non sono dovuti soltanto a fattori dal lato dell'offerta, ma anche alla vigorosa espansione dell'economia mondiale. L'insieme di questi elementi pone in prospettiva i rischi al ribasso per l'attività economica derivanti dalle quotazioni petrolifere.

Il recente andamento dei corsi del greggio ha esercitato, nondimeno, un evidente impatto diretto sull'evoluzione dei prezzi nell'area dell'euro. La stima rapida dell'Eurostat segnala che in agosto il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è rimasto invariato, al 2,3 per cento, rispetto a luglio. In base alle attuali attese del mercato sulle quotazioni petrolifere, si ritiene improbabile che l'inflazione si riporti su livelli inferiori al 2 per cento nella restante parte dell'anno.

In prospettiva, tuttavia, non si riscontrano al momento indicazioni dell'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo a livello interno. La recente dinamica salariale è moderata, e questa tendenza dovrebbe proseguire per qualche tempo alla luce dei persistenti elevati livelli di disoccupazione nell'area dell'euro. Se ciò dovesse verificarsi, sempre che non si ripetano shock occasionali sui prezzi generati da altre fonti, quali i corsi petroliferi o le imposte indirette e i prezzi amministrati, il tasso di inflazione sui dodici mesi potrebbe scendere al di sotto del 2 per cento nel 2005.

In tale contesto, le proiezioni degli esperti della BCE collocano il tasso d'inflazione, in media d'anno, in un intervallo del 2,1-2,3 per cento nel 2004 e dell'1,3-2,3 per cento nel 2005. Il limite inferiore degli intervalli relativi ai due anni risulta lievemente più elevato rispetto all'esercizio di giugno. Tali proiezioni sull'inflazione sono in ampia misura coerenti con le altre previsioni diffuse ultimamente.

Nondimeno, vi sono diversi rischi al rialzo per le proiezioni relative all'inflazione. In particolare, desta preoccupazione l'andamento dei corsi petroliferi, che potrebbero continuare a influire in maniera evidente sull'inflazione. Il rincaro del greggio comporta, inoltre, il rischio di effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi, rischio che si accentua con il rafforzamento della ripresa economica. Un ulteriore fattore da considerare è rappresentato dalla futura evoluzione delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. I rischi al rialzo per l'inflazione si riflettono anche nei livelli persistentemente elevati delle misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate da indicatori dei mercati finanziari. Sebbene tali indicatori vadano sempre interpretati con cautela, i loro attuali livelli richiedono vigile attenzione.

Passando all'analisi monetaria alla base della valutazione del Consiglio direttivo, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito notevolmente dall'estate del 2003. Tale diminuzione riflette in ampia misura il normalizzarsi dei comportamenti relativi alla composizione dei portafogli, in seguito al venir meno dell'eccezionale livello di incertezza economica e finanziaria che aveva caratterizzato il periodo compreso fra il 2001 e gli inizi del 2003.

La crescita di M3 seguita, nondimeno, a mostrare una certa tenuta. L'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio sembra procedere più lentamente di quanto ci si sarebbe attesi sulla base delle regolarità storiche. Ciò potrebbe essere ascrivibile a una maggiore avversione al rischio da parte delle famiglie e delle imprese, a fronte delle perdite che hanno subito nei mercati azionari fra il 2000 e la primavera del 2003. Inoltre, il basso livello dei tassi di interesse continua a sostenere l'espansione della moneta, e segnatamente delle attività più liquide comprese nell'aggregato ristretto M1.

Il livello contenuto dei tassi di interesse sembra, inoltre, favorire la crescita dei prestiti al settore privato, la quale ha raggiunto un ritmo relativamente sostenuto negli ultimi mesi. A tale proposito, il tasso di incremento dei mutui ipotecari alle famiglie risulta piuttosto elevato ed è connesso a un andamento alquanto dinamico del mercato delle abitazioni e dei prezzi degli immobili in diversi paesi dell'area dell'euro.

La liquidità presente nell'area dell'euro continua a essere notevolmente superiore a quanto necessario per finanziare una crescita non inflazionistica. Allo stadio attuale, non è chiaro l'uso a cui sarà destinato tale eccesso di liquidità. Se quote significative dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi, soprattutto in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica, aumenterebbero i rischi di inflazione. Inoltre, l'elevato eccesso di liquidità e la forte espansione dei prestiti potrebbero determinare considerevoli aumenti dei prezzi delle attività.

In sintesi, se da un lato l'analisi economica indica che le prospettive sono coerenti con il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine, dall'altro occorre tenere sotto attenta osservazione alcuni rischi al rialzo. Anche la verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere estremamente vigili circa il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, le più recenti informazioni per il 2004 segnalano che la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro probabilmente non rispetterà gli obiettivi di bilancio fissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità. In alcuni casi, sembra che tali programmi siano stati fondati su ipotesi eccessivamente ottimistiche riguardo agli andamenti economici. Inoltre, alcuni paesi hanno attuato meno interventi di risanamento di quelli inizialmente previsti. È pertanto improbabile che il saldo di bilancio aggregato dell'area dell'euro migliori nel 2004. Occorre assegnare priorità alla realizzazione di progressi nel risanamento dei conti pubblici nel quadro di un programma di riforme complessivo orientato alla crescita.

Quanto all'assetto per le politiche di bilancio nell'UE, il Consiglio direttivo mantiene la convinzione che non vi sia alcun bisogno di apportare modifiche al testo del Trattato e del Patto di stabilità e crescita. Quest'ultimo costituisce un quadro di riferimento adeguato ad assicurare condizioni paritarie riguardo agli andamenti delle finanze pubbliche nei diversi paesi. Nel contempo, il Consiglio direttivo ritiene che l'attuazione del patto possa essere migliorata.

È necessario che le politiche economiche siano orientate a promuovere la crescita e la stabilità nell'area dell'euro, in linea con gli Indirizzi di massima per le politiche economiche. Ciò richiede un impegno costante ad accrescere la flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi. A questo riguardo, diversi governi dei paesi dell'area dell'euro hanno messo in atto misure coraggiose negli ultimi mesi. È importante preservare l'impulso impresso all'azione di riforma, traendo vantaggio dalla ripresa economica. In tal modo, non solo miglioreranno l'efficienza economica complessiva e le prospettive di crescita di più lungo periodo, ma si consolideranno anche i presupposti per un rilancio durevole dell'economia.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Dopo vari mesi di attività sostenuta, nel secondo trimestre del 2004 l'economia internazionale è stata caratterizzata da una moderazione del tasso di crescita dell'attività, ampiamente in linea con le aspettative. L'aumento dei prezzi del petrolio ha avuto un impatto negativo sulla domanda aggregata, che tuttavia rimane su livelli elevati. Malgrado questi sviluppi, le prospettive per il contesto esterno all'area dell'euro restano favorevoli.

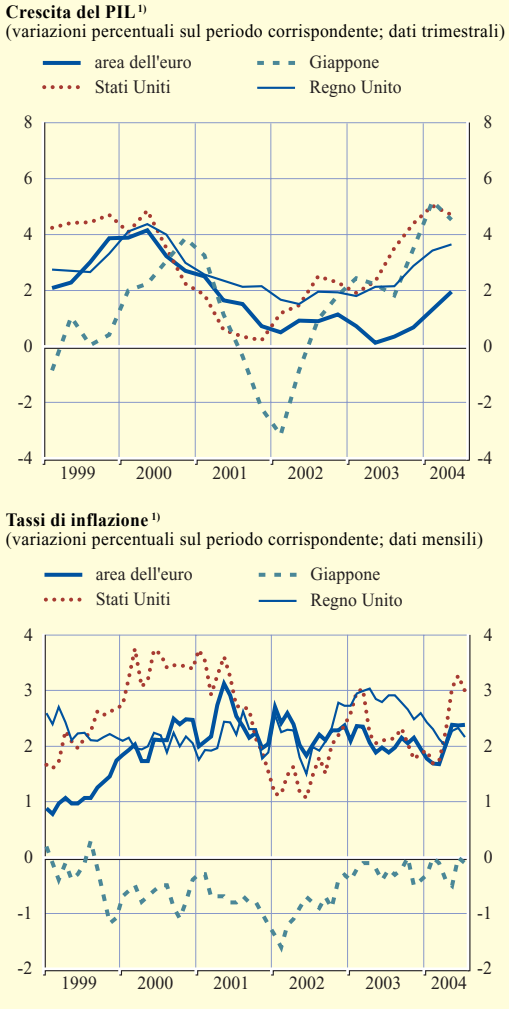
I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Dopo un primo trimestre su ritmi sostenuti, l'attività economica mondiale ha lievemente rallentato nel secondo trimestre (cfr. figura 1), sostanzialmente in linea con le attese. L'incremento dei prezzi del petrolio ha avuto ripercussioni sia sul potere di acquisto delle famiglie sia sul contesto economico delle imprese. Negli Stati Uniti la spesa delle famiglie ha decelerato, mentre in Giappone sono ristagnati gli investimenti societari.

Se Stati Uniti ed Asia restano nel complesso i principali elementi trainanti dell'attività economica mondiale, un crescente contributo alla ripresa globale proviene da altri paesi e regioni. L'attività è stata molto vivace nei nuovi Stati membri dell'UE e in varie economie emergenti dell'America latina.

Le pressioni inflazionistiche, ancorché più intense, rimangono piuttosto contenute nella gran parte dei paesi, nonostante il relativo vigore della crescita economica e il netto rincaro delle materie prime. Tra i fattori di freno all'inflazione ha avuto un ruolo importante l'aumento piuttosto contenuto dei salari.

Figura I I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

STATI UNITI

Negli ultimi mesi l'attività economica statunitense ha subito un lieve rallentamento. In base alle stime preliminari, nel secondo trimestre del 2004 il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 2,8 per cento sul trimestre precedente, dopo il 4,5 per cento del primo trimestre dell'anno. Questa decelerazione deriva principalmente da un marcato rallentamento in termini reali della spesa per consumi delle famiglie. Come nel corso dell'anno passato, la crescita del PIL nel secondo trimestre è stata trainata soprattutto dagli investimenti fissi privati, mentre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo, giacché il modesto aumento delle esportazioni è stato più che compensato da un forte incremento delle importazioni.

In prospettiva, la crescita della spesa per investimenti fissi non residenziali del settore privato, pur restando robusta, dovrebbe in certa misura scendere dagli elevati livelli toccati di recente. Per quanto riguarda le famiglie, i dati di luglio evidenziano un certo ritrovato vigore della spesa per consumi, peraltro non pienamente sostenuto da un aumento del reddito. Per favorire la spesa futura per consumi sarebbe necessaria una più elevata crescita del reddito da lavoro in termini reali, alla luce dell'esaurirsi dello stimolo proveniente dalle politiche macroeconomiche, dei livelli di indebitamento storicamente elevati e di quelli storicamente bassi del risparmio in rapporto al reddito disponibile. Inoltre, i recenti incrementi dei prezzi dell'energia potrebbero ridurre il potere di acquisto delle famiglie nel breve periodo.

Dopo gli aumenti dei mesi precedenti, in luglio l'inflazione ha subito una lieve moderazione: la crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo è scesa al 3,0 per cento, dal 3,3 di giugno. Questo calo è stato indotto da una cospicua riduzione dei costi del carburante e ha interessato un ampio numero di categorie. Al netto degli alimentari e dell'energia, il tasso di inflazione al consumo sui dodici mesi è stato dell'1,8 per cento, 0,1 punti percentuali in meno rispetto a giugno.

Il 10 agosto il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la seconda volta consecutiva, portandolo all'1,50 per cento. Ribadendo la posizione secondo cui il rallentamento dell'attività economica è probabilmente dovuto a un marcato aumento dei prezzi dell'energia, nel suo comunicato il FOMC ha indicato che "*l'economia sembra tuttavia destinata a riacquistare prossimamente un più forte ritmo di espansione*".

GIAPPONE

In Giappone l'attività ha decelerato nel secondo trimestre del 2004, ma si ritiene che la sua dinamica sottostante rimanga robusta. Il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, dall'1,6 per cento (rivisto al rialzo) del primo trimestre. Dalla disaggregazione dei dati sul PIL si evince che la domanda esterna continua a rappresentare un importante fattore trainante. Le esportazioni sono cresciute del 3,5 per cento sul trimestre precedente e i contributi relativi alla crescita forniti dalle esportazioni verso Europa, Asia e Stati Uniti stanno divenendo più bilanciati. La crescita delle importazioni ha subito un lieve calo, per il contributo netto del commercio con l'estero è stato di 0,3 punti percentuali. Per quanto concerne la componente interna, la crescita dei consumi privati è rimasta robusta, allo 0,6 per cento rispetto al trimestre precedente, riflettendo i miglioramenti nel mercato del lavoro e nel reddito disponibile. La spesa per investimenti privati non residenziali, che precedentemente aveva fornito un importante stimolo alla crescita, è ristagnata nel secondo trimestre, nonostante un aumento degli ordini di macchinari e i vigorosi profitti delle imprese. Con la prosecuzione del consolidamento di bilancio, si è fatto più cospicuo il calo degli investimenti pubblici.

In prospettiva, rispetto all'andamento complessivamente sostenuto della prima metà del 2004 l'attività economica in Giappone potrebbe rallentare, via via che la crescita si avvicina al suo tasso potenziale. Il contributo dell'interscambio commerciale netto potrebbe diminuire per l'indebolimento della domanda estera e il probabile protrarsi del vigore delle importazioni. Sul lato interno, tuttavia, un ulteriore miglioramento del reddito e del mercato del lavoro potrebbe alimentare i consumi privati. Anche gli investimenti privati dovrebbero recuperare, come segnalano la forte crescita dei profitti societari e il miglioramento del clima di fiducia delle imprese.

In questo contesto le pressioni deflazionistiche sembrano essersi leggermente attenuate. In luglio il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPC si situava al –0,1 per cento, mentre il decremento dell'IPC al netto degli alimentari freschi era pari al –0,2 per cento. Nello stesso mese, il rincaro

delle materie prime e dei beni intermedi ha prodotto un aumento sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali (in precedenza, prezzi all'ingrosso) dell'1,6 per cento. Il deflatore del PIL, sceso nel secondo trimestre del 2,6 per cento rispetto al trimestre corrispondente del 2003, continua a segnalare pressioni deflazionistiche più pronunciate. Il protrarsi di una crescita superiore al potenziale fa ritenere che in futuro le pressioni al rialzo sui prezzi si intensificheranno. Il 10 agosto la Banca del Giappone ha deciso di mantenere a 30-35 mila miliardi di yen l'intervallo obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa.

REGNO UNITO

La crescita nel Regno Unito ha continuato a essere vigorosa. Nel primo trimestre del 2004 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,7 per cento sul trimestre precedente, del 3,4 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2003. Gli ultimi dati di contabilità nazionale indicano che la crescita è rimasta sostenuta nel secondo trimestre: il PIL in termini reali è aumentato dello 0,9 per cento sul trimestre precedente (3,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 2003). Tra i fattori trainanti figura ancora una volta la domanda interna, e in special modo gli investimenti (aumentati dell'1,4 per cento sul trimestre precedente), seguiti dalla spesa delle famiglie (cresciuti dell'1,1 per cento) e dai consumi collettivi (saliti dell'1 per cento). Rispetto al periodo precedente sono cresciute sia le esportazioni che le importazioni, del 2,2 e dell'1,9 per cento rispettivamente.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,4 per cento in luglio (in calo dall'1,6 per cento di giugno); le maggiori spinte al ribasso sono provenute dai prezzi di mobilio e attrezzature domestiche. La crescita dei prezzi delle abitazioni è rimasta vigorosa: rispetto al corrispondente periodo del 2003, nel secondo trimestre di quest'anno l'indice Halifax è salito del 21,5 per cento (del 22,1 per cento in luglio), mentre secondo la misura relativa all'intero paese nello stesso periodo i prezzi delle abitazioni sono aumentati del 19,4 per cento (20,3 in luglio). Nel primo trimestre del 2004 la produttività complessiva dell'economia è salita dell'1,9 per cento rispetto al corrispondente trimestre del 2003 e il costo del lavoro per unità di prodotto del 3,5 per cento. Le retribuzioni medie – sia al lordo che al netto delle gratifiche – sono rimaste invariate nel secondo trimestre di quest'anno.

Il 5 agosto il *Monetary Policy Committee* (MPC) della Bank of England ha innalzato il tasso per le operazioni pronti contro termine di 25 punti base, al 4,75 per cento. L'aumento ha fatto seguito alle due decisioni analoghe di maggio e giugno, ed è il quinto dal novembre dello scorso anno. L'MPC ha motivato la decisione di agosto con riferimento al perdurare dei forti andamenti macroeconomici dell'economia britannica, caratterizzata da una robusta crescita del prodotto e da risultati delle indagini presso le imprese che indicano il proseguimento della fase espansiva.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nel secondo trimestre del 2004 il PIL in termini reali in Svezia è cresciuto dello 0,9 per cento sul trimestre precedente (contro lo 0,8 per cento del primo trimestre) e del 3,4 per cento (corretto per le giornate lavorative) sul corrispondente periodo del 2003. Le esportazioni nette hanno fornito il principale contributo alla crescita del prodotto e anche gli investimenti hanno segnato un marcato recupero. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata all'1,2 per cento nel mese di luglio, lo stesso tasso registrato in media nel secondo trimestre del 2004. Il tasso sulle operazioni pronti contro termine, pari al 2,0 per cento, non ha subito modifiche dal marzo di quest'anno, e le prospettive per l'inflazione al consumo sono ritenute in linea con l'obiettivo di inflazione della Sveriges Riskbank, pari al 2 per cento, ±1 punto percentuale, sull'orizzonte di previsione. La crescita del PIL in termini reali potrebbe restare al di sopra della crescita potenziale nei trimestri a venire, soprattutto a causa del forte incremento delle esportazioni e della ripresa degli investimenti.

In Danimarca la crescita del PIL in termini reali è proseguita nel secondo trimestre a un tasso dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Nei primi due trimestri dell'anno gli investimenti e i consumi privati sono stati i principali fattori trainanti della crescita, cui hanno peraltro contribuito positivamente anche le esportazioni nette. Inoltre, dopo il precedente ristagno, sono saliti i consumi collettivi, mentre vi è stato un significativo deterioramento delle scorte. Il tasso d'inflazione sui dodici mesi, misurato sullo IAPC, è aumentato dallo 0,5 per cento di aprile all'1,1 per cento in luglio, risentendo principalmente dei maggiori prezzi dell'energia. Il tasso sui prestiti della Danmarks Nationalbank resta invariato al 2,15 per cento dal giugno del 2003. In prospettiva è atteso un aumento della crescita del PIL in termini reali, sostenuto da un rafforzamento degli investimenti e dei consumi privati. L'inflazione al consumo dovrebbe crescere leggermente, soprattutto per effetto di un aumento dei prezzi all'importazione.

Nei nuovi Stati membri le condizioni economiche sembrano essersi rafforzate negli ultimi mesi. In Polonia è proseguita la ripresa dell'economia: nel primo trimestre del 2004 il PIL in termini reali è cresciuto del 6,9 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003), contro il 4,7 per cento del trimestre precedente. In base agli indicatori congiunturali la crescita dell'economia è rimasta robusta nel secondo trimestre. La ripresa è stata indotta principalmente dalla forte crescita delle esportazioni e, più di recente, anche dalla domanda interna. L'inflazione al consumo sui dodici mesi ha continuato ad aumentare fortemente: in luglio essa era salita al 4,7 per cento, dal 4,3 di giugno, specie per l'effetto degli andamenti dei prezzi di alimentari ed energia e degli aumenti delle imposte indirette dovuti all'ingresso nell'UE. In questo contesto, tra giugno e agosto la Narodowy Bank Polski ha operato tre aumenti del suo tasso di riferimento principale, per un totale di 125 punti base, portandolo al 6,5 per cento.

Nella Repubblica Ceca il PIL in termini reali è cresciuto nel primo trimestre del 2004 del 3,1 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003), dopo aver registrato il 3,3 per cento nel trimestre precedente. La crescita degli investimenti e dei consumi privati è stata temporaneamente incoraggiata dall'anticipazione delle variazioni dell'IVA in maggio, mentre i consumi nazionali complessivi sono rallentati per il calo di quelli collettivi. Il contributo dell'interscambio commerciale alla crescita del PIL è rimasto negativo. Gli indicatori dell'attività nel secondo trimestre restano postitivi. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata pari al 3,1 per cento nel luglio del 2004. Il continuo aumento dell'inflazione quest'anno è principalmente ascrivibile alle variazioni di imposte indirette e prezzi amministrati e al rincaro del petrolio. Il 24 giugno la eská národní banka (NB) ha innalzato il tasso di riferimento principale di 25 punti base al 2,25 per cento. Si è trattato della prima modifica al tasso dall'agosto del 2003 e del suo primo aumento dal luglio del 2001. Il 26 agosto, la NB ha ancora una volta elevato il suo principale tasso di riferimento di ulteriori 25 punti base, al 2,5 per cento.

La ripresa è proseguita in Ungheria, dove il PIL in termini reali è cresciuto del 4,2 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2004 e, in base ai dati preliminari, del 4,0 per cento nel secondo trimestre. Nel primo trimestre la crescita è stata favorita soprattutto dal forte recupero degli investimenti fissi lordi e dal cospicuo aumento delle esportazioni, mentre i consumi privati hanno rallentato nettamente. Nel secondo trimestre gli investimenti fissi lordi hanno rallentato rispetto all'eccezionale dinamica del primo trimestre, crescendo tuttavia in maniera sostenuta, del 10 per cento sul periodo corrispondente. Nel complesso, gli indicatori di attività confermano che la crescita si è mantenuta vigorosa nel secondo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha raggiunto il 7,8 per cento nel mese di maggio, per poi scendere al 7,2 per cento in luglio. Il 16 agosto la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di abbassare il tasso di riferimento di 50 punti base, all'11 per cento, in considerazione del recente calo nel premio per il rischio sulle attività denomina-

te in fiorini, del miglioramento nella composizione della crescita e della moderazione ultimamente registrata dall'inflazione.

Nelle economie più piccole del gruppo dei nuovi Stati membri la ripresa è continuata, con un aumento particolarmente forte del prodotto nel primo trimestre dell'anno nei paesi baltici e in Slovacchia e più moderato in Slovenia, Malta e Cipro. Nella maggior parte dei paesi l'inflazione è aumentata, mentre in Slovenia la disinflazione si è arrestata. Questi andamenti rispecchiano principalmente le variazioni di imposte indirette e prezzi amministrati, nonché i rincari degli alimentari e dell'energia. La Banka Slovenije ha ridotto a più riprese i tassi ufficiali fino a metà giugno, al fine di restringere il differenziale di interesse rispetto all'area dell'euro prima della fissazione del tasso di cambio in occasione dell'ingresso negli AEC II il 28 giugno. Da allora i tassi ufficiali sono rimasti invariati. In Slovacchia il tasso di riferimento principale è stato abbassato di 50 punti base, al 4,5 per cento, al fine di contenere le pressioni verso un apprezzamento della corona.

Per quanto riguarda la Svizzera, gli ultimi dati di contabilità nazionale mostrano che la ripresa economica è proseguita nel primo trimestre del 2004. Secondo i risultati di recenti indagini, l'economia è ulteriormente cresciuta nel secondo trimestre. Essa ha beneficiato di una vivace domanda esterna e di un recupero di quella interna, favorita da un migliorato clima di fiducia dei consumatori e da condizioni propizie all'investimento. Quanto all'evoluzione dei prezzi, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata dell'1,0 per cento in agosto, contro lo 0,9 per cento di luglio. Il 17 giugno, in risposta al protratto rafforzamento della ripresa economica, la Banca Nazionale Svizzera ha deciso di innalzare di 0,25 punti percentuali l'intervallo obiettivo per il tasso Libor a tre mesi, portandolo allo 0,0-1,0 per cento, e di mantenere il tasso al centro dell'intervallo.

Infine, l'attività in Russia ha continuato a espandersi ad un tasso elevato. Il PIL è cresciuto del 7,4 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2004 in presenza di prezzi del petrolio elevati e di una dinamica sostenuta degli investimenti e dei consumi privati. La produzione industriale è rallentata in luglio, al 4,5 per cento sui dodici mesi dal 9,2 di giugno.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

In base alle ultime informazioni, la dinamica dell'attività nei Paesi asiatici escluso il Giappone continua a essere molto robusta. Le esportazioni delle principali economie della regione continuano ad aumentare rapidamente, favorite dalla domanda sostenuta degli Stati Uniti e dall'intenso interscambio interno alla regione. Inoltre, nella maggior parte dei paesi la domanda interna sta dando prova di considerevole vigore.

In Cina l'attività economica continua ad espandersi molto rapidamente, nonostante una lieve decelerazione rispetto al primo trimestre. Questa è risultata in ampia misura dalle politiche restrittive mirate a particolari settori "surriscaldati" dell'economia. In luglio la produzione industriale è aumentata del 15,5 per cento sui dodici mesi, trainata dalle esportazioni e dagli investimenti fissi, cresciuti rispettivamente del 33 e del 31 per cento sul periodo corrispondente. Le vendite al dettaglio hanno registrato in luglio un incremento del 13,2 per cento sui dodici mesi. Nello stesso mese, l'inflazione al consumo sui dodici mesi si è portata al 5,3 per cento sui dodici mesi, sospinta dal forte rialzo dei prezzi di alimentari e abitazioni. Nel contempo la crescita di M2 è scesa al 15,3 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003).

In Corea del Sud l'espansione dell'attività economica è stata nel complesso piuttosto sostenuta, con un aumento della produzione industriale pari al 12,8 per cento sul periodo corrispondente in luglio. Questo risultato positivo continua tuttavia a riflettere la rapida crescita delle esportazioni, mentre

l'andamento della domanda interna rimane moderato. Il 12 agosto la banca centrale ha deciso di abbassare il tasso di riferimento dal 3,75 al 3,5 per cento, il suo minimo storico.

Le prospettive economiche per la regione per il resto di quest'anno e per gli inizi del 2005 restano positive. Il contesto esterno dovrebbe rimanere favorevole e la domanda interna dovrebbe continuare a crescere nella maggior parte dei paesi.

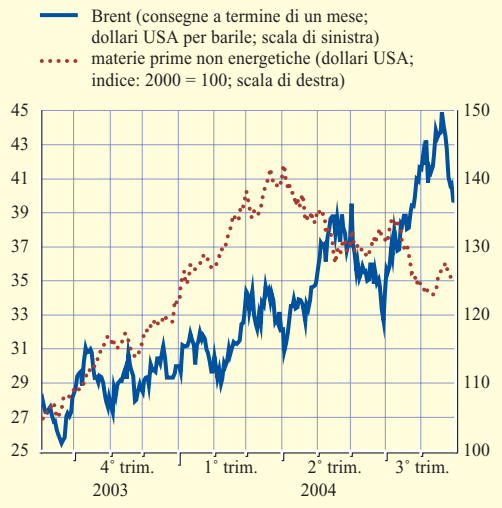
AMERICA LATINA

Dai più recenti indicatori economici per l'America latina emerge un consolidamento della ripresa economica. L'economia brasiliana si è ulteriormente rafforzata: tra maggio e giugno la produzione industriale è cresciuta di oltre il 10 per cento sul periodo corrispondente. L'espansione continua a essere trainata dalle esportazioni e dall'attività di investimento delle imprese. In Messico il PIL in termini reali è aumentato del 3,9 per cento sul periodo corrispondente, segnando il quinto trimestre consecutivo di incrementi. L'economia sta traendo beneficio dalla forte espansione delle vendite agli Stati Uniti, nonché dalla robusta crescita delle costruzioni a scopo residenziale e commerciale. In Argentina l'economia continua ad esibire una vigorosa espansione rispetto all'anno precedente, anche se perdurano le incertezze in merito ai negoziati con i creditori esteri. Nel complesso le prospettive economiche per l'America latina sono incoraggianti, sebbene l'eventualità di ulteriori restrizioni monetarie negli Stati Uniti resti fonte di preoccupazione, alla luce della dipendenza della regione dall'indebitamento estero.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Nel mese di agosto del 2004 i prezzi del petrolio sono balzati ai massimi storici, sospinti da una combinazione di forte domanda, timori dal lato dell'offerta e limitata capacità in eccesso, per poi perdere leggermente terreno verso la fine del mese. La domanda mondiale di petrolio si sta rivelando maggiore del previsto, trainata dai rapidi incrementi registrati in Asia e negli Stati Uniti. Malgrado le crescenti forniture, i timori dal lato dell'offerta hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi. Essi riflettono soprattutto la minaccia di attacchi alle infrastrutture petrolifere di importanti produttori del Medio Oriente, le tensioni politiche in Nigeria e Venezuela e la controversia tra il governo russo e il maggiore produttore petrolifero del paese. Inoltre, poiché la maggior parte dei produttori è al momento prossima ai massimi livelli di capacità produttiva, si è considerevolmente ristretta la capacità in eccesso, lasciando un margine di assorbimento assai limitato nel caso di problemi imprevisti sui mercati del petrolio. Ciononostante, l'attuale livello dei prezzi del petrolio incorpora un cospicuo "premio" che non trova spiegazione nelle condizioni dei fondamentali di mercato. Il 31 agosto il prezzo del greggio si collocava a 39,68 dollari per la qualità Brent, pari a 32,76 euro (cfr. figura 2). Gli operatori si attendono che i corsi petroliferi restino su livelli elevati per il resto dell'anno.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Datastream e HWWA.

Negli ultimi mesi i prezzi delle materie prime non energetiche hanno segnato una moderazione, dopo aver toccato i livelli più elevati da molti anni all'inizio di aprile. Nondimeno, in termini di dollari statunitensi, essi risultavano cresciuti del 27,4 per cento in luglio rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive a medio termine per l'attività all'esterno dell'area dell'euro restano favorevoli, nonostante il rincaro delle materie prime e la protratta incertezza di ordine geopolitico. Nel complesso le condizioni finanziarie restano ampiamente propizie all'espansione. Inoltre, gli indicatori sul clima di fiducia presso consumatori ed imprese nei principali partner commerciali dell'area si situano tuttora su livelli elevati, segnalando un robusto ritmo di attività per i mesi a venire. L'eventualità che il prezzo del petrolio rimanga su livelli elevati rappresenta tuttavia un rischio verso il basso per il vigore della ripresa.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita di M3 è diminuita significativamente dall'estate del 2003, per effetto dell'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie. Negli ultimi mesi tuttavia la dinamica a breve termine dell'aggregato è tornata a rafforzarsi, sospinta dalla rapida espansione delle componenti più liquide incluse nell'aggregato monetario ristretto M1, che risentono dell'effetto di stimolo dovuto al basso livello dei tassi di interesse. Il livello dei tassi ha altresì contribuito al rafforzamento della crescita dei prestiti delle IFM al settore privato. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è risultata particolarmente vivace e si è osservata una ripresa della domanda di credito da parte delle imprese non finanziarie, anche se a partire da tassi di crescita iniziali più bassi. Nel complesso, l'analisi monetaria suggerisce di restare vigili di fronte al possibile concretizzarsi di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

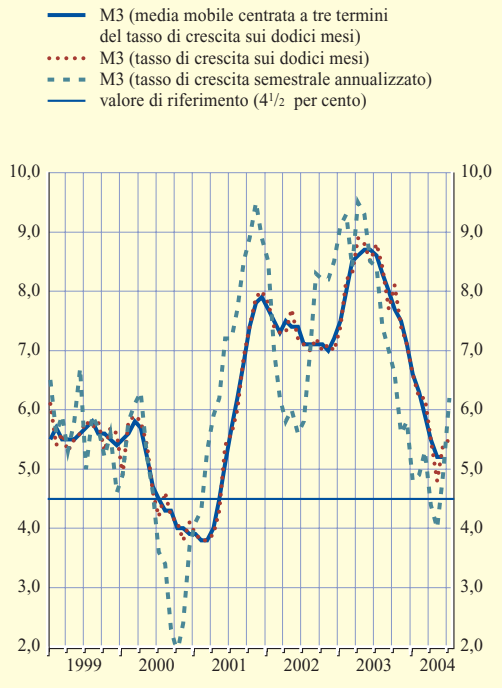
Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito lievemente in luglio, al 5,5 per cento dal 5,4 del mese precedente. Dopo la significativa decelerazione segnata dall'aggregato dalla metà del 2003 (cfr. figura 3), la sua dinamica a breve termine si è nuovamente rafforzata negli ultimi mesi. Il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno è stato pari al 6,5 per cento in luglio, con un notevole aumento rispetto al 4,5 circa di aprile.

Dati recenti indicano che sulla dinamica monetaria complessiva hanno inciso due fattori dagli effetti contrapposti. Da un lato, è proseguita negli ultimi mesi la normalizzazione delle scelte di portafoglio operate da famiglie e imprese dell'area dell'euro. I residenti nell'area, dopo aver mostrato una preferenza estremamente marcata per le attività liquide fra il 2001 e gli inizi del 2003, hanno successivamente ripreso gli investimenti a più lungo termine (ad esempio in azioni), quando i livelli di incertezza eccezionalmente elevati sui mercati finanziari si sono attenuati. Queste ricomposizioni di portafoglio tendono a moderare la crescita di M3, anche se vi sono indicazioni del fatto che, rispetto al passato, gli investitori stiano usando maggiore cautela nel ridirigere fondi verso attività più rischiose, presumibilmente indotti a ciò dalle forti minusvalenze registrate sui mercati azionari fra il 2000 e il 2003.

Dall'altro lato, il basso livello dei tassi di interesse nell'area ha continuato a stimolare l'espansione di M3. Il modesto costo opportunità di detenere strumenti molto liquidi ha alimentato la domanda di attività monetarie, specie di quelle incluse nell'aggregato ristretto M1. A ciò si è aggiunta la domanda di moneta a scopo

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



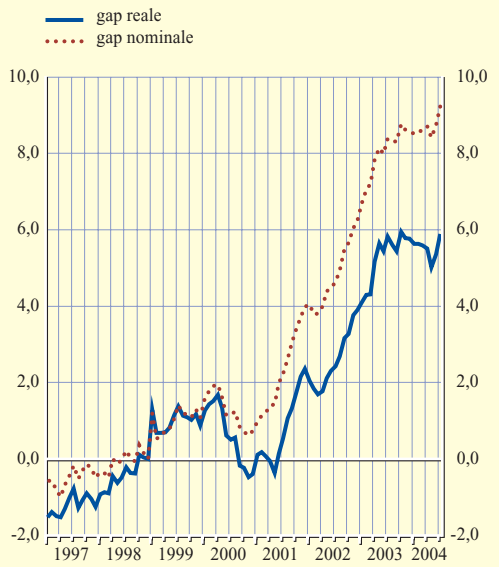
Fonte: BCE.

precauzionale, che pare essere rimasta alquanto sostenuta in un contesto di relativa debolezza del clima di fiducia dei consumatori.

Di riflesso alle tendenze recenti nella crescita di M3, l'eccesso di liquidità generato dalle scorse riallocazioni di portafoglio continua ad essere considerevole. Come mostrano gli andamenti delle misure di *gap* monetario nominale e reale, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente superiore a quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Queste misure di *gap* monetario, che indicano le deviazioni cumulate della crescita di M3 dal valore di riferimento dall'inizio del 1999 [1)], pur essendosi stabilizzate negli ultimi trimestri, continuano a collocarsi su livelli relativamente elevati (cfr. figura 4). Sebbene il loro livello assoluto vada interpretato con una certa cautela, poiché dipende in modo determinante dalla scelta del periodo base, esse rilevano indubbiamente l'esistenza di un notevole eccesso di liquidità nell'area dell'euro.

Figura 4 Stime del *gap* monetario nominale e reale

(in percentuale rispetto allo stock della moneta M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Nota: Per dettagli cfr. nota 1.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il rallentamento di M3 nel suo complesso dalla metà del 2003 è imputabile a una generale tendenza alla moderazione di tutte le sue principali componenti. Nondimeno, negli ultimi mesi la domanda di attività molto liquide incluse in M1 ha segnato un recupero, portando il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto al 10,1 per cento in luglio, dal 9,6 di giugno (cfr. tavola 1). Al vigore di M1 stanno contribuendo entrambe le sue componenti, circolante e depositi a vista. Nonostante la recente lieve moderazione, in termini assoluti il tasso di incremento di banconote e monete in circolazione è rimasto molto elevato (21,6 per cento nel secondo trimestre del 2004), sospinto sia dal protrarsi della ricostituzione delle disponibilità detenute dai residenti nell'area dell'euro dopo la sostituzione del contante in euro, sia dalla forte domanda estera di banconote in euro. Per quanto attiene i depositi a vista, la domanda di questi strumenti liquidi ha continuato a essere alimentata dal loro costo opportunità molto modesto, stante il livello storicamente basso dei tassi di interesse nominali nell'area. Un aspetto degno di nota emerge dalla scomposizione per settore detentore: mentre il tasso di crescita dei depositi a vista detenuti dalle famiglie è rimasto relativamente stabile dalla metà del 2003, il recupero della domanda di questi strumenti negli ultimi mesi sarebbe riconducibile principalmente alle società non finanziarie, che si avvantaggerebbero di una maggiore disponibilità di fondi interni in una fase ciclica di miglioramento della redditività delle imprese (cfr. figura 5).

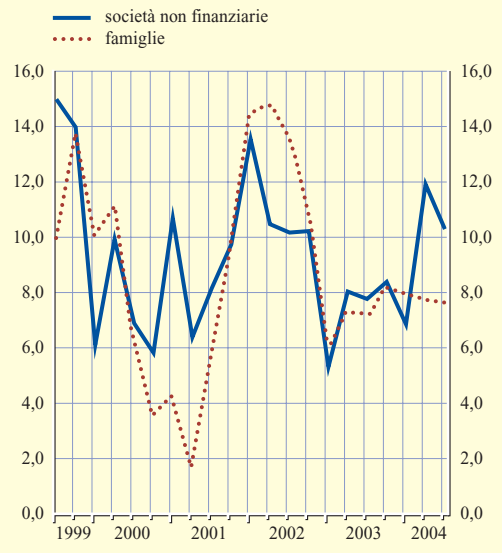
La crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista si è stabilizzata negli ultimi mesi su livelli relativamente modesti (1,7 per cento in luglio), per effetto di un minore tasso di decremento

1) La misura del gap monetario nominale illustrata nella figura corrisponde alla differenza tra il livello effettivo di M3 e quello che si sarebbe osservato se la sua crescita fosse risultata costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre del 1998 (scelto come periodo base). La misura del gap monetario reale è la differenza tra il livello effettivo di M3, deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale costante di M3 pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da un'inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (sempre utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e della decelerazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Uno dei principali fattori all'origine della modesta crescita della domanda di questi strumenti pare essere la loro remunerazione relativamente bassa, che li rende meno appetibili specie in confronto ai più liquidi depositi a vista.

Figura 5 Tassi di crescita sul periodo corrispondente dei depositi a vista per settore

(dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Il tasso di variazione degli strumenti negoziabili compresi in M3 ha segnato una marcata flessione dalla metà del 2003, collocandosi al 2,9 per cento a luglio contro il 3,6 di giugno. L'andamento dell'aggregato cela dinamiche divergenti fra le sue componenti. Da un lato, il tasso di variazione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ha mantenuto una chiara tendenza calante, scendendo al 3,3 per cento in luglio, a fronte del 4,5 di giugno e dell'8,6 del primo trimestre di quest'anno. La decelerazione di queste attività sicure ma poco remunerative, spesso usate dalle famiglie come strumento sicuro di risparmio nei periodi di incertezza economica e finanziaria, è indicativa della perdurante normalizzazione delle scelte di portafoglio di famiglie e imprese dell'area dell'euro. Dall'altro lato, in giugno e in luglio la crescita dei titoli di debito con durata prestabilita fino a due anni e dei contratti pronti contro termine, benché tipicamente caratterizzata da una volatilità alquanto elevata, si è riportata su valori positivi dopo essere stata largamente negativa.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Negli ultimi mesi la crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato ha evidenziato una lieve tendenza al rialzo, collocandosi al 6,2 per cento in luglio, dal 6,0 in giugno e dal 5,4 nel primo trimestre del 2004 (cfr. tavola 1). La ripresa è confermata anche dalla dinamica a più breve termine dell'aggregato, che ha registrato un tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno prossimo al 7 per cento in luglio, un livello superiore ai mesi precedenti.

All'accelerazione hanno contribuito gli aumenti del tasso di crescita sia dei prestiti alle famiglie sia di quelli alle società non finanziarie, anche se da livelli di partenza diversi (cfr. tavola 2). In effetti, il primo è salito negli ultimi mesi rispetto a livelli già relativamente elevati, portandosi al 7,3 per cento in luglio, dal 6,6 del primo trimestre del 2004, per effetto principalmente della forte domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni, connessa al basso livello dei tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'area dell'euro e, in alcuni paesi dell'area, anche alla robusta dinamica dei mercati immobiliari (cfr. il riquadro 5 *Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e nei singoli paesi dell'area*). A questo proposito, è da rilevare che la vigorosa espansione del credito può diventare a sua volta uno dei fattori all'origine del rialzo dei prezzi degli immobili in questi stessi paesi (cfr. riquadro 1 *Il legame fra i prezzi delle attività e gli andamenti monetari*).

Pur mantenendosi su livelli più modesti, anche la crescita del credito bancario alle società non finanziarie ha mostrato una tendenza verso l'alto negli ultimi mesi (con un tasso sui dodici mesi pari al 4,3

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						
		2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 giu.	2004 lug.
M1	**44,6**	**11,3**	**11,4**	**11,0**	**11,1**	**10,2**	**9,6**	**10,1**
Banconote e monete in circolazione	6,7	35,7	29,6	26,5	24,0	21,6	21,1	20,0
Depositi a vista	37,9	8,2	8,9	8,8	9,1	8,5	7,7	8,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,8	5,7	5,8	4,9	3,3	1,7	1,7	1,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,7	0,2	-1,3	-2,9	-4,4	-7,0	-6,8	-6,3
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,1	10,1	11,6	11,1	9,2	8,1	8,0	7,4
M2	**85,3**	**8,4**	**8,6**	**7,9**	**7,2**	**6,0**	**5,7**	**5,9**
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,7	10,3	7,6	6,0	2,4	1,9	3,6	2,9
M3	**100,0**	**8,7**	**8,4**	**7,6**	**6,5**	**5,4**	**5,4**	**5,5**
Credito a residenti nell'area dell'euro	**169,6**	**4,8**	**5,3**	**5,9**	**5,8**	**6,0**	**6,5**	**6,3**
Credito alle Amministrazioni pubbliche	36,7	3,4	4,8	6,6	6,1	6,5	7,6	6,4
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche	13,4	-0,4	1,0	1,5	1,2	2,2	2,6	2,5
Credito al settore privato	132,9	5,2	5,5	5,7	5,7	5,9	6,2	6,3
Prestiti al settore privato	115,6	4,7	4,9	5,3	5,4	5,6	6,0	6,2
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)	**52,1**	**5,6**	**5,8**	**6,7**	**7,4**	**8,4**	**8,6**	**8,6**

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

per cento in luglio, dal 3,3 del primo trimestre). Si starebbe pertanto configurando una ripresa della domanda di prestiti bancari da parte delle società non finanziarie favorita dal miglioramento delle prospettive macroeconomiche e dal basso livello prevalente dei tassi di interesse su tali prestiti, ipotesi quest'ultima suffragata anche dai risultati dell'indagine sul credito bancario di luglio dell'Eurosistema [2]. Nel mese in esame si è mantenuto su livelli elevati anche il tasso di incremento dei prestiti ad altri settori (società di assicurazione e fondi pensione nonché intermediari finanziari non monetari).

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					
		2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 giu.	2004 lug.
Società non finanziarie	**42,1**	**3,7**	**3,6**	**3,5**	**3,3**	**4,0**	**4,3**
Fino a 1 anno	31,0	0,5	-0,9	-0,8	-2,5	-2,0	-1,1
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	2,5	4,5	3,1	3,8	6,4	5,9
Oltre 5 anni	51,6	6,3	6,5	6,6	6,9	7,1	7,2
Famiglie [2]	**50,2**	**5,5**	**5,8**	**6,4**	**6,6**	**7,2**	**7,3**
Credito al consumo [3]	13,6	3,5	3,0	2,9	4,4	5,5	5,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni [3]	67,5	7,2	7,4	8,1	8,4	9,0	9,2
Altri prestiti	18,9	1,4	2,4	3,2	2,3	2,3	2,4
Società di assicurazione e fondi pensione	**0,8**	**5,0**	**10,5**	**13,1**	**9,4**	**18,8**	**16,2**
Altri intermediari finanziari non monetari	**6,9**	**3,5**	**5,9**	**11,7**	**9,0**	**8,8**	**9,1**

Fonte: BCE.
Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95.
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.

2) Cfr. il riquadro 1, *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro*, nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

In luglio il credito alle Amministrazioni pubbliche ha continuato a crescere a ritmi piuttosto sostenuti (6,4 per cento sui dodici mesi), in parte di riflesso al maggiore fabbisogno finanziario del settore in taluni paesi dell'area. Nel complesso, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale delle IFM ai residenti nell'area è stato pari al 6,3 per cento.

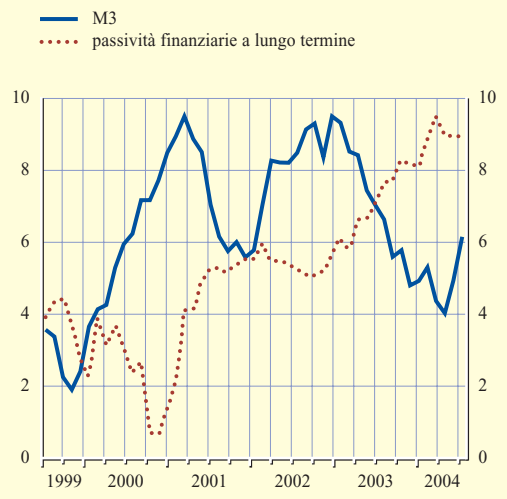
Fra le altre contropartite di M3, negli ultimi mesi il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è stabilizzato su valori relativamente elevati, dopo essere aumentato nella seconda metà del 2003 e nei primi mesi di quest'anno. L'interesse sempre più marcato degli investitori dell'area dell'euro per questi strumenti conferma l'ipotesi secondo cui sono in atto riallocazioni di portafoglio a favore di strumenti a più lungo termine (cfr. figura 6), il che fornisce un'ulteriore riprova della graduale normalizzazione delle scelte di portafoglio operate da famiglie e imprese.

Infine, nei dodici mesi terminati a luglio l'incremento delle attività nette sull'estero delle IFM è stato relativamente contenuto in termini assoluti, dopo la tendenza al ribasso della seconda metà del 2003 (cfr. figura 7). Poiché questa voce di bilancio riflette le operazioni regolate dalle IFM dell'area fra residenti e non residenti, l'andamento segnala un rinnovato interesse per le azioni e obbligazioni estere da parte degli investitori dell'area, a ulteriore indicazione della normalizzazione delle scelte di portafoglio che comporta il deflusso di fondi dalle attività monetarie.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3 si desume che, da un lato, l'accelerazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) e il diminuito flusso annuo delle loro attività nette sull'estero segnalano una ricomposizione dei portafogli a favore di attività non monetarie, comportando di conseguenza una moderazione della crescita di M3. D'altra parte, l'espansione relativamente vigorosa del credito delle IFM ai residenti nell'area, alimentata dal basso livello dei tassi di interesse, continua ad esercitare una forte spinta al rialzo

Figura 6 M3 e passività finanziarie a lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve)

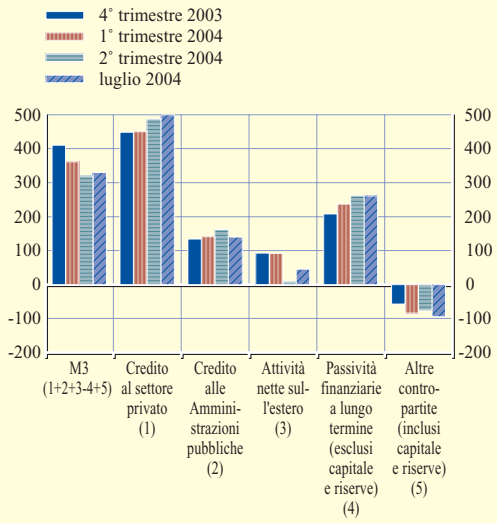
(variazioni percentuali semestrali annualizzate)



Fonte: BCE.

Figura 7 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.

sulla crescita di M3. Globalmente, mentre nella prima metà del 2004 i fattori di moderazione sono stati preponderanti, negli ultimi mesi sono invece prevalsi quelli di stimolo.

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

Considerata la gradualità delle ricomposizioni di portafoglio, nell'area dell'euro permane una liquidità significativamente superiore a quanto necessario per finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Nonostante l'effetto di moderazione proveniente dall'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio, pare che il basso livello dei tassi di interesse stia incidendo in misura crescente sull'espansione di M3. Se quote significative della liquidità in eccesso dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi, soprattutto in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica, aumenterebbero i rischi di inflazione. L'analisi monetaria suffraga pertanto la necessità di mantenere un atteggiamento vigile di fronte al possibile concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi. Il considerevole eccesso di liquidità e la robusta espansione del credito potrebbero inoltre determinare forti aumenti dei prezzi delle attività.

Riquadro 1

IL LEGAME FRA I PREZZI DELLE ATTIVITÀ E GLI ANDAMENTI MONETARI

Almeno a partire dalla Grande Depressione degli anni trenta, gli economisti e i responsabili delle politiche economiche sono consapevoli degli effetti potenzialmente deleteri per l'insieme dell'economia di ampie oscillazioni nei prezzi di attività quali le azioni e gli immobili. L'esperienza del Giappone negli anni novanta ha confermato che, in alcune circostanze, cicli di forte rialzo e successiva brusca caduta (*boom and bust*) dei prezzi delle attività possono risultare estremamente dannosi in quanto possono determinare condizioni di instabilità finanziaria e, in ultima istanza, macroeconomica.

Dal punto di vista della politica monetaria, i suddetti cicli rappresentano una notevole sfida. In particolare, è importante che le banche centrali siano in grado di individuare le cause sottostanti i movimenti dei prezzi delle attività al fine di calibrare un'opportuna risposta monetaria [1]. Più nello specifico, occorre distinguere fra le variazioni determinate dal mutare dei "fondamentali" correnti e attesi (ad esempio crescita della produttività e utili maggiori, che giustificherebbero un aumento dei corsi azionari) e quelle riconducibili agli scostamenti da tali fondamentali (quali attese eccessivamente ottimistiche circa l'andamento futuro delle quotazioni azionarie) [2]. Nel secondo caso, spesso definito come "bolla dei prezzi delle attività", lo scoppio della bolla può risultare destabilizzante per il sistema finanziario e l'economia reale. Al tempo stesso, sul piano pratico, si riconosce anche l'estrema difficoltà di distinguere in tempo reale fra cause fondamentali e non fondamentali dei movimenti dei prezzi delle attività poiché le stime del valore di equilibrio di tali prezzi sono spesso contraddistinte da un elevato grado di incertezza.

A questo proposito, tuttavia, vari studi hanno dimostrato la grande utilità che può rivestire l'analisi degli andamenti monetari e creditizi. Come è stato osservato molto tempo addietro da studi pionieristici sulla materia [3], i cicli *boom and bust* sui mercati delle attività hanno storicamente

1) Cfr., ad esempio, F. Smets (1997), *Financial assets and monetary policy: Theory and evidence*, BIS Working Papers n. 47, e B. Dupor (2002), *Comment on monetary policy and asset prices*, Journal of Monetary Economics, 49(1), pagg. 99-106.

2) Per una trattazione più approfondita della materia, si veda l'articolo *Il mercato azionario e la politica monetaria* nel numero di febbraio 2002 di questo bollettino, pagg. 39-53. Si vedano anche gli atti del *Workshop* della BCE dal titolo "Asset prices and monetary policy", 11-12 dicembre 2003 (http://www.ecb.int).

3) Cfr., ad esempio, I. Fisher (1932), *Booms and depressions*, New York, Adelphi, e C. Kindleberger (1978), *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, New York, J. Wiley and Sons, Inc.

evidenziato una forte associazione con ampi movimenti degli aggregati monetari e creditizi. Esistono vari motivi per i quali gli andamenti della moneta e dei prezzi delle attività tendono a mostrare una correlazione positiva. Uno di questi consiste nel fatto che entrambi gli insiemi di variabili possono reagire nello stesso modo a shock di politica monetaria o ciclici sull'economia. Una vigorosa crescita della moneta e del credito può essere per esempio indicativa di un allentamento monetario eccessivo, che potrebbe accentuare i movimenti dei prezzi sui mercati delle attività. Possono inoltre entrare in gioco meccanismi capaci di autorinforzarsi. A titolo esemplificativo, durante le fasi di forte ascesa dei prezzi delle attività il valore delle garanzie aumenta e consente l'ulteriore espansione dei crediti per investimenti concessi dal sistema bancario, la quale a sua volta può rafforzare l'incremento dei prezzi. Un meccanismo opposto è osservabile durante le fasi di calo dei prezzi delle attività.

Diversi studi hanno recentemente confermato l'utilità di analizzare gli andamenti della moneta e del credito al fine di ricavare prime indicazioni sull'accumularsi di squilibri finanziari e/o di valutare le possibili conseguenze di bruschi movimenti dei prezzi delle attività. In particolare, un recente lavoro della BRI esamina la capacità di vari indicatori di prevedere episodi di crisi finanziaria in 34 paesi a partire dagli anni settanta [4]. Esso suggerisce che le misure dei *gap* del credito (scostamenti del rapporto credito/PIL dalle tendenze storiche al di sopra di una determinata soglia) costituiscono gli indicatori anticipatori più attendibili di tensioni finanziarie future. Lo studio mostra inoltre che tali indicatori possono risultare ancora più efficaci se associati a misure di altri squilibri finanziari, quali ad esempio i *gap* dei prezzi delle attività e degli investimenti. Uno studio recente svolto da esperti della BCE esamina l'esperienza storica di episodi di forte ascesa dei prezzi delle attività in 18 paesi OCSE a partire dagli anni settanta [5], distinguendo fra episodi a costo elevato e a costo basso a seconda del livello di crescita dell'economia nel periodo ad essi successivo. Secondo l'analisi, una delle poche differenze effettive e significative fra le due tipologie di forte ascesa dei prezzi dei titoli sembra consistere nel fatto che negli episodi a costo elevato la crescita reale della moneta e quella del credito risultano superiori alle proprie medie, rispettivamente, nella fase precedente il boom e nei primi anni dello stesso.

Vari autori hanno analizzato episodi passati di cicli *boom and bust* dei prezzi delle attività che, in retrospettiva, sono ritenuti connessi a rilevanti errori di politica monetaria. Stando all'evidenza empirica, rispetto a impostazioni standard delle politiche quali quelle basate su semplici regole di Taylor, gli aggregati monetari avrebbero fornito informazioni più utili al fine di determinare l'orientamento monetario adeguato [6]. Inoltre, si è scoperto che il monitoraggio degli aggregati monetari dopo lo scoppio di una bolla è talvolta di importanza fondamentale nell'evitare seri rischi deflazionistici [7].

L'osservazione secondo la quale gli indicatori monetari e creditizi possono fornire informazioni utili sullo sviluppo di disallineamenti dei prezzi delle attività e di condizioni di instabilità

4) Cfr. C. Borio e P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Papers n. 114, e C. Borio e P. Lowe (2004), *Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness*?, BIS Working Papers n. 157.

5) Cfr. C. Detken e F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, Working Paper della BCE n. 364.

6) Cfr.: B. McCallum (1999), *Recent developments in the analysis of monetary policy rules*, in Review, Federal Reserve Bank of St. Louis,vol. 81, n. 6; A.H. Meltzer (2001), *Money and monetary policy: An essay in honor of Darryl Francis*, in Review, Federal Reserve Bank of St. Louis,vol. 83, n. 5; O. Issing (2002), *Monetary policy in a changing environment*, contributo al simposio dal titolo "Rethinking stabilization policy" ospitato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City (Jackson Hole, agosto 2002).

7) Cfr., ad esempio, M. Bordo e A. Filardo (2004), *Deflation in a historical perspective*, saggio presentato alla conferenza dal titolo "Understanding low inflation and deflation" tenutasi a Brunnen, Svizzera, il 18 e 19 giugno 2004, e L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno (2003), *The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis*, Journal of Money, Credit and Banking, 35(6), pagg. 1119-1197.

finanziaria costituisce uno dei motivi per i quali l'analisi monetaria svolge un ruolo di primo piano nella strategia di politica monetaria della BCE. Nel contempo, come viene evidenziato dalla letteratura economica sulla materia, il nesso fra prezzi delle attività, moneta e credito è complesso e probabilmente soggetto a variazioni nel tempo. Ad esempio, come dimostra l'esperienza dell'area dell'euro nel periodo compreso fra il 2001 e il 2003, soprattutto in momenti di elevata incertezza e turbolenza finanziaria possono determinarsi forti effetti di sostituzione fra moneta e prezzi delle attività. Non è pertanto possibile ipotizzare una relazione automatica fra andamenti monetari e dei prezzi delle attività. Le banche centrali devono piuttosto analizzare con attenzione tutti i fattori in gioco – in particolare la situazione patrimoniale complessiva del settore finanziario, delle famiglie e delle imprese – e interpretare la natura dei movimenti della moneta e del credito.

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

Nel secondo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è lievemente aumentato, per effetto di un aumento del tasso di crescita delle emissioni delle IFM, parzialmente compensato dal significativo calo del tasso di variazione dei titoli emessi da società non finanziarie. Nello stesso trimestre la crescita delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasta sostanzialmente invariata su livelli modesti.

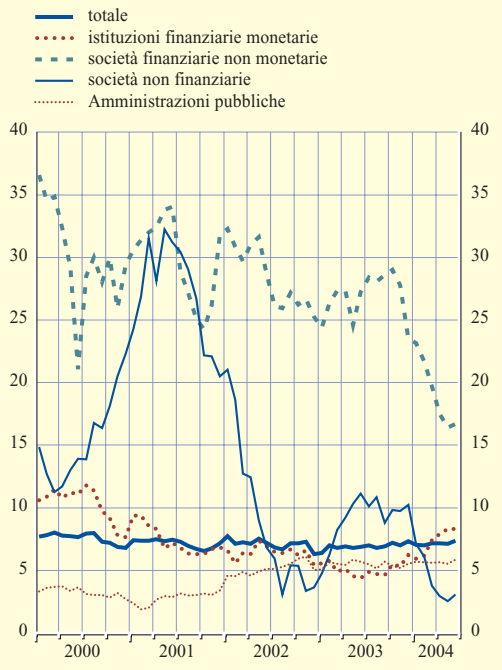
TITOLI DI DEBITO

Nel secondo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è aumentato lievemente, al 7,2 per cento (cfr. figura 8). Quello relativo alle emissioni a breve termine ha continuato a calare (all'1,6 per cento, dal 3,7 del trimestre precedente), a fronte di una crescita vigorosa (al 7,8 per cento) delle emissioni a lungo termine. Sembra quindi che gli emittenti, malgrado il marcato differenziale fra i tassi di interesse a breve e a lungo termine, abbiano allungato la scadenza media del proprio debito nei mesi recenti, sfruttando le condizioni di finanziamento a lungo termine ancora favorevoli, e forse scontando anche l'aspettativa di un possibile rialzo dei tassi nel prossimo futuro.

Per quanto attiene alla scomposizione per settore, nel secondo trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentata di 1,7 punti percentuali, all'8 per cento (cfr. tavola 3). La tendenza al rialzo di tali emissioni nella prima metà del 2004 potrebbe riflettere il miglioramento delle condizioni di finanziamento e di credito delle

Figura 8 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2004 2° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente [1] 2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.
Emissione di titoli di debito:	**9.172**	**6,8**	**6,9**	**7,1**	**7,1**	**7,2**
IFM	3.477	4,8	4,7	5,4	6,3	8,0
Società finanziarie non monetarie	719	26,4	28,1	27,6	22,1	17,4
Società non finanziarie	602	9,7	10,3	9,7	6,7	3,0
Amministrazioni pubbliche	4.373	5,6	5,4	5,4	5,6	5,6
di cui:						
Amministrazioni centrali	4.135	4,7	4,7	4,6	4,9	5,0
Altre amministrazioni pubbliche	238	29,4	22,8	22,4	21,4	18,4
Emissione di azioni quotate:	**3.770**	**1,0**	**1,1**	**1,1**	**1,3**	**1,1**
IFM	583	0,8	0,8	1,3	1,9	2,3
Società finanziarie non monetarie	358	1,6	2,1	2,4	3,1	1,7
Società non finanziarie	2.829	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8

Fonte: BCE.
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle tavole 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

IFM, evidenziato anche dal numero crescente di istituzioni il cui merito di credito è stato rivisto al rialzo da parte delle società di *rating*.

Nel settore delle società diverse dalle IFM, che comprende le società finanziarie non monetarie e le società non finanziarie, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito è diminuito di 4,2 punti percentuali nel secondo trimestre (al 10,3 per cento), per effetto della significativa flessione del tasso di variazione relativo alle società non finanziarie, sceso di 3,7 punti percentuali (al 3,0 per cento). L'attività di emissione di titoli di debito delle società non finanziarie nella prima metà del 2004 appare pertanto considerevolmente più contenuta rispetto al 2003, quando era cresciuta a un tasso medio dell'8,9 per cento, riflettendo in parte sia un maggior ricorso al finanziamento interno, sia il protrarsi degli sforzi di ristrutturazione del debito compiuti dalle società dell'area dell'euro (cfr. anche la sezione 2.4). Per quanto riguarda i titoli emessi da società finanziarie non monetarie, il tasso di crescita è diminuito di 4,7 punti percentuali nel secondo trimestre del 2004, al 17,4 per cento, un livello ancora elevato e in parte riconducibile alle emissioni effettuate indirettamente dalle società non finanziarie tramite consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*), oltre che a una vigorosa attività di cartolarizzazione (soprattutto da parte delle IFM). Più di recente, in giugno, si è assistito a un lieve aumento delle emissioni nette di titoli di debito da parte delle società finanziarie non monetarie.

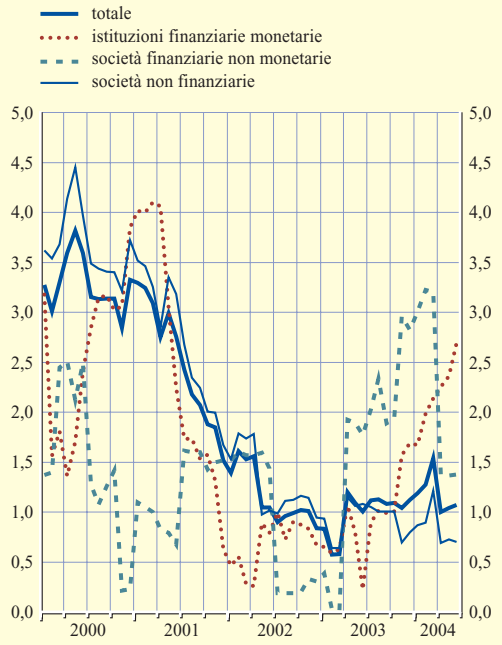
Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni dei titoli di debito è rimasto al 5,6 per cento nel secondo trimestre. Nello stesso periodo il tasso di crescita dei titoli emessi dalle Amministrazioni centrali è aumentato in modo marginale, al 5,0 per cento, mentre quello relativo alle emissioni di altri comparti delle Amministrazioni pubbliche, che includono principalmente le Amministrazioni statali e locali, è diminuito lievemente, pur mantenendosi su livelli elevati, al 18,4 per cento.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto su livelli molto bassi, scendendo dall'1,3 all'1,1 per cento fra il primo e il secondo trimestre (cfr. figura 9 e tavola 3), frenato da un ulteriore indebolimento della crescita delle emissioni delle società non finanziarie nel secondo trimestre, allo 0,8 per cento. Al contrario, la crescita delle emissioni

Figura 9 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

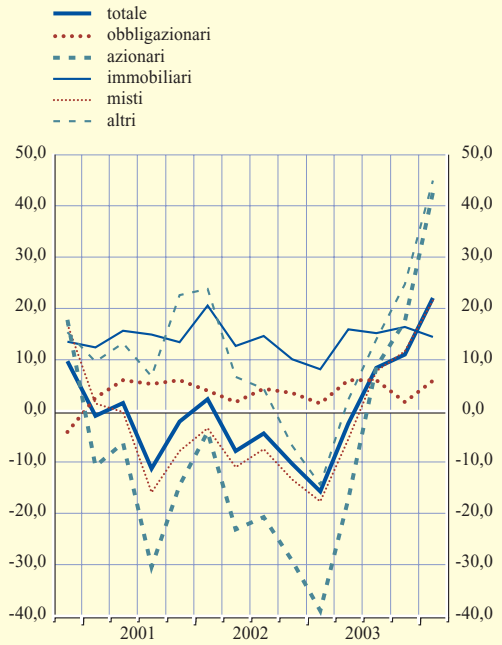
(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



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

Figura 10 Attività totali dei fondi di investimento (distinte per politica di investimento)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

delle IFM, aumentata di 0,4 punti percentuali al 2,3 per cento, ha confermato la tendenza al rialzo in atto dal primo trimestre del 2003 e potrebbe in parte riflettere il tentativo di alcune IFM di rafforzare ulteriormente la propria base patrimoniale, sfruttando la possibilità di attingere ai mercati dei capitali. Infine, la crescita delle emissioni di società finanziarie non monetarie, comprese le società di assicurazione, è diminuita di 1,4 punti percentuali all'1,7 per cento. L'attività complessivamente moderata sul mercato azionario primario nei trimestri recenti può essere riconducibile ai costi, ancora relativamente elevati, del capitale di rischio oltre al fatto che il fabbisogno di finanziamento delle imprese è attualmente limitato. Nonostante le condizioni sul mercato azionario primario siano relativamente difficili, alcune evidenze aneddotiche indicano una lieve ripresa dei collocamenti in prima quotazione (*initial public offerings*, IPO) nei mesi più recenti.

2.3 INVESTITORI ISTITUZIONALI

I dati sugli investimenti finanziari di fondi di investimento, società di assicurazione e fondi pensione nel primo trimestre confermano che l'interesse degli investitori istituzionali per il comparto azionario continua ad aumentare gradualmente.

FONDI DI INVESTIMENTO

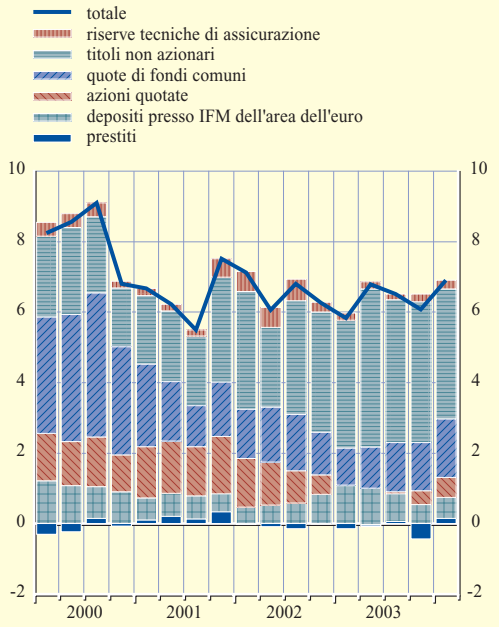
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del valore delle attività totali dei fondi di investimento dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare nel primo trimestre, salendo al 22 per cento dall'11 del trimestre precedente (cfr. figura 10), per effetto di un'accelerazione del valore delle

attività che ha riguardato tutti i tipi di fondi, con l'eccezione dei fondi immobiliari per cui il tasso di crescita è sceso al 14 per cento, dal 16 del trimestre precedente. La crescita del valore delle attività totali detenute dai fondi azionari ha fatto segnare un ulteriore forte incremento, salendo dal 17 al 43 per cento fra l'ultimo trimestre del 2003 e il primo del 2004, mentre per i fondi obbligazionari l'incremento è stato più modesto, dal 2 al 6 per cento.

Nel caso dei fondi azionari il forte incremento della crescita si spiega con l'aumento dell'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx nel primo trimestre del 2004, dato che nel computo di queste cifre sono comprese le variazioni derivanti dagli effetti di rivalutazione.

Figura 11 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

SOCIETÀ DI ASSICURAZIONE E FONDI PENSIONE

Nel primo trimestre la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro è salita al 6,9 per cento, dal 6,1 del trimestre precedente. L'aumento è riconducibile agli incrementi del tasso di crescita dei prestiti erogati da queste istituzioni e, in particolare, del tasso relativo alle acquisizioni di azioni quotate, che conferma una graduale tendenza al rialzo di questa voce in atto dal primo trimestre del 2003 (cfr. figura 11).

2.4 FINANZIAMENTO E INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO

Il tasso di crescita dei finanziamenti al settore non finanziario è diminuito nel primo trimestre e si stima sia rimasto sostanzialmente stabile nel secondo. A livello settoriale, i finanziamenti alle società non finanziarie hanno mantenuto un andamento moderato nei trimestri recenti, probabilmente in conseguenza degli sforzi di ristrutturazione del debito in corso e dell'aumento del risparmio interno. Al contrario, la crescita sui dodici mesi dei finanziamenti alle famiglie nell'area è ulteriormente aumentata rispetto a un livello già elevato, riflettendo la forte domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il tasso di crescita dei finanziamenti alle Amministrazioni pubbliche è rimasto su un livello elevato.

FINANZIAMENTO DEL SETTORE NON FINANZIARIO

Nel primo trimestre del 2004 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei finanziamenti al settore non finanziario nell'area è sceso al 4,3 per cento, dal 4,8 nel trimestre precedente. Anche la crescita dei debiti finanziari è diminuita nello stesso periodo, dal 5,5 al 4,8 per cento. Sulla base delle informazioni ricavate dalle statistiche monetarie e bancarie e da quelle sull'emissione di titoli, si stima che i finanziamenti totali al settore non finanziario siano cresciuti del 4¼ per cento nel secondo trimestre, un ritmo analogo a quello del trimestre precedente.

Per quanto riguarda le famiglie, la crescita dei finanziamenti totali è rimasta vigorosa nel primo trimestre, riflettendo principalmente la forte domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il tasso di crescita dei prestiti totali alle famiglie è salito al 7,4 per cento (cfr. tavola 4), un ritmo superiore a quello dei prestiti delle IFM alle famiglie nello stesso periodo, e che probabilmente incorpora i livelli ancora elevati del tasso di crescita dei prestiti erogati da altre istituzioni finanziarie alle famiglie, conseguenti al processo di cartolarizzazione dei mutui ipotecari in atto in diversi paesi.

Tavola 4 Finanziamento del settore non finanziario dell'area dell'euro

	Consistenze espresse in percentuale del finanziamento (del settore) [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4°trim.	2004 1°trim.	2004 2°trim.[2]
Settore non finanziario	**100**	**4,5**	**4,1**	**3,9**	**3,9**	**4,4**	**4,8**	**5,2**	**4,8**	**4,3**	*4 ¼*
di cui: a lungo termine [3]	85,4	4,7	4,5	4,5	4,1	4,2	4,4	5,0	4,7	4,6	*5*
Debiti finanziari [4]	83,2	5,3	5,1	4,6	4,8	5,5	5,8	6,0	5,5	4,8	*5*
di cui: a breve termine	14,6	2,9	1,8	0,7	2,3	5,5	7,1	6,3	5,0	2,8	*1 ¾*
a lungo termine	68,6	5,9	5,8	5,5	5,3	5,5	5,5	5,9	5,6	5,3	*5 ¾*
Famiglie [4] [5] (prestiti)	**23,1**	**5,7**	**6,0**	**6,1**	**6,5**	**6,7**	**6,5**	**7,1**	**7,1**	**7,4**	*7 ¾*
di cui: a breve termine	7,2	-0,2	0,7	0,2	0,8	-0,3	-1,6	-1,5	-0,9	0,3	*1 ½*
a lungo termine	92,8	6,2	6,5	6,7	7,1	7,3	7,2	7,9	7,8	8,0	*8 ¼*
Società non finanziarie	**43,6**	**4,1**	**3,3**	**2,7**	**2,5**	**3,0**	**3,4**	**3,7**	**3,0**	**1,8**	*1 ½*
di cui: a lungo termine	81,8	4,9	4,7	4,2	3,5	3,4	3,3	3,9	3,4	2,5	*2*
Debiti finanziari [4]	61,5	6,4	5,5	3,8	4,0	5,1	5,2	5,1	4,2	2,2	*2*
di cui: a breve termine	18,2	0,6	-2,9	-3,8	-2,2	0,9	3,9	3,0	1,5	-0,9	*-½*
a lungo termine	43,3	9,3	9,7	7,5	7,0	7,0	5,8	6,1	5,4	3,6	*3 ¼*
prestiti	49,5	5,2	5,1	3,2	3,9	4,6	4,3	4,4	3,2	1,6	*1 ½*
titoli non azionari	8,1	15,6	8,9	6,8	4,1	8,0	11,3	9,4	10,0	4,2	*4*
riserve dei fondi pensione	3,9	4,6	4,6	4,9	5,3	5,6	5,9	6,0	6,2	6,1	*6*
Azioni quotate	38,5	1,7	0,9	1,2	0,7	0,4	0,8	0,9	0,8	1,0	*½*
Amministrazioni pubbliche [4]	**33,3**	**4,2**	**4,0**	**4,3**	**4,2**	**5,0**	**5,8**	**5,9**	**5,4**	**5,3**	*5 ½*
di cui: a breve termine	15,1	9,0	12,3	10,4	11,9	17,1	16,3	15,6	13,4	9,8	*5 ¼*
a lungo termine	84,9	3,5	2,8	3,4	3,0	3,1	4,0	4,3	4,1	4,5	*6*
prestiti	17,0	0,4	-0,6	-0,8	-1,9	-1,5	0,8	2,6	3,1	3,0	*3*
titoli non azionari	79,6	4,6	4,6	5,0	5,2	6,1	6,5	6,2	5,7	5,7	*6*
passività delle Amm. centrali	3,4	16,2	15,8	15,8	12,3	14,7	13,4	13,2	8,9	7,5	*6 ¾*
Rapporti debito/PIL											
Famiglie		50	50	50	51	51	52	53	53	53	*54*
Società non finanziarie		62	62	62	62	62	63	63	62	62	*62*
Amministrazioni pubbliche		73	73	74	74	75	76	76	75	77	*77*
Rapporto fra debito e capitale azionario delle società non finanziarie		121	142	189	184	210	184	183	166	160	*162*

Fonte: BCE.
Nota: per ulteriori dettagli cfr. tavola 3.2 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.
1) Consistenze alla fine del primo trimestre 2004. Il finanziamento con debito a breve e a lungo termine e i finanziamenti per settore sono espressi in percentuale del totale. Il finanziamento con debito a breve e a lungo termine per settore e per strumento sono espressi in percentuale del finanziamento totale di ciascun settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.
2) I dati relativi all'ultimo trimestre sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli.
3) I finanziamenti a lungo termine, ossia con scadenza originaria di oltre un anno, includono prestiti a lungo termine, emissioni di titoli di debito a lungo termine, emissioni di azioni quotate e riserve dei fondi pensione.
4) I debiti finanziari includono prestiti, titoli di debito, riserve dei fondi pensione e passività delle amministrazioni centrali. In particolare, quelli a breve termine, ossia con scadenza originaria fino a un anno, includono prestiti a breve termine, titoli di debito a breve termine e passività delle amministrazioni centrali; quelli a lungo termine corrispondono ai finanziamenti a lungo termine con l'esclusione delle azioni quotate.
5) Comprese le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

Informazioni più recenti sul credito alle famiglie, ovvero relative anche al secondo trimestre del 2004, sono disponibili solo per i prestiti erogati dalle IFM (cfr. tavola 2). I dati forniscono una scomposizione dei prestiti a seconda della loro finalità e confermano il protrarsi della crescita vigorosa dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Il tasso di crescita dei crediti al consumo è salito lievemente al di sopra del 5 per cento alla fine del secondo trimestre, a fronte della complessiva stabilizzazione della crescita di altre tipologie di prestiti erogati alle famiglie e a imprese senza personalità giuridica nella prima metà del 2004.

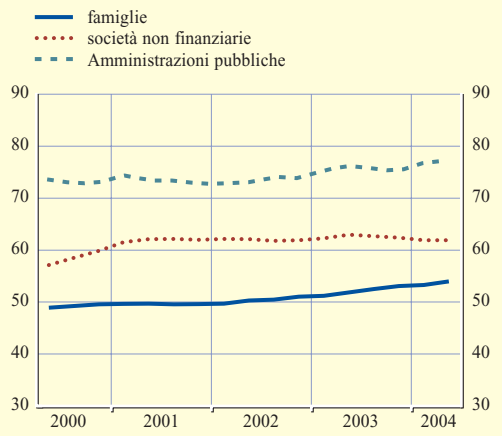
La crescita dell'indebitamento delle famiglie si riflette in un aumento del rapporto fra il loro debito e il PIL che, dopo aver toccato il 53 per cento nel primo trimestre, si stima pari al 54 per cento nel secondo (cfr. figura 12). Malgrado il livello storicamente elevato dell'indebitamento delle famiglie, il basso livello dei tassi di interesse prevalente su tutta la gamma delle scadenze fa sì che il rapporto fra pagamenti per interessi e reddito disponibile delle famiglie non sia aumentato e rimanga ben al di sotto dei livelli dell'inizio degli anni novanta. Tuttavia, il ritmo di espansione del debito implica un aumento dell'onere del servizio del debito futuro, che potrebbe influire sul reddito disponibile per i consumi.

Per quanto riguarda le società non finanziarie, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento totale e dei debiti finanziari ha continuato a diminuire nel primo trimestre e, secondo le stime, dovrebbe essersi stabilizzato nel secondo trimestre intorno al livello relativamente basso del 2 per cento. La moderazione della prima metà del 2004, riconducibile al pronunciato calo della crescita dei prestiti e dell'emissione di titoli di debito, potrebbe riflettere non solo una possibile anticipazione delle necessità di finanziamento per il 2004 alla seconda metà del 2003, ma anche il fatto che le società non finanziarie stiano utilizzando i più elevati livelli di risparmio interno, prodotti nei mesi recenti grazie al miglioramento degli utili, per ridurre e ristrutturare la sovraesposizione debitoria accumulata negli anni precedenti. Inoltre, i bassi livelli di attività di fusione e acquisizione e il modesto livello degli investimenti fissi possono avere contribuito a contenere la domanda di finanziamento esterno. La tavola 4 indica infine la possibilità che nei mesi recenti alcune imprese abbiano sostituito l'emissione di titoli di debito con il finanziamento mediante prestiti, incoraggiate dai più favorevoli criteri di concessione del credito adottati dalle banche.

Allo stato attuale il finanziamento tramite capitale di rischio delle società non finanziarie permane sui livelli relativamente modesti degli ultimi due anni, riflettendo le difficili condizioni ancora prevalenti sul mercato azionario primario e la domanda generalmente debole di finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area. Nondimeno, se si considera la fase attuale del ciclo economico, il tasso di crescita dei finanziamenti complessivi delle società non finanziarie non appare insolitamente basso in termini storici ed è nel complesso coerente con la fase di avvio della ripresa economica, in cui le società registrano un aumento degli utili senza tuttavia avere ancora iniziato a effettuare investimenti fissi su larga scala.

Figura 12 Debito dei settori non finanziari in rapporto al PIL

(in percentuale)



Fonte: BCE.
Nota: per dettagli sulle definizioni si veda la tavola 4.
Rispetto ai conti finanziari annuali, sulla base dei conti finanziari trimestrali il debito in rapporto al PIL risulta in qualche misura inferiore. Ciò è dovuto principalmente all'esclusione dal computo del debito dei prestiti concessi dai settori non finanziari e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro. Il debito delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si discosta lievemente dalla definizione della procedura per i disavanzi eccessivi a causa di differenze nella valutazione, nel tipo e nel trattamento degli interessi maturati.

Si stima che il rapporto tra debito delle società non finanziarie e PIL sia rimasto stabile su livelli relativamente elevati nel secondo trimestre (cfr. figura 12). Il rapporto fra debito e utili societari (misurati dal margine operativo, che è aumentato nei trimestri precedenti) è stato anch'esso elevato. Per contro, il rapporto di indebitamento dovrebbe essere salito lievemente, principalmente a causa del debole andamento dei mercati azionari in questo periodo (cfr. tavola 4).

Nel primo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei debiti finanziari delle Amministrazioni pubbliche è rimasto sostanzialmente stabile, al 5,3%, un livello elevato che riflette la debolezza delle posizioni di bilancio di molti governi dell'area dell'euro. Il ricorso delle Amministrazioni pubbliche ai finanziamenti a breve termine osservato nel 2003 ha subito una lieve moderazione nel primo trimestre del 2004. Sulla base delle informazioni disponibili allo stato attuale, si stima che i finanziamenti complessivi al settore delle Amministrazioni pubbliche siano rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre, con una crescita sul periodo corrispondente del 5½ per cento.

INVESTIMENTI FINANZIARI DEI SETTORI NON FINANZIARI

I dati sugli investimenti finanziari del settore non finanziario sono disponibili solo fino al primo trimestre del 2004 e indicano, in tale periodo, una crescita sul periodo corrispondente del 4,5 per cento, invariata rispetto al trimestre precedente (cfr. tavola 5).

I dati relativi al primo trimestre confermano l'inversione, ancorché graduale, delle passate ricomposizioni di portafoglio, con un lento trasferimento dei fondi dalle attività monetarie liquide ad attività a più lungo termine. Il tasso di crescita degli investimenti diretti in azioni quotate del settore non finanziario è aumentato, pur restando su livelli modesti. È inoltre aumentata la crescita degli investimenti di lungo termine in titoli diversi dalle azioni. I dati del conto finanziario confermano pertanto le conclusioni raggiunte in base all'analisi monetaria.

Tavola 5 Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro

	Consistenze in percentuale del totale [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.
Totale	**100**	**4,3**	**4,2**	**4,4**	**3,9**	**4,3**	**4,6**	**4,7**	**4,5**	**4,5**	**.**
Circolante e depositi	37,9	4,8	4,8	4,7	5,0	5,9	6,4	6,5	5,5	5,4	.
Titoli non azionari	12,5	2,0	1,5	2,0	0,9	-0,6	-2,4	-3,4	-2,3	-0,2	.
di cui: a breve termine	1,2	-26,9	-26,6	-15,8	-14,0	-16,1	-14,6	-23,7	-16,4	-4,8	.
a lungo termine	11,3	7,4	5,9	4,7	3,0	1,3	-1,1	-1,0	-0,6	0,3	.
Quote di fondi comuni	12,4	5,6	6,1	6,3	4,7	5,6	7,1	6,9	6,9	4,6	.
di cui: quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9,7	3,4	4,3	4,5	3,4	4,4	5,8	6,4	6,5	5,5	.
quote di fondi comuni monetari	2,7	21,0	18,1	16,6	12,1	11,9	13,5	9,2	8,4	1,6	.
Azioni quotate	12,7	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,8	1,3	2,2	2,0	2,2	.
Riserve tecniche di assicurazione	24,6	7,3	7,2	7,2	6,4	6,4	6,5	6,6	6,7	6,5	.
M3 [2]		7,3	7,2	7,2	7,0	8,3	8,5	7,7	7,1	5,4	5,4
Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL)		-2,7	-9,6	-9,0	-13,1	-16,1	-6,2	2,3	2,7	6,1	

Fonte: BCE.
Nota: per dettagli, cfr. tavola 3.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.
1) Dati relativi alla fine del primo trimestre 2004. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.
2) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dall'IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie).

2.5 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

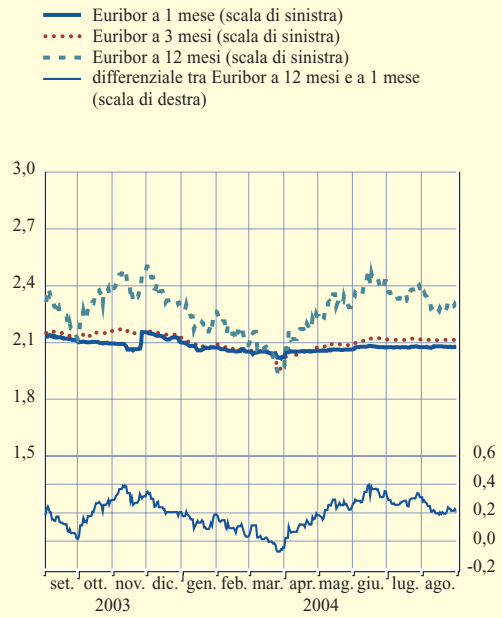
Dopo essere aumentati nel secondo trimestre, in luglio e agosto i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono diminuiti. Di conseguenza, negli ultimi mesi la curva dei rendimenti del mercato monetario si è appiattita.

I tassi di interesse del segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente invariati negli ultimi mesi, su livelli in linea con il tasso minimo di offerta delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema fissato al 2,0 per cento (cfr. figura 13). Per contro, i tassi a più lungo termine del mercato monetario, che avevano toccato un massimo nella seconda metà di giugno, sono diminuiti. Di conseguenza, si è ridotta l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario. Il 1° settembre il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era calato dai 35 punti base di fine giugno a 20 punti base (cfr. figura 13).

La diminuzione dei tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine si è anche riflessa nell'andamento dei tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future* (cfr. figura 14). Tra la fine di giugno e il 1° settembre i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future* con scadenza in dicembre 2004 e marzo e giugno 2005 hanno riportato cali compresi tra 19 e 43 punti base, collocandosi rispettivamente al 2,20, 2,31 e 2,46 per cento, e segnalando perciò una revisione al ribasso da parte degli operatori di mercato delle aspettative sull'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine nella restante parte del 2004 e nel 2005.

Figura 13 Tassi di interesse del mercato monetario

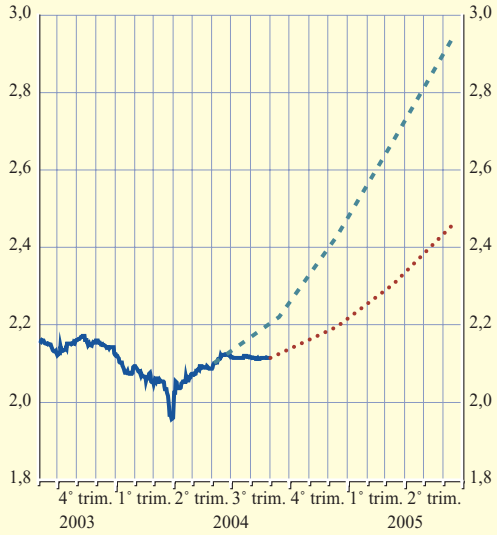
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Figura 14 Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

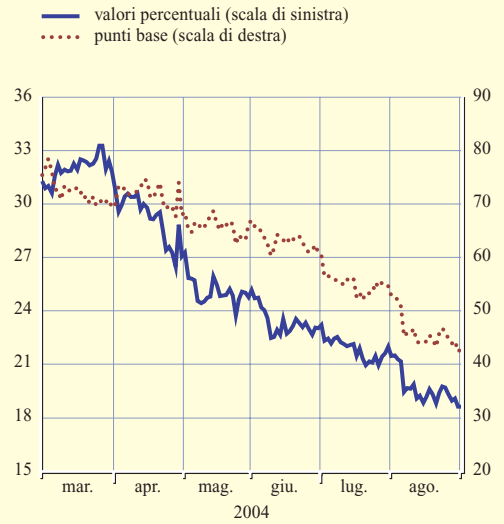
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

Figura 15 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2005

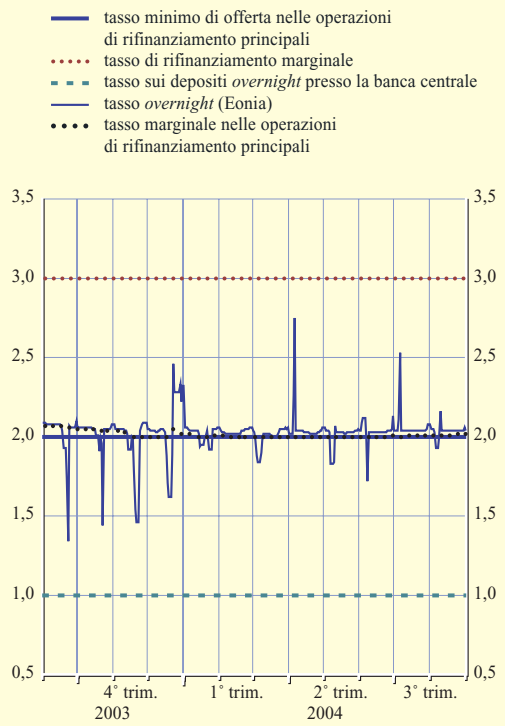
(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)



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

Figura 16 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

Negli ultimi mesi la volatilità implicita nei tassi Euribor a tre mesi applicati ai contratti *future* si è ulteriormente ridotta rispetto ai livelli già bassi prevalenti a fine giugno, e suggerisce che attualmente il livello di incertezza degli operatori di mercato circa l'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei prossimi mesi è relativamente contenuto (cfr. figura 15).

Per la maggior parte del periodo compreso tra la fine di giugno e il 1° settembre le condizioni di liquidità e dei tassi di interesse per le scadenze *overnight* sono risultate molto stabili (cfr. figura 16). Negli ultimi tre mesi il tasso marginale e quello medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono stati in genere uno o due punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. L'Eonia (*euro overnight index average*) si è attestato al 2,04 per cento per la maggior parte del tempo, con la sola eccezione degli ultimi giorni dei periodi di mantenimento delle riserve terminati il 6 luglio e il 10 agosto (cfr. riquadro 2). Nelle tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolate il 1° luglio, il 29 luglio e il 26 agosto i tassi si sono collocati tra 3 e 5 punti base al di sotto dei tassi Euribor a tre mesi prevalenti in tali date.

In un'unione monetaria quale l'area dell'euro la politica monetaria orienta l'evoluzione dei tassi di interesse del mercato monetario in maniera uniforme in tutti i paesi partecipanti; nel contempo tali paesi possono registrare andamenti dell'inflazione piuttosto diversi. In siffatto contesto, il riquadro 3 analizza la questione della misurazione dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro.

Riquadro 2

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DAL 12 MAGGIO AL 10 AGOSTO 2004

Questo riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente l'8 giugno, il 6 luglio e il 10 agosto.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Il fabbisogno di liquidità delle banche è significativamente aumentato nel corso del periodo in esame (cfr. figura A). L'elemento principale che ha contribuito a tale evoluzione è rappresentato dalla crescita dei fattori autonomi netti (ossia i fattori di liquidità generalmente non influenzati dall'utilizzo degli strumenti di politica monetaria), che in media hanno assorbito 178,7 miliardi di euro, l'ammontare più elevato registrato dal gennaio del 1999. Tale incremento è riconducibile alla crescita sostenuta delle banconote in circolazione, che all'inizio di agosto hanno toccato un nuovo massimo storico, pari a 467,9 miliardi di euro. Anche i depositi delle Amministrazioni pubbliche sono risultati insolitamente elevati durante il periodo in esame, toccando quota 87,5 miliardi di euro alla fine di giugno, il livello più elevato osservato dall'avvio della Terza fase della UEM. Gli obblighi di riserva sono cresciuti di 4 miliardi di euro, mentre le riserve in eccesso (ossia i depositi di conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria) hanno oscillato in misura contenuta intorno a una media di 0,68 miliardi di euro.

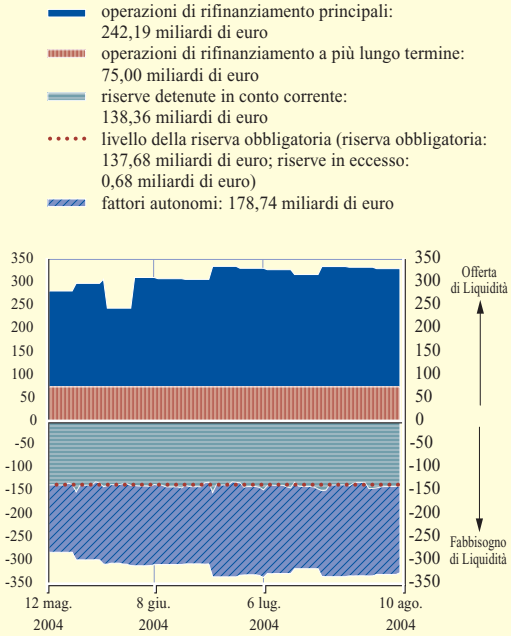
Offerta di liquidità e tassi d'interesse

In linea con la crescente domanda di liquidità, nel periodo in esame è aumentato il volume delle operazioni di mercato aperto (cfr. figura A). L'importo di aggiudicazione nell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) regolata il 23 giugno, pari a 260 miliardi di euro, è stato storicamente alto. Le richieste delle controparti si sono adeguate senza difficoltà al più elevato importo in aggiudicazione ed il rapporto fra gli importi richiesti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) ha continuato a oscillare intorno a 1,25, un livello mantenuto dal marzo scorso, quando è stata effettuata la prima ORP con durata di una settimana. Per tutte le ORP regolate nel corso del periodo di riferimento, la differenza tra il tasso minimo di offerta ed il tasso marginale e tra quest'ultimo e il tasso medio ponderato è risultata pari a zero oppure a un punto base.

L'Eonia (*euro overnight index average*) si è mantenuto in un intervallo ristretto, compreso tra il 2,03 e il 2,05 per cento (cfr. figura B), ad eccezione dei giorni di fine mese oppure dopo

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

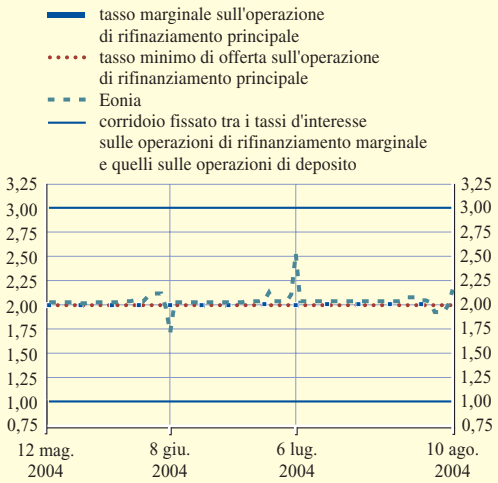
(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)



l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento. Come di consueto, dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP, l'Eonia ha avuto un andamento più volatile, oscillando principalmente in base alle percezioni degli operatori di mercato riguardo all'evoluzione delle condizioni di liquidità. Dopo l'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato l'8 giugno l'Eonia ha registrato un temporaneo aumento al 2,12 per cento, in presenza di condizioni di liquidità percepite come lievemente tese. Tuttavia, l'ultimo giorno del periodo di mantenimento esso è sceso all'1,72 per cento, al lieve allentarsi delle condizioni di liquidità, con un ricorso netto alle operazioni di deposito presso la banca centrale pari a 2,1 miliardi di euro. Alla fine del periodo di mantenimento successivo, l'Eonia si è mantenuto relativamente stabile, iniziando ad oscillare solo negli ultimi due giorni del periodo. Nel corso di questi due giorni esso è salito al 2,53 per cento a causa di condizioni di liquidità tese, e il periodo di mantenimento si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 5,4 miliardi di euro. Infine, dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato il 10 agosto, il 6 agosto l'Eonia è sceso all'1,93 per cento, riflettendo apparentemente attese da parte degli operatori di mercato di condizioni di liquidità abbondanti alla fine del periodo. Tuttavia, in modo alquanto sorprendente, l'Eonia è salito al 2,16 per cento nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, nonostante condizioni di liquidità ampie, con un periodo che si concludeva con un ricorso netto alle operazioni di deposito pari a 4,0 miliardi di euro.

Figura B L'Eonia e i tassi d'interesse della BCE

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)



Riquadro 3

LA MISURAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE REALI NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro, come in altre unioni monetarie, il tasso di interesse ufficiale fissato dalla banca centrale è uniforme in tutti i paesi membri. Inoltre, in un mercato integrato quale l'area, i differenziali di rendimento tra paesi relativi a strumenti omogenei del mercato finanziario sono in genere modesti. Al tempo stesso, possono insorgere differenziali di inflazione fra paesi o regioni, in quanto essi sono parte integrante del meccanismo di aggiustamento agli shock dal lato della domanda e dell'offerta che colpiscono le diverse aree economiche. La combinazione dei due fattori sopra esposti implica che, in qualsiasi momento, la differenza fra il tasso di interesse nominale e il tasso di inflazione effettivo possa variare da un paese all'altro. A tale proposito, alcuni ritengono a) che questa divergenza comporti un differenziale dei tassi di interesse "reali" e b) che la differenza che ne consegue possa essere destabilizzante per le economie nazionali. Ad esempio, si sostiene che i paesi in cui l'inflazione è superiore alla media avrebbero anche tassi di interesse reali più bassi, il che a sua volta alimenterebbe la domanda interna rafforzando le pressioni inflazionistiche.

Tuttavia, queste opinioni non tengono conto di tutti i fattori sottostanti e possono anche essere fuorvianti per diverse ragioni.

Per quanto concerne i differenziali dei tassi di interesse reali fra i vari paesi, vi sono alcuni problemi di misurazione connessi al loro calcolo che devono essere presi in considerazione. L'argomentazione sopra riportata è formulata in riferimento a una misura dei tassi di interesse reali calcolata sottraendo dal tasso di interesse nominale il livello dell'inflazione corrente. Tale metodo *ex post* non costituisce, tuttavia, una misurazione accurata del tasso di interesse reale rilevante, vale a dire quello preso in considerazione dagli operatori economici nelle decisioni di consumo e di investimento.

I tassi di interesse reali sono misure del rendimento reale atteso da un investimento a un dato orizzonte. Ciò che è rilevante ai fini dei consumi e degli investimenti è quindi la misurazione *ex ante* dei tassi di interesse reali, ossia la differenza fra i tassi di interesse di mercato e le aspettative sull'andamento dell'inflazione nell'orizzonte temporale dell'investimento. È chiaro che in qualsiasi momento in un dato paese le aspettative di inflazione futura per orizzonti temporali superiori ad alcuni mesi possono essere sostanzialmente diverse dall'andamento dell'inflazione corrente. È prevedibile altresì che in un'unione monetaria, dove il tasso di cambio fra i paesi è fisso, l'inflazione attesa, in particolare su orizzonti a medio o più lungo termine, mostri una minor dispersione fra i vari paesi rispetto all'andamento dell'inflazione corrente. Questo perché in un'unione monetaria sono difficilmente sostenibili differenziali di inflazione significativi in quanto comporterebbero per alcuni paesi una continua perdita di competitività. Su orizzonti più lunghi, infatti, sono sostenibili solo modesti differenziali di inflazione fra i vari paesi, in particolare quelli correlati alla convergenza dei prezzi e dei livelli di reddito e/o agli effetti Balassa-Samuelson [1]. Per questi motivi, è razionale che i consumatori e gli investitori non estendano meccanicamente al futuro l'inflazione "nazionale" osservata (che può essere dovuta a vari fattori).

Di fatto, vi sono indicazioni concrete che l'Unione monetaria abbia ridotto la dispersione dell'inflazione attesa a medio termine fra i vari paesi dell'area.

Nel calcolo *ex ante* dei tassi di interesse reali si pone il problema che non è facile misurare le aspettative di inflazione (sugli orizzonti rilevanti). Nondimeno, alcune misure dell'inflazione attesa sono disponibili, come quelle basate sulle indagini o quelle derivate dai rendimenti obbligazionari.

A titolo illustrativo, la tavola in questo riquadro confronta tassi di interesse reali misurati *ex post* ed *ex ante*, dove questi ultimi sono calcolati utilizzando la media delle previsioni di inflazione (per l'indice dei prezzi al consumo) sull'orizzonte rilevante raccolte da *Consensus Economics*. Sugli orizzonti brevi le previsioni di *Consensus* sono disponibili per tutti i paesi dell'area a eccezione del Lussemburgo, mentre su quelli più lunghi sono disponibili solo per i cinque principali paesi. Pertanto, in base alle previsioni di *Consensus Economics* non si possono calcolare i tassi di interesse reali a lungo termine *ex ante* per tutti i paesi dell'area. Per questo motivo, nella tavola sono riportati i tassi di interesse reali a lungo termine solo per i cinque principali paesi (che rappresentano circa l'85 per cento del PIL dell'area).

Come prevedibile, la dispersione fra paesi dei tassi di interesse reali misurati *ex ante* è sensibilmente inferiore a quella dei tassi misurati *ex post*. Per i tassi di interesse reali a breve termine nel periodo 1999-2004 la riduzione della deviazione standard (non ponderata) è pari a 27 punti base (da 0,80

1) Cfr. il rapporto della BCE dal titolo *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, pubblicato nel settembre 2003.

Statistiche sulle misure del tasso di interesse reale nell'area dell'euro

(percentuali su base annua)

		Tassi di interesse reali a breve termine [1]		Tassi di interesse reali a lungo termine [2]	
		Ex ante	Ex post	Ex ante	Ex post
		Tassi di interesse nominali nazionali deflazionati con:			
		Previsioni di inflazione per l'anno successivo [3]	Tasso di inflazione armonizzata nazionale corrente	Previsioni di inflazione nazionale a lungo termine (tra 6 e 10 anni in avanti) [3]	Tasso di inflazione armonizzata nazionale corrente
Livello medio [4]					
1999-luglio 2004		1,51	1,24	2,92	2,75
luglio 2004		0,33	-0,21	2,46	1,96
Deviazione standard					
1999-luglio 2004	*non ponderata* [5]	0,53	0,80	0,26	0,62
	ponderata [4]	0,45	0,70	0,23	0,57
luglio 2004	*non ponderata* [5]	0,50	0,86	0,32	0,70
	ponderata [4]	0,46	0,59	0,30	0,54
Per memoria:					
Livello medio [4] 1990-1998		4,60	4,68	5,15	5,12
Deviazione standard 1990-1998	*non ponderata* [5]	1,69	0,82	1,29	0,68
	ponderata [4]	1,26	0,75	1,23	0,64

Fonti: BRI, Consensus Economics, BCE, elaborazioni della BCE, Eurostat e Reuters.
1) Tassi del mercato monetario a 3 mesi (Euribor per il periodo 1999-2004). Tutti i paesi dell'area dell'euro eccetto il Lussemburgo.
2) Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni laddove disponibili; altrimenti, rendimenti su strumenti con scadenza il più possibile ravvicinata. Le cifre includono la Francia, la Germania e l'Italia e, dal 1995, anche l'Olanda e la Spagna.
3) Le previsioni relative ai singoli paesi sono tratte da Consensus Economics.
4) Sulla base dei pesi in termini di PIL al 2002 valutato a tassi di cambio con parità di potere d'acquisto.
5) Si applica lo stesso peso a ciascun paese membro dell'area considerato.

a 0,53). Essa è ancora più accentuata per le misure dei tassi di interesse reali a lungo termine, che sono in genere più rilevanti ai fini delle decisioni economiche rispetto a quelli a più breve termine. Utilizzando nel calcolo l'inflazione tendenziale attesa a più lungo termine, nel periodo 1999-2004 la riduzione della deviazione standard è di 36 punti base (da 0,62 a 0,26). Va altresì osservato che questo quadro contrasta nettamente con la situazione del periodo 1990-1998, quando i differenziali di inflazione attesa tendevano a essere più ampi di quelli dell'inflazione osservata.

Un problema di misurazione ancora più sottile deriva dal fatto che in qualsiasi paese o regione gli operatori economici sono eterogenei, con il risultato che probabilmente nessuna singola misura dei tassi di interesse reali è rilevante per tutti loro. Per esempio, l'andamento dei prezzi a livello locale può rivestire un interesse minore per le scelte di investimento di un'impresa che opera sui mercati internazionali di quanto non lo faccia per quelle di un consumatore. Ciò evidenzia il fatto che qualsiasi scelta di un indice dei prezzi specifico nel calcolo dei tassi di interesse reali è in qualche misura arbitraria e potenzialmente non rappresentativa delle condizioni con cui si confronta la popolazione nel suo complesso.

Se, da un lato, è quindi problematico usare i tassi di interesse reali misurati *ex post*, dall'altro dovrebbe essere adottato un approccio critico anche per quanto concerne l'affermazione che la presenza di differenziali di inflazione potrebbe di per sé generare dinamiche destabilizzanti per i singoli paesi. A questo riguardo vi sono vari fattori da prendere in considerazione.

Da un punto di vista generale, si dovrebbe tenere presente che le conseguenze economiche dei differenziali di inflazione attesa (e quindi dei differenziali di tassi di interesse reali) dipendono

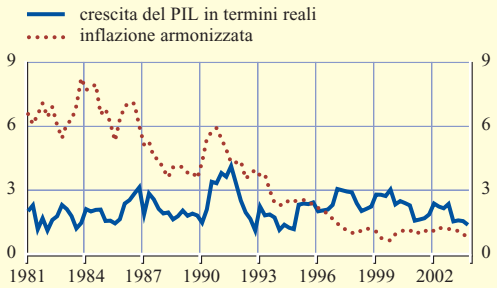
dalle determinanti di fondo dei differenziali stessi. Ad esempio, se un tasso di inflazione inferiore alla media in un determinato paese è riconducibile a una crescita della produttività superiore alla media, ciò starebbe a indicare che il paese ha forti prospettive di investimento, anche se il suo "tasso di interesse reale" osservato è superiore a quello di altri paesi. Parimenti, qualora un livello elevato di inflazione sia imputabile a una crescita dei salari particolarmente sostenuta, le prospettive di investimento di quel paese non ne risultano necessariamente rafforzate, anche se il "tasso di interesse reale" ivi osservato è relativamente modesto. Infatti, come segnalano numerosi studi attuali, molteplici fattori dal lato della domanda e dell'offerta nonché strutturali hanno un ruolo nello spiegare le differenze nell'andamento dell'inflazione fra i diversi paesi dell'area dell'euro negli ultimi anni [2]. Questi vari fattori possono comportare conseguenze molto diverse fra loro per le economie interessate.

Inoltre, come già menzionato in precedenza, in un'unione monetaria, dove i tassi di cambio fra i paesi sono fissi per definizione, esistono rilevanti forze di mercato che svolgono una funzione stabilizzatrice. In particolare, un paese che registri tassi di inflazione inferiori alla media per effetto di una domanda debole guadagnerà in competitività rispetto ad altri paesi. Nel corso del tempo, ciò tende a favorire la domanda nel paese (e a contenerla in altri). Come dimostrato in numerosi studi recenti, il canale del "tasso di cambio reale", sebbene lento nell'operare, diventa nel lungo periodo il fattore dominante di aggiustamento [3].

In sintesi, l'opinione che in un'unione monetaria i differenziali di inflazione possano condurre a differenze sostanziali fra i tassi di interesse reali dei vari paesi e, quindi, a forze destabilizzanti a livello nazionale è spesso basata su argomentazioni semplicistiche. In primo luogo, è importante tenere presente che i tassi di interesse reali rilevanti ai fini delle decisioni economiche dovrebbero essere misurati *ex ante*, ovvero prendendo in considerazione l'inflazione attesa sull'orizzonte temporale in esame. A tale riguardo, gli operatori privati hanno valide motivazioni economiche per non aspettarsi che persistano differenziali di inflazione considerevoli in un'unione monetaria, poiché questi comporterebbero perdite costanti di competitività. In secondo luogo, si deve tener conto delle cause sottostanti ad andamenti differenziati dell'inflazione quando si tratta di valutarne le possibili conseguenze economiche. A tale riguardo, tipicamente il ruolo stabilizzatore del canale della competitività prevale.

Per quanto il periodo successivo all'avvio della Terza fase dell'UEM sia, evidentemente, ancora troppo breve per trarre conclusioni solide, vale la pena osservare che finora non si registrano segnali di un incremento della divergenza della *performance* economica fra i paesi dell'area dell'euro. Come riportato nella figura, negli ultimi anni la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali è rimasta prossima alla propria media storica.

Dispersione [1] dei tassi di crescita del PIL in termini reali e dell'inflazione armonizzata dei paesi dell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat.
1) Deviazione standard non ponderata delle variazioni percentuali sul periodo corrispondente.

2) Cfr. il rapporto di cui alla nota 1 e i relativi riferimenti.

3) Cfr., ad esempio, Deroose, S., Langedijk, S., Roeger, W. (2004), *Reviewing adjustment dynamics in EMU: from overheating to overcooling*, Economic Papers, n. 198, European Economy, Commissione europea, e Angeloni, I., Ehrmann, M. (2004), *Euro area inflation differentials*, Working Paper della BCE, n. 388.

Infine, non va trascurato il fatto che, in una prospettiva storica, a partire dal 1999 il livello medio dei tassi di interesse reali (indipendentemente dal metodo di calcolo adottato) è risultato molto basso in tutti i paesi dell'area. Ciò riflette anche i benefici dell'Unione monetaria e del processo di convergenza verso di essa, per cui una minore inflazione attesa ed effettiva, la stabilità dei tassi di cambio e migliori posizioni di bilancio hanno considerevolmente ridotto i premi per il rischio nei tassi di interesse [4]. Questi benefici possono essere colti appieno attraverso l'attuazione di riforme strutturali nei paesi dell'area, finalizzate soprattutto a rendere più flessibili i mercati del lavoro e dei beni e servizi, rafforzando così la capacità delle regioni di rispondere agli shock economici.

4) Per un'analisi dell'evoluzione negli ultimi quarant'anni dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro e in Germania, cfr. anche il riquadro *Gli attuali tassi di interesse dell'area dell'euro analizzati in prospettiva storica* pubblicato nel numero di settembre 2003 di questo Bollettino, pagg. 25-29.

2.6 MERCATI OBBLIGAZIONARI

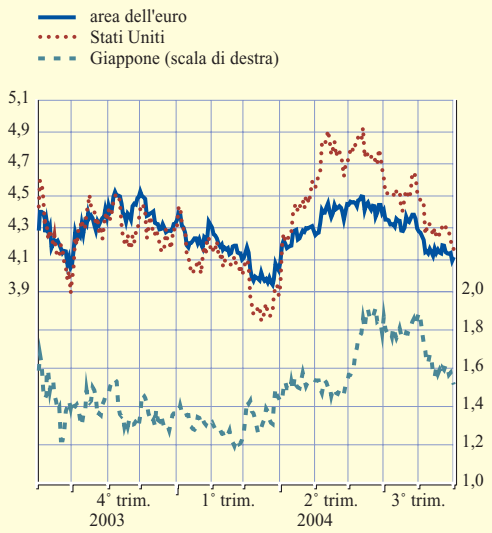
Dagli inizi di giugno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. I principali fattori alla base di tali cali sembrano essere una riduzione delle aspettative di inflazione a lungo termine parallelamente ad alcuni timori degli operatori circa le prospettive di crescita dell'economia mondiale. Negli ultimi mesi si è ridotta anche la volatilità implicita del mercato obbligazionario, un indicatore dell'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono diminuiti significativamente negli ultimi tre mesi, invertendo la tendenza al rialzo registrata tra la fine del primo trimestre dell'anno in corso e gli inizi di giugno (cfr. figura 17). La flessione si è associata a un significativo calo sia dei rendimenti dei titoli a dieci anni indicizzati all'inflazione sia del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni (calcolato dalla differenza fra i rendimenti nominali e quelli indicizzati all'inflazione di titoli di Stato comparabili). Il calo dei rendimenti obbligazionari nominali ha fatto seguito a pubblicazioni di dati inferiori alle attese sull'attività economica e sull'inflazione negli Stati Uniti, in particolare sull'occupazione. Inoltre, i massimi annuali dei prezzi del petrolio possono aver determinato alcune revisioni da parte degli operatori di mercato relativamente alle prospettive per l'economia statunitense, che hanno a loro volta indotto revisioni al ribasso delle aspettative di mercato circa il profilo futuro dei tassi a breve termine negli Stati Uniti.

Figura 17 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



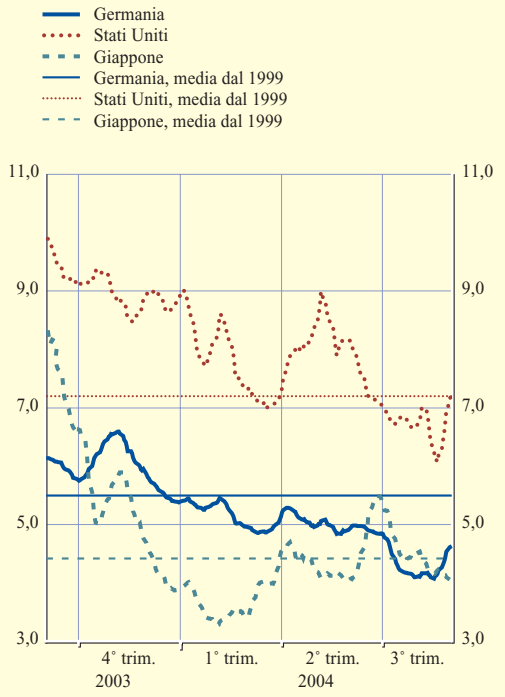
Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile.

Più di recente, tra la fine di luglio e il 1° settembre i rendimenti nominali dei titoli a dieci anni hanno continuato a contrarsi, perdendo circa 35 punti base e collocandosi in tale ultima data al 4,2 per cento circa. Nello stesso periodo i rendimenti reali dei titoli a dieci anni sono diminuiti di 25 punti base, all'1,4 per cento, determinando un calo di 10 punti base del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, sceso al 2,4 per cento il 1° settembre.

L'incertezza degli operatori circa l'evoluzione futura dei rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita nei contratti *future* sui titoli di Stato decennali, si è ridotta negli ultimi tre mesi, portandosi il 1° settembre attorno alla propria media storica dal 1999, ad indicazione che gli operatori del mercato obbligazionario hanno cominciato a nutrire meno incertezze rispetto al secondo trimestre in merito ai movimenti futuri dei rendimenti obbligazionari (cfr. figura 18).

Figura 18 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.

GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno oscillato significativamente negli ultimi tre mesi, principalmente in risposta a notizie sull'attività economica. In giugno i rendimenti obbligazionari erano stati supportati da pubblicazioni di dati macroeconomici che gli operatori di mercato avevano interpretato come una conferma della solidità della crescita economica in Giappone. Più di recente, in agosto i rendimenti dei titoli nipponici sono nuovamente calati a seguito della diffusione di dati inferiori alle attese sul PIL del secondo trimestre, per poi riportarsi il 1° settembre al livello dell'1,5 per cento già registrato ai primi di giugno.

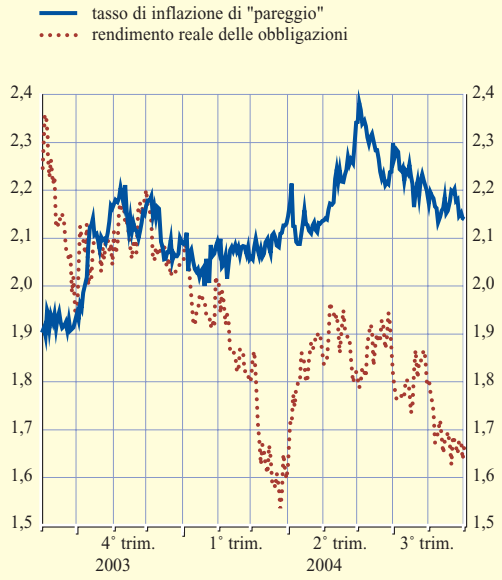
L'incertezza degli operatori circa gli andamenti futuri dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, ha fluttuato significativamente negli ultimi tre mesi. Dopo un brusco aumento in giugno, la volatilità implicita del mercato obbligazionario è diminuita in luglio e si è poi collocata in agosto a un livello leggermente al di sotto della propria media storica dal gennaio 1999.

AREA DELL'EURO

Negli ultimi tre mesi i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro si sono mossi in maniera conforme ai rendimenti dei titoli statunitensi, registrando tuttavia un calo più contenuto. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è ristretto, collocandosi a circa 5 punti base il 1° settembre. Al pari

Figura 19 Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro

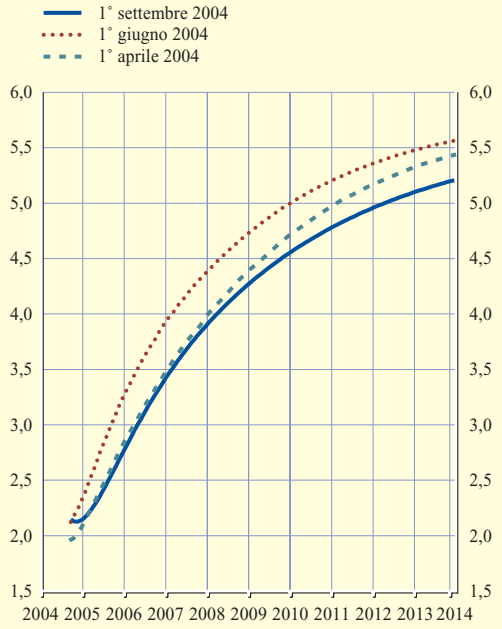
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.
Nota: i rendimenti reali dei titoli sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (esclusi i prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012. Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto a pagina 16 del Bollettino mensile di febbraio 2002.

Figura 20 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*.

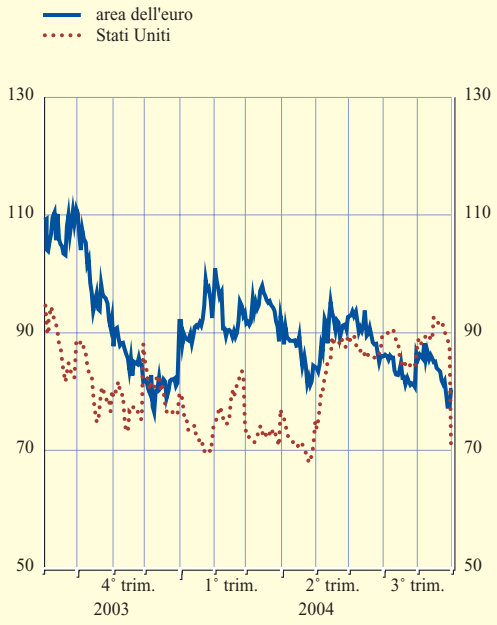
di quanto avvenuto negli Stati Uniti, la diminuzione dei rendimenti obbligazionari nominali dagli inizi di giugno si è associata a un calo del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, al 2,1 per cento il 1° settembre (cfr. figura 19). Più di recente, dalla fine di luglio i rendimenti reali, misurati dai rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco), sono calati di circa 15 punti base, all'1,7 per cento il 1° settembre, rispecchiando i timori degli operatori circa le prospettive economiche mondiali, in particolare per effetto degli elevati prezzi del petrolio.

La flessione dei rendimenti obbligazionari nominali degli ultimi tre mesi si è riflessa in uno spostamento verso il basso dell'intera curva dei tassi a termine impliciti, più pronunciato nel segmento a lunga scadenza (cfr. figura 20). Nel contempo, il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla volatilità implicita di tali mercati, è diminuito negli ultimi tre mesi e si è collocato il 1° settembre su un livello basso, significativamente inferiore alla propria media dal gennaio 1999.

Nel mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro il livello dei differenziali di rendimento è sceso lievemente dagli inizi di giugno, mantenendosi da allora su un livello basso (cfr. figura 21). Il differenziale fra i rendimenti sulle obbligazioni emesse da società con rating BBB e quelli su titoli di Stato confrontabili è diminuito in agosto e si è collocato il 1° settembre attorno a

Figura 21 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

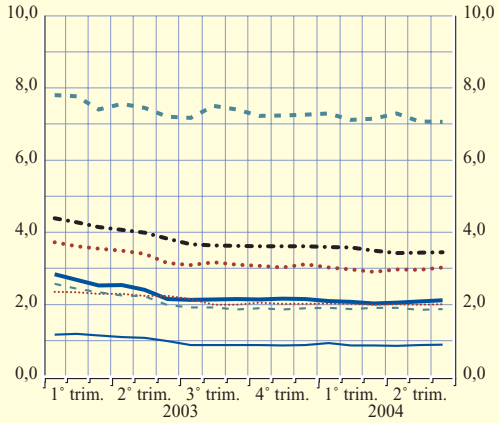
(in punti base; dati giornalieri; titoli con *rating* BBB)



Fonti : Bloomberg ed elaborazioni della BCE.
Nota: i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono calcolati come differenze tra i rendimenti delle obbligazioni societarie con scadenza fra sette e dieci anni e quelli dei titoli di Stato con pari scadenza.

Figura 22 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi corretti [1])



Fonte: BCE.
1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata corretta è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando come pesi di ciascun paese la media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata corretta è ottenuto usando come pesi i volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

80 punti base, segnalando che gli operatori del mercato obbligazionario percepiscono come relativamente basso il rischio di credito societario nell'area dell'euro.

2.7 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

Nel secondo trimestre i tassi di interesse applicati dalle IFM alle nuove operazioni hanno avuto andamenti differenziati, ma sono per la maggior parte calati lievemente, proseguendo la tendenza al ribasso osservata nei precedenti trimestri.

In giugno la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura 22 e tavola 6) e ha per lo più segnato una lieve tendenza verso il basso nel secondo trimestre, registrando pertanto un andamento sostanzialmente in linea con i movimenti dei tassi del mercato monetario. Su un orizzonte temporale più lungo, i tassi a breve termine sono diminuiti leggermente tra maggio 2003 (ultima data di segnalazione prima della riduzione dei tassi di riferimento della BCE nel giugno 2003) e giugno 2004, rispecchiando sostanzialmente l'evoluzione dei tassi del mercato monetario (ad esempio il tasso a tre mesi del mercato monetario è sceso di circa 30 punti base nello stesso periodo). Nel complesso, in tale perio-

do i tassi applicati ai depositi a breve termine delle famiglie sono calati di circa 25-35 punti base, mentre quelli applicati ai depositi a termine a breve scadenza delle società non finanziarie (ossia con durata prestabilita fino a un anno) hanno riportato una flessione di 45 punti base. Nel contempo il tasso applicato ai depositi a vista di società non finanziarie è diminuito di meno di 20 punti base, un andamento tuttavia in linea con la trasmissione tradizionalmente più lenta dei tassi di mercato a questa tipologia di depositi.

Tra maggio 2003 e giugno 2004 i tassi sui prestiti a breve termine sono calati in totale di circa 40-50 punti base, il che implica che nel periodo i differenziali fra i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai prestiti e i tassi di mercato comparabili si sono leggermente ridotti. In particolare, sia i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sia quelli sui prestiti di ammontare contenuto a società non finanziarie (non superiori al milione di euro a tasso variabile e con un

Tavola 6 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni [1)]

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

							Variazione in punti base fino a giugno 2004		
	2004 gen.	2004 feb.	2004 mar.	2004 apr.	2004 mag.	2004 giu.	2003 gen.	2003 mag.	2004 mag.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,91	1,88	1,91	1,91	1,86	1,88	-70	-35	2
con durata prestabilita oltre due anni	2,68	2,52	2,44	2,46	2,40	2,43	-64	-21	2
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,03	2,02	2,00	2,01	2,00	2,00	-34	-23	1
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,65	2,63	2,59	2,57	2,55	2,54	-73	-56	-1
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,93	0,87	0,86	0,85	0,87	0,88	-28	-19	1
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,99	1,98	1,96	1,97	1,96	1,99	-73	-45	2
con durata prestabilita oltre due anni	3,28	3,53	3,23	3,35	3,62	3,58	-25	52	-4
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,29	7,12	7,15	7,29	7,07	7,06	-74	-38	0
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,59	3,58	3,49	3,42	3,43	3,45	-93	-53	2
con determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni	5,02	4,97	4,89	4,82	4,78	4,81	-56	-12	3
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,65	5,63	5,56	5,52	5,46	5,44	-76	-37	-2
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,07	4,04	3,98	3,94	3,96	3,96	-93	-52	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,80	4,79	4,80	4,70	4,63	4,72	-45	-23	9
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,02	2,97	2,90	2,97	2,96	3,03	-69	-37	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,42	4,30	4,33	4,26	4,36	4,16	-37	-21	-19
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,09	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	-72	-30	2
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,41	2,38	2,16	2,39	2,55	2,74	10	43	19
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,37	3,28	3,06	3,31	3,50	3,60	20	58	10

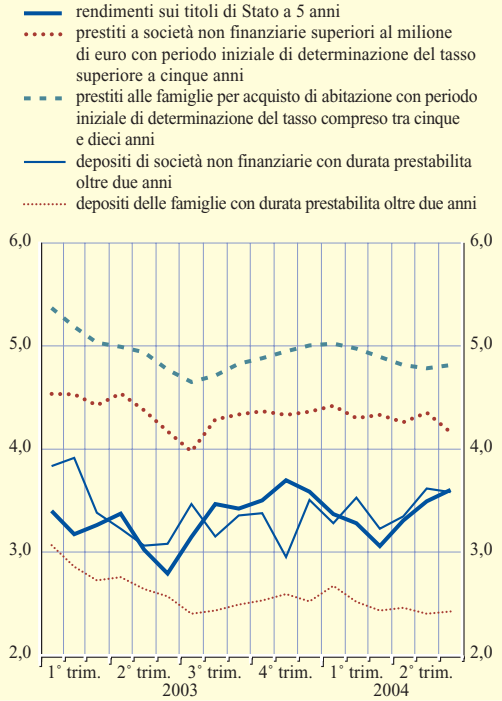
Fonte: BCE.
1) I tassi di interesse delle IFM in questa tavola sono calcolati come medie ponderate corrette. Per il periodo a partire da dicembre 2003, tali tassi sono calcolati usando come pesi di ciascun paese la media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni calcolati come medie ponderate corrette sono ottenuti usando come pesi i volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono scesi di oltre 50 punti base nel periodo in esame.

I tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sono per la maggior parte aumentati lievemente in giugno, ma sono nel complesso diminuiti nel secondo trimestre del 2004 (cfr. figura 23). In particolare nel secondo trimestre, in una fase di aumento dei tassi di mercato, i tassi a lungo termine applicati ai prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono scesi di circa 10-20 punti base. In linea con la tradizionale lentezza di reazione dei tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM, questi andamenti hanno determinato un restringimento del differenziale rispetto ai tassi di mercato per scadenze comparabili, che potrebbe però essere anche riconducibile a un miglioramento della qualità creditizia dei mutuatari negli ultimi mesi. Nello stesso periodo il tasso applicato ai depositi delle società non finanziarie con durata prestabilita superiore a due anni è cresciuto di 35 punti base, un andamento più in linea con l'evoluzione dei tassi di mercato.

Figura 23 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi corretti [1])



Fonte: BCE.
1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata corretta è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando come pesi di ciascun paese la media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata corretta è ottenuto usando come pesi i volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Su un orizzonte temporale più lungo, tra gennaio 2003 e giugno 2004 i tassi a lungo termine applicati dalle IFM sono nel complesso calati significativamente, un andamento in contrasto con quello dei tassi di mercato per scadenze comparabili (desumibile dal rendimento sui titoli di Stato a cinque anni nell'area dell'euro), che hanno invece registrato nello stesso periodo un incremento complessivo di circa 20 punti base. I tassi a lungo termine sui depositi delle famiglie hanno riportato flessioni comprese tra 65 e 75 punti base circa, mentre il tasso a lungo termine applicato ai depositi delle società non finanziarie è diminuito di circa 25 punti base. Questi andamenti probabilmente riflettono il consueto ritardo nell'aggiustamento dei tassi a lungo termine applicati dalle IFM sui depositi alle variazioni dei tassi di mercato, che sono calati prima del gennaio 2003. Quanto ai tassi a lungo termine sui prestiti, tra gennaio 2003 e giugno 2004 il tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con periodo di determinazione iniziale del tasso tra i cinque e i dieci anni) è sceso di quasi 60 punti base mentre quelli sui prestiti alle società non finanziarie (con periodo di determinazione iniziale superiore a cinque anni) sono diminuiti di 45 punti base. Benché in certa misura riconducibili a ritardi nella trasmissione dei tassi di mercato ai tassi applicati dalle IFM, tali andamenti potrebbero anche riflettere un miglioramento della valutazione del rischio di credito dei mutuatari da parte delle banche come indicato dal restringimento del differenziale fra i tassi applicati dalle IFM sui prestiti a lungo termine e il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni (cfr. anche i riquadri *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro* e *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nell'edizione di agosto 2004 del Bollettino mensile).

2.8 MERCATI AZIONARI

Dalla fine di giugno, dopo un rialzo nei due mesi precedenti, le quotazioni azionarie sono calate in tutte le principali economie. In un contesto di elevati prezzi del petrolio, i timori degli investitori sulle prospettive per gli utili e l'attività economica hanno esercitato pressioni al ribasso sui corsi azionari. Nel contempo la diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine ha agito in direzione opposta. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro la volatilità implicita del mercato azionario, indicatore dell'incertezza degli operatori sugli andamenti futuri delle quotazioni, è aumentata in luglio e agosto dopo una contrazione in giugno, ma si è mantenuta su un livello relativamente basso.

STATI UNITI

Le quotazioni azionarie negli Stati Uniti sono calate tra la fine di giugno e il 1° settembre (cfr. figura 24). Da un lato, pubblicazioni di dati macroeconomici inferiori alle attese, specie per il mercato del lavoro, e una serie di annunci di utili societari poco brillanti per i trimestri a venire hanno esercitato pressioni al ribasso sui corsi statunitensi, cui ha concorso anche l'impatto percepito degli elevati prezzi del petrolio sulla crescita economica futura. Dall'altro lato, le quotazioni azionarie hanno subito una concomitante pressione al rialzo per effetto sia della diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine, che hanno un ruolo fondamentale nel determinare il fattore di sconto degli utili futuri, sia di una crescita degli utili effettivi superiore alle attese nel secondo trimestre. Secondo i dati di Thomson Financial, gli operatori di mercato si attendono una crescita del 15 per cento circa degli utili societari statunitensi nella restante parte dell'anno e un rallentamento al 7½ per cento nel primo trimestre del 2005. Più di recente, nelle prime settimane di agosto sia l'indice ampio S&P 500 che l'indice a forte componente tecnologica Nasdaq Composite sono calati, recuperando poi nell'ultima settimana, sulla scia di un lieve allentamento dei prezzi petroliferi, e terminando il mese ai livelli di fine luglio.

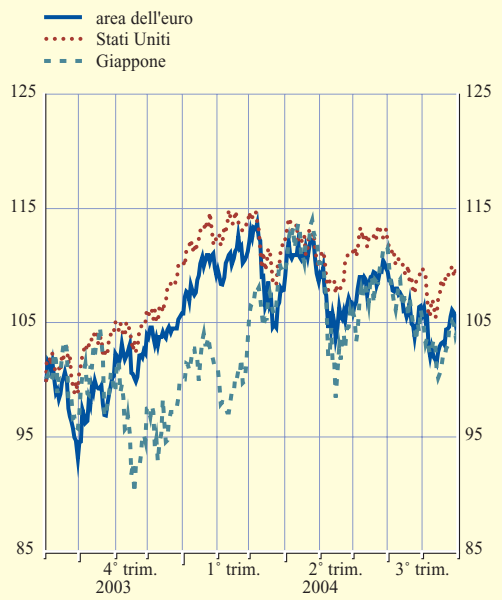
L'incertezza del mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è aumentata tra la fine di giugno e il 1° settembre, pur rimanendo su un livello ben inferiore alla propria media storica dal 1999 (cfr. figura 25).

GIAPPONE

In Giappone i corsi azionari sono scesi tra la fine di giugno e il 1° settembre. In giugno le quotazioni erano aumentate significativamente in un contesto di pubblicazioni di dati macroeconomici percepiti positivamente dagli operatori di mercato. Il successivo calo è sembrato essere connesso a un mutamento delle percezioni degli operatori circa le prospettive economiche. Di fatto, la pressione al ribasso sulle quotazioni azionarie è derivata da dati sul PIL per il secondo trimestre inferiori alle attese e più in generale da maggiori timori degli operatori in merito alle prospettive di

Figura 24 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° settembre 2003 = 100; dati giornalieri)



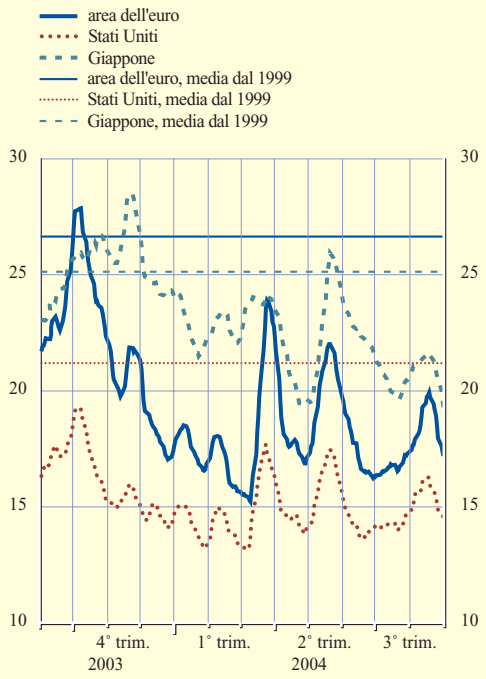
Fonte: Reuters.
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

reddito delle imprese, in particolare relativamente ai risultati del settore delle esportazioni giapponesi, il quale potrebbe essere stato percepito come danneggiato dal complessivo rincaro del petrolio. Più di recente, tra la fine di luglio e il 1° settembre l'indice Nikkei 225 ha perso il 2 per cento.

Il calo dei corsi azionari è stato accompagnato, tra metà luglio e metà agosto, da un aumento della volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225 (una misura dell'incertezza del mercato azionario giapponese), successivamente diminuita e rimasta ben al di sotto della propria media storica dal 1999.

Figura 25 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.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono calate tra la fine di giugno e il 1° settembre. Gli investitori del mercato azionario si sono mostrati preoccupati in particolare per il potenziale impatto negativo degli elevati prezzi del petrolio sulla crescita economica (cfr. riquadro 4). Inoltre, diverse società hanno corretto verso il basso le proprie aspettative di utili per i trimestri a venire. I ridimensionamenti delle prospettive per gli utili societari, specie nel settore tecnologico, sono stati in parte indotti da un deterioramento delle aspettative di mercato circa la redditività delle imprese tecnologiche statunitensi. Nel contempo, tuttavia, la flessione dei tassi di interesse a lungo termine ha avuto un impatto positivo sui prezzi delle azioni. Più di recente, tra la fine di luglio e il 1° settembre le quotazioni azionarie misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx hanno perso l'1 per cento circa. Parte del calo è riconducibile al lieve aumento tra la fine di giugno e il 1° settembre dell'incertezza del mercato azionario, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, volatilità che si è tuttavia mantenuta su un livello ben inferiore alla propria media storica dal 1999 (cfr. figura 25).

Per quanto riguarda i recenti sviluppi settoriali nell'area dell'euro, le quotazioni azionarie sono scese nella maggior parte dei dieci settori economici nell'indice Dow Jones Euro Stoxx nel periodo compreso tra la fine di giugno e il 1° settembre (cfr. tavola 7). I titoli energetici hanno riportato risultati nettamente superiori al totale dell'indice di mercato durante il periodo, mentre il comparto tecnologico ha conseguito risultati peggiori della maggior parte dei settori. Questi risultati relativi sono in linea con le esperienze passate relative a periodi di elevati prezzi del petrolio, come esposto in dettaglio nel riquadro 4. Le volatilità storiche di tutti i settori economici, ad eccezione di quelli dei beni di consumo e dell'energia, si sono collocate in luglio e agosto al di sotto delle rispettive medie nel secondo trimestre.

Tavola 7 Variazioni dei prezzi e volatilità storica degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni dei prezzi in percentuale; volatilità storica: valori percentuali in ragione d'anno)

	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato *(dati di fine periodo)*	**5,2**	**11,9**	**7,3**	**12,1**	**29,7**	**2,6**	**9,3**	**5,7**	**8,8**	**7,3**	**100,0**
Variazioni dei prezzi *(dati di fine periodo)*											
2003 2° trimestre	18,0	21,1	7,6	10,3	25,4	15,3	15,6	19,0	17,7	16,8	18,2
3° trimestre	4,4	4,4	5,1	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,6	1,1
4° trimestre	15,5	13,7	2,1	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 1° trimestre	-4,7	0,6	2,7	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2° trimestre	6,7	4,6	3,4	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
luglio	-0,4	-3,7	-4,8	1,5	-3,5	-0,2	-1,6	-13,4	-2,4	-0,9	-3,0
agosto	-1,7	-3,6	-3,6	-0,8	0,2	2,5	-0,9	-6,2	-1,2	-0,6	-1,4
fine giugno-1° settembre 2004	-1,4	-6,6	-7,0	1,5	-2,6	2,5	-1,7	-18,0	-3,7	-0,8	-3,6
Volatilità *(medie del periodo)*											
2003 2° trimestre	24,8	28,0	19,8	22,8	26,8	25,4	18,0	35,3	21,5	20,8	23,0
3° trimestre	23,3	19,9	12,1	18,3	18,6	17,8	15,1	33,4	14,7	13,5	16,6
4° trimestre	17,5	17,5	11,6	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2004 1° trimestre	15,2	18,4	12,5	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2° trimestre	16,1	16,8	11,0	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
luglio	13,5	13,4	10,6	12,7	12,3	14,1	12,2	28,7	11,7	9,0	11,4
agosto	15,0	17,2	12,6	14,6	12,2	13,6	13,6	25,8	14,0	9,0	12,9
fine giugno-1° settembre 2004	14,1	15,1	11,3	13,4	12,0	13,7	12,6	27,0	12,7	8,8	11,9

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: le volatilità storiche sono calcolate come deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere del livello dell'indice nel corso del periodo. Gli indici settoriali sono riportati nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

Riquadro 4

COME REAGISCONO I MERCATI AZIONARI ALLE VARIAZIONI DEI CORSI PETROLIFERI?

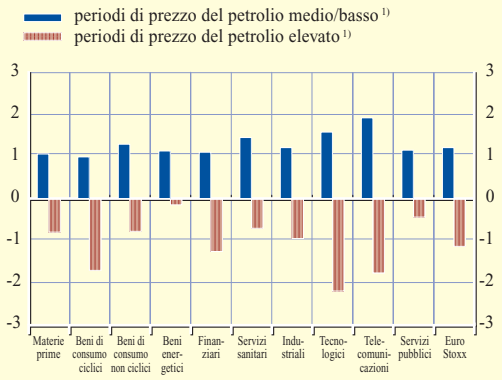
In questo riquadro si analizza l'impatto dei corsi petroliferi sui mercati azionari dell'area dell'euro. Solitamente, un aumento del prezzo del petrolio induce una riduzione del tasso atteso di crescita economica e un aumento delle aspettative di inflazione nel brevissimo termine. Il deterioramento delle prospettive di crescita, a sua volta, induce una revisione al ribasso delle attese sugli utili societari, producendo un effetto frenante sui corsi azionari. Inoltre, l'aumento dei prezzi dei fattori produttivi associato con il rincaro del greggio tende generalmente a comprimere i margini di profitto delle imprese. Infine, nei periodi caratterizzati da elevati prezzi del petrolio gli investitori nutrono di solito maggiori incertezze riguardo alle prospettive per gli utili societari, il che potrebbe far lievitare i premi per il rischio azionario ed esercitare così ulteriori pressioni al ribasso sui listini. Questi fattori, variamente combinati, di norma tendono ad avere il sopravvento sugli effetti positivi prodotti sui prezzi delle azioni dal calo dei rendimenti a lungo termine in termini reali che spesso si accompagna a un aumento dei corsi petroliferi.

Di seguito si esamina l'effetto dei prezzi del petrolio confrontando i rendimenti azionari medi desunti dall'indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) e dai suoi sottoindici settoriali in fasi in cui tali prezzi si collocavano rispettivamente in una fascia medio-bassa o in una fascia

elevata. Quest'ultima è definita da una deviazione verso l'alto superiore al 10% rispetto alla media dei corsi in termini reali nel periodo 1987-2004. Nella figura che segue sono riportati per i dieci settori economici dell'indice e per l'indice complessivo i rendimenti azionari medi mensili osservati nelle diverse fasi dei prezzi del greggio.

Rendimento mensile medio dell'indice Dow Jones Euro Stoxx e dei settori economici che lo compongono

(in percentuale; gennaio 1987-luglio 2004)



Fonti: Thomson Financial Datastream e Stoxx.
1) Per prezzo del petrolio elevato si intendono deviazioni verso l'alto del prezzo medio del petrolio in termini reali (prezzo della qualità Brent deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo dell'area dell'euro) nel periodo dal 1987 al luglio 2004 superiori al 10%. Per prezzo del petrolio medio-basso si intende un prezzo del petrolio al di sotto di tale soglia.

Dalla figura emergono diversi elementi. Primo, a livello aggregato i corsi azionari nell'area dell'euro mostrano generalmente una correlazione negativa con il livello dei prezzi petroliferi nel periodo in esame, che ha inizio nel 1987. Nel complesso, l'indice Dow Jones Euro Stoxx è aumentato in media di circa l'1 per cento al mese nei periodi caratterizzati da prezzi del petrolio medio-bassi, segnando invece un andamento negativo in concomitanza di prezzi elevati. Secondo, la *performance* dei vari settori è significativamente diversa. In generale (rispetto all'indice complessivo) i settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità paiono aver risentito in misura minore di un livello elevato dei corsi petroliferi, mentre i settori dei beni ciclici, tecnologici e delle telecomunicazioni in tali circostanze hanno solitamente fatto registrare rendimenti sensibilmente inferiori.

In generale, l'andamento dell'indice complessivo e dei sottoindici settoriali in presenza di prezzi del petrolio in termini reali elevati o meno è coerente con l'ipotesi secondo cui i rincari petroliferi influenzerebbero negativamente i corsi azionari attraverso il loro effetto sulle prospettive per gli utili societari. A questo riguardo è possibile che la *performance* peggiore del settore dei prodotti ciclici sia riconducibile ai timori degli investitori, secondo cui gli elevati prezzi del petrolio potrebbero avere un effetto frenante particolarmente forte sugli utili di questo settore, che è il più strettamente collegato con il ciclo economico.

Tuttavia, alcuni settori potrebbero risentire in misura minore o addirittura beneficiare di un aumento del petrolio. A riprova di ciò, il rendimento meno negativo segnato (rispetto all'indice complessivo) dal settore energetico potrebbe spiegarsi con il fatto che i suoi proventi sono positivamente correlati con l'evoluzione dei prezzi del petrolio. Anche la *performance* dei servizi di pubblica utilità è piuttosto buona quando i prezzi petroliferi sono relativamente elevati, probabilmente per lo spostamento della domanda, durante tali periodi, verso fonti energetiche alternative, quali il gas naturale [1].

1) Va notato che anche altri fattori potrebbero aver un impatto sui corsi azionari. Ad esempio, la *performance* negativa del settore tecnologico nelle fasi di corsi petroliferi elevati potrebbe esser ascrivibile più che altro allo scoppio della bolla speculativa tra gli inizi del 2000 e il 2003.

3 PREZZI E COSTI

In luglio l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è lievemente calata, al 2,3 per cento, principalmente a causa dell'andamento dei prezzi degli alimentari non trasformati e dei beni industriali non energetici. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in agosto l'inflazione sarebbe rimasta invariata. Con riferimento ai primi stadi della catena produttiva, si prevede il perdurare delle pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione, dati i rincari delle materie prime. Quanto all'andamento del costo del lavoro, i dati più recenti tendono a confermare l'ipotesi secondo cui la crescita salariale sul periodo corrispondente nell'area sarebbe rimasta moderata nel primo semestre dell'anno. In prospettiva, nel breve periodo il recente incremento dei prezzi petroliferi potrebbe esercitare ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione armonizzata, che di conseguenza non dovrebbe riportarsi al di sotto del 2 per cento nella restante parte dell'anno. Oltre il breve periodo la crescita salariale dovrebbe rimanere moderata e quindi le prospettive complessive per la stabilità dei prezzi sarebbero favorevoli. In tale contesto, tuttavia, sussistono rischi verso l'alto riconducibili a ulteriori pressioni al rialzo sui corsi petroliferi e a possibili nuovi aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER AGOSTO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in agosto l'inflazione nell'area dell'euro sarebbe rimasta invariata al 2,3 per cento (cfr. tavola 8). Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati, l'incremento della crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici sarebbe stato controbilanciato dal calo della crescita dei prezzi degli alimentari non trasformati. Data la natura preliminare delle informazioni, tuttavia, tale stima rimane caratterizzata dall'usuale incertezza.

INFLAZIONE ARMONIZZATA A LUGLIO

In luglio l'inflazione nell'area è lievemente calata al 2,3 per cento dal 2,4 del mese precedente, principalmente a causa dell'andamento dei prezzi degli alimentari non trasformati e dei beni industriali non energetici, risultando inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima rapida dell'Eurostat pubblicata il 30 luglio.

Tavola 8 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

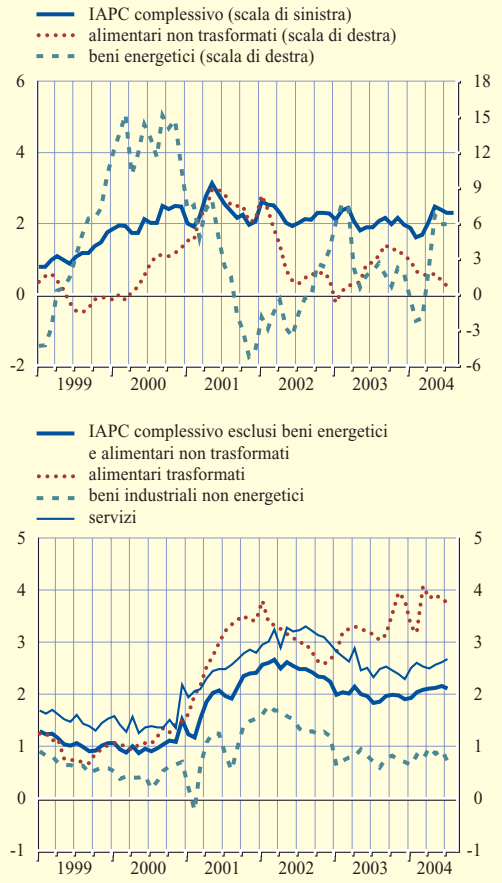
	2002	2003	2004 mar.	2004 apr.	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo [1]	2,3	2,1	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	*2,3*
Beni energetici	-0,6	3,0	-2,0	2,0	6,7	5,9	5,9	.
Alimentari non trasformati	3,1	2,1	1,7	1,6	1,7	1,2	0,7	.
Alimentari trasformati	3,1	3,3	4,1	3,9	3,9	3,8	3,8	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,8	0,7	1,0	0,9	0,9	0,7	.
Servizi	3,1	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-0,1	1,4	0,4	1,4	2,4	2,4	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	26,7	27,6	30,9	29,3	30,7	34,1
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	17,2	19,7	21,1	21,9	18,0	10,9

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.
1) Il dato per l'inflazione misurata sullo IAPC in agosto 2004 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Quanto alle componenti più variabili dello IAPC, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è rimasta stabile al 5,9 per cento, a causa di un effetto base positivo che ha compensato l'impatto verso l'alto sui prezzi dell'energia degli aumenti dei corsi petroliferi in euro di luglio. Nel contempo la crescita dei prezzi degli alimentari non trasformati è scesa allo 0,7 per cento dall'1,2 di giugno, di riflesso per lo più al calo del tasso di variazione dei prezzi degli ortofrutticoli.

Figura 26 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In luglio la crescita sui dodici mesi dello IAPC, al netto dei beni energetici e degli alimentari non trasformati, è lievemente calata al 2,1 per cento dal 2,2 del mese precedente, in conseguenza della flessione di 0,2 punti percentuali, allo 0,7, della crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici. Tale flessione sarebbe principalmente imputabile ai maggiori ribassi applicati, rispetto allo scorso anno, ai prezzi dell'abbigliamento e delle calzature in occasione dei saldi. Inoltre, è continuato il calo della crescita dei prezzi delle autovetture, in parte a seguito di un effetto base dell'anno scorso, ma probabilmente anche per l'apprezzamento dell'euro durante l'anno passato e per la debolezza della domanda nell'area dell'euro. In effetti, dalla metà del 2002, è andato diminuendo il contributo di tale componente all'inflazione misurata sullo IAPC complessivo. In luglio la crescita dei prezzi degli alimentari trasformati è rimasta invariata al 3,8 per cento. Nello stesso mese l'inflazione dei prezzi dei servizi è lievemente aumentata al 2,7 per cento, dal 2,6 di giugno, principalmente a causa di variazioni più elevate dei canoni di affitto, dei prezzi dei servizi medici e delle vacanze organizzate. Mentre l'accelerazione dei prezzi delle vacanze organizzate è il risultato di un effetto base connesso alle variazioni dei prezzi inferiori alla norma dell'anno scorso, l'aumento della crescita dei prezzi dei servizi medici è connesso alla riforma sanitaria in Germania (cfr. riquadro 5). Sebbene l'incremento del tasso di variazione degli affitti sia stato relativamente contenuto, i prezzi degli immobili, che non sono inclusi nello IAPC, si sono mantenuti in forte crescita. Nel complesso, le singole componenti non energetiche dello IAPC non mostrano ancora indicazioni convincenti di effetti indiretti riconducibili all'avvenuto aumento dei prezzi petroliferi.

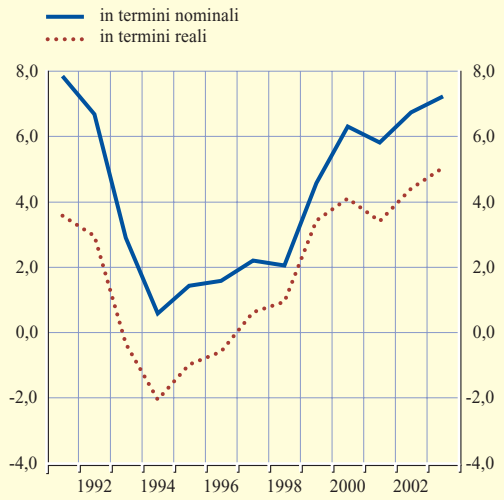
Riquadro 5

ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO E NEI SINGOLI PAESI DELL'AREA

Gli andamenti dei prezzi degli immobili residenziali sono un fattore importante da tenere in considerazione nelle valutazioni alla base delle decisioni di politica monetaria, le quali mirano a mante-

Figura A Prezzi degli immobili residenziali in termini nominali e reali nell'area dell'euro

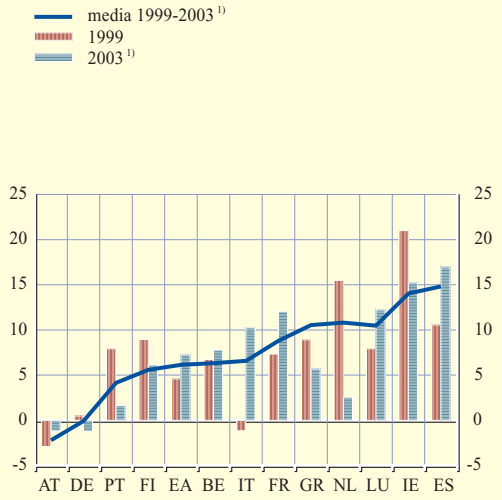
(tassi di variazione sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati.
Nota: i prezzi degli immobili residenziali in termini reali sono calcolati utilizzando lo IAPC come deflatore.

Figura B Variazioni dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e fra i paesi membri

(variazioni percentuali annue)



Fonti: dati di fonte nazionale ed elaborazioni della BCE.
Nota: la sigla EA sta a indicare l'area dell'euro.
1) Per l'Austria e il Lussemburgo dati disponibili fino al 2002.

nere la stabilità dei prezzi nel medio termine. Sebbene non siano inclusi nello IAPC, i prezzi degli immobili residenziali possono causare effetti indiretti su alcune delle sue componenti, in particolare sui canoni di affitto [1]. Inoltre, i prezzi degli immobili residenziali possono incidere sul comportamento di spesa delle famiglie, in particolare tramite effetti di ricchezza, e sugli investimenti in immobili residenziali. In aggiunta, gli andamenti dei prezzi degli immobili residenziali possono essere messi in relazione con l'evoluzione del credito. Questo riquadro esamina gli andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e nei singoli paesi dell'area.

Attualmente, i tassi di crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area sono prossimi al livello più alto dagli inizi degli anni novanta. Si stima che nell'area dell'euro essi siano aumentati del 7,2 per cento nel 2003 (cfr. figura A), il quarto anno consecutivo con incrementi intorno al 6-7 per cento. Tra il 1999 e il 2003 il tasso di incremento dei prezzi degli immobili residenziali è stato fra 4 e 5 punti percentuali più elevato del tasso di crescita dello IAPC. Questo periodo di vigorosi e protratti aumenti fa seguito a un periodo di rincari relativamente contenuti (inferiori al 3%) tra il 1993 e il 1998. Va notato che, a causa dell'eterogeneità dei dati nazionali sottostanti, i dati aggregati per l'area sono di scarsa qualità e costituiscono solo un indicatore di massima dell'andamento dei prezzi [2].

L'andamento aggregato dei prezzi degli immobili residenziali nell'area nasconde notevoli disparità tra i singoli paesi, come mostrato nella figura 3 [3]. Tra il 1999 e il 2003, Spagna, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Grecia hanno registrato sostanziali aumenti dei prezzi degli immo-

1) Ad oggi lo IAPC non include i canoni di affitto per le abitazioni occupate dai proprietari.
2) Per ulteriori informazioni sui limiti dei dati, cfr. il riquadro *Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.
3) Le ultime informazioni disponibili per il Lussemburgo e l'Austria si riferiscono al 2002.

bili residenziali, superiori alla media per l'area dell'euro. Per quanto riguarda gli andamenti più recenti in questi paesi, i dati del 2003 mostrano un rallentamento degli aumenti nei Paesi Bassi, in Grecia e in Irlanda. Nello stesso periodo, tuttavia, la crescita dei prezzi degli immobili residenziali è ulteriormente aumentata in Spagna, mentre tra il 1999 e il 2003 è stata modesta e inferiore alla media dell'area in Austria, Germania e Portogallo. I dati del 2003 indicano altresì una flessione dei prezzi in Germania e un marcato rallentamento in Portogallo. Degna di nota è l'impennata dei prezzi degli immobili residenziali registrata in Francia nel 2003.

Gli ultimi dati trimestrali disponibili per il 2004 confermano il marcato incremento dei prezzi degli immobili residenziali in Spagna e segnalano un'ulteriore accelerazione in Francia e in Finlandia. I dati trimestrali indicano altresì un'ulteriore decelerazione in Grecia e fanno ritenere che il quadro per i Paesi Bassi e il Portogallo rimanga sostanzialmente immutato, con un modesto incremento dei prezzi delle abitazioni rispetto alla media dell'area dell'euro.

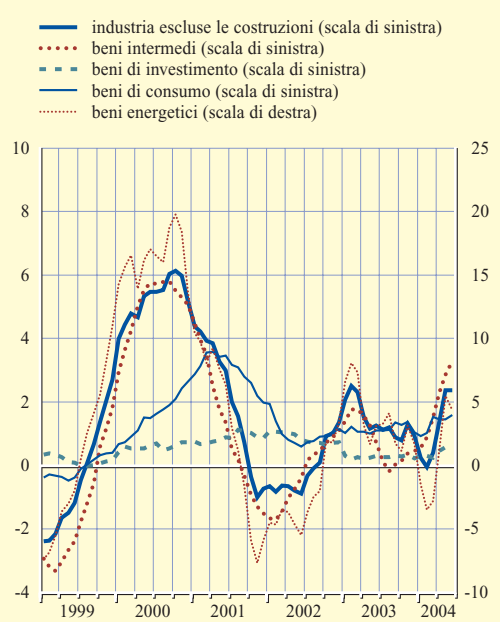
La rapida accelerazione dei prezzi degli immobili residenziali in alcuni paesi dell'area rende necessario seguire attentamente gli andamenti del mercato immobiliare in questi paesi, in considerazione delle possibili implicazioni per tali economie e per l'area dell'euro nel suo complesso.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Come riportato nel numero precedente di questo Bollettino, in giugno la crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione nell'industria, al netto delle costruzioni, è rimasta invariata al 2,4 per cento (cfr. figura 27). La flessione della crescita della componente energetica, riconducibile sia a effetti base sia al calo dei corsi petroliferi in euro tra maggio e giugno, è stata controbilanciata da un ulteriore accelerazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi, legata a effetti ritardati degli scorsi rincari del greggio e delle materie prime non petrolifere.

Figura 27 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

I dati nazionali disponibili per luglio indicano un incremento della crescita dei prezzi alla produzione, principalmente a causa dei rincari dei beni energetici e di quelli intermedi. Anche lo *Eurozone Input Price Index* (EPI) di agosto indica ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione a causa dei rincari delle materie prime. Tale indice, sebbene sia sceso da 70,2 a 66,16 in luglio, è rimasto ben al di sopra di 50, segnalando che gli intervistati percepiscono ancora notevoli pressioni sui costi degli input nel settore manifatturiero.

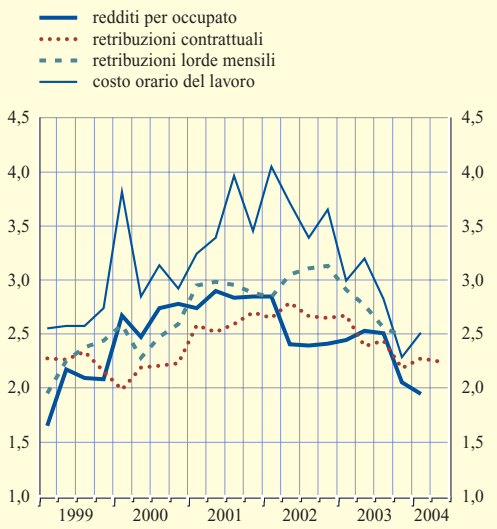
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Prime indicazioni sulla dinamica del costo del lavoro per l'area nel secondo trimestre dell'anno sono state fornite dall'indicatore delle retribuzioni contrattuali. In tale periodo la crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è lievemente scesa, ampiamente in linea con le aspettative, al 2,2 per cento dal 2,3 del primo trimestre (cfr. figura 28). Questa lieve

flessione è il risultato della compensazione di dati di segno opposto nei diversi paesi dell'area. Dal secondo trimestre del 2003 la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta sostanzialmente invariata su tassi compresi tra il 2,2 e il 2,4 per cento che seguivano quello del 2,7 per cento registrato in media nel 2002. Gli ultimi dati indicano che la crescita salariale sui dodici mesi nell'area dell'euro è rimasta moderata nel primo semestre del 2004.

Figura 28 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Altri indicatori del costo del lavoro, disponibili solo fino al primo trimestre dell'anno, confermano, in varia misura, un contenimento della crescita salariale dal 2002. Nel primo trimestre del 2004 la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro si è collocata al 2,5 per cento, in calo rispetto alle medie del 3,7 e del 2,8 registrate nel 2002 e nel 2003 rispettivamente. Nel primo trimestre del 2004 la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato si è collocata all'1,9 per cento e sebbene non sia da escludere una lieve revisione al rialzo di tale percentuale alla luce dei dati nazionali, si conferma la flessione evidenziata nel corso degli ultimi due anni. Questi fattori, associati all'aumento della crescita della produttività del lavoro all'1,1 per cento nel primo trimestre del 2004, hanno indotto un calo della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto allo 0,9 per cento, che dovrebbe esercitare pressioni al ribasso sull'inflazione (cfr. il riquadro 6 sulle implicazioni della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sull'inflazione).

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i recenti rincari petroliferi potrebbero esercitare ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione armonizzata nel breve periodo. Alla luce delle attuali attese del mercato riguardo ai corsi petroliferi, è improbabile che il tasso di inflazione ritorni a livelli inferiori al 2 per cento nella parte restante dell'anno. Oltre il breve termine, tuttavia, non sussistono al momento segnali di più

Tavola 9 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,7	2,4	2,4	2,4	2,2	2,3	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	3,7	2,8	3,2	2,8	2,3	2,5	.
Retribuzioni lorde mensili	3,0	2,7	2,8	2,6	2,5	.	.
Redditi per occupato	2,5	2,4	2,5	2,5	2,1	1,9	.
Per memoria:							
Produttività del lavoro	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	1,1	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,2	2,0	2,5	2,3	1,6	0,9	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

forti pressioni sottostanti aventi origine interna. La moderazione delle recenti dinamiche salariali dovrebbe tendenzialmente continuare nel prossimo futuro in considerazione del protrarsi dell'elevato livello di disoccupazione nell'area. La BCE ritiene che nel 2005 l'inflazione si attesterà tra l'1,3 e il 2,3 per cento (cfr. riquadro 6). Tale valutazione, tuttavia, si basa sull'ipotesi che i corsi petroliferi seguano l'andamento discendente dei prezzi dei contratti *future* nei prossimi trimestri. Inoltre le imposte indirette e i prezzi amministrati potrebbero essere più elevati di quanto assunto nelle proiezioni, in quanto attualmente sono disponibili solo scarse informazioni su tali misure e sui possibili effetti nel 2005. Sebbene al momento non sussistano chiare indicazioni di effetti indiretti e di secondo impatto conseguenti ai rincari delle materie prime, è necessario tenere sotto stretta osservazione l'eventuale emergere di tali effetti, in particolare nella fase di ripresa dell'economia.

Riquadro 6

RECENTI SVILUPPI DEL COSTO DEL LAVORO PER UNITÀ DI PRODOTTO E IMPLICAZIONI PER L'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Un approccio molto utilizzato per spiegare e prevedere l'inflazione presuppone che i prezzi vengano determinati in base a un *markup* sui costi delle imprese. Dato che il costo dell'input di lavoro rappresenta una quota significativa dei costi totali di un'impresa, i suoi sviluppi rivestono una chiara importanza per l'inflazione. Una misura che fornisce indicazioni relative al costo del lavoro sostenuto dalle imprese è rappresentata dal costo unitario del lavoro, che valuta il costo totale del lavoro per unità di prodotto. Questo riquadro esamina il nesso tra il costo del lavoro per unità di prodotto e l'inflazione nell'area dell'euro, concentrandosi in particolare sugli sviluppi degli ultimi anni.

Nel valutare le pressioni sui costi provenienti dal mercato del lavoro, spesso risulta utile analizzare le variazioni del costo unitario del lavoro oltre agli sviluppi dei salari nominali. Un cambiamento nella crescita dei salari nominali non esercita necessariamente una pressione sulle aziende a variare i prezzi. Ad esempio, un elevato tasso di crescita dei salari connesso a (o derivante da) una crescita elevata della produttività del lavoro, non determinerà alcuna riduzione dei profitti e pertanto non dovrebbe esercitare una pressione sulle aziende per aumentare i prezzi. Il tasso di crescita del costo unitario del lavoro viene calcolato come la differenza tra il tasso di variazione dei salari nominali e il tasso di variazione della produttività del lavoro. Pertanto, il costo del lavoro per unità di prodotto fornisce un utile indicatore della pressione a variare i prezzi che deriva alle imprese dagli sviluppi sul mercato del lavoro.

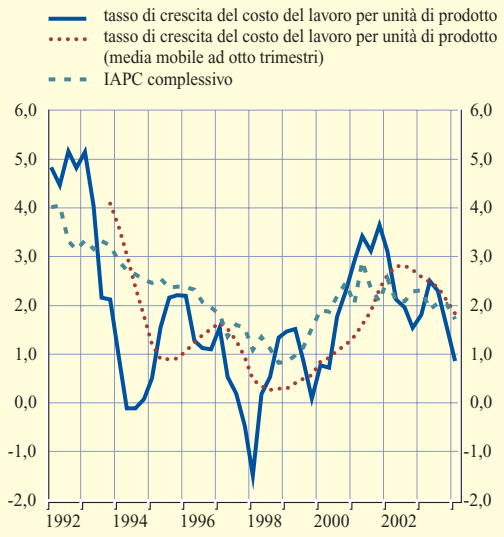
Tuttavia, per una serie di ragioni, le fluttuazioni del costo del lavoro per unità di prodotto non sempre determinano variazioni del tasso d'inflazione in maniera immediata o automatica. Anzitutto, questo indicatore non fornisce un quadro completo dei costi delle imprese. In base alle stime disponibili, il costo del lavoro rappresenta in media circa il 30-40 per cento del costo totale degli input delle imprese dell'area dell'euro. Infatti, è importante notare che anche il costo del capitale e i costi degli altri input, come i prezzi del petrolio o di altri input materiali, sono in grado di influenzare gli andamenti dei prezzi. In secondo luogo, è possibile che non sempre le imprese decidano di variare i prezzi reagendo ad una variazione del costo del lavoro, anche ammettendo variazioni nella produttività. Piuttosto esse potrebbero decidere di adattare i loro margini di profitto, ad esempio poiché temono di perdere le proprie quote di mercato oppure non desiderano sopportare i costi di una correzione dei prezzi. Tali considerazioni sono particolarmente rilevanti per le variazioni di breve periodo del costo del lavoro per unità di prodotto

oppure per le variazioni che sono percepite come temporanee. Tuttavia, se le variazioni di questo indicatore sono più durature o percepite come permanenti, l'incentivo per le imprese a trasmetterle sui prezzi tende ad aumentare.

La figura A mostra gli andamenti della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e dell'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC nel periodo che va dal 1992 fino al primo trimestre del 2004. La figura suggerisce che le variazioni nelle due serie sono strettamente correlate ma che la relazione non è perfetta. In particolare queste due misure si muovono spesso nella stessa direzione, ma l'inflazione sembra variare molto meno rispetto alla crescita del costo unitario del lavoro. Ad esempio nel 1997 e nel 1998 la crescita del costo unitario del lavoro è significativamente diminuita, risalendo tuttavia di nuovo nel 1999. Questo profilo non si è riflesso nella stessa misura sul tasso di inflazione. Tale evoluzione potrebbe indicare che le aziende hanno giudicato la diminuzione del tasso di crescita del costo unitario del lavoro nel 1997 e nel 1998 come temporaneo e che pertanto hanno ritoccato i margini di profitto invece dei prezzi. Tendono tuttavia ad essere associati con variazioni dell'inflazione i movimenti di carattere duraturo nella crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, rappresentati dalla media mobile su otto trimestri pure riportata nella figura A. Negli ultimi anni, il tasso di crescita del costo del lavoro unitario è notevolmente aumentato, principalmente a causa del rallentamento della produttività del lavoro connesso al rallentamento dell'economia. In media, il costo del lavoro per unità di prodotto è salito del 2,3 per cento fra il 2001 e il 2003, periodo in cui si è registrato anche un notevole rialzo dell'inflazione. Tuttavia, gran parte dell'incremento del tasso d'inflazione può essere attribuito ad altri shock, compresi gli aumenti delle componenti più variabili dello IAPC (i prodotti alimentari non trasformati e i beni energetici). Inoltre, i rialzi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette e alcuni aumenti di prezzi singoli che si sono verificati in prossimità

Figura A Costo del lavoro per unità di prodotto ed inflazione

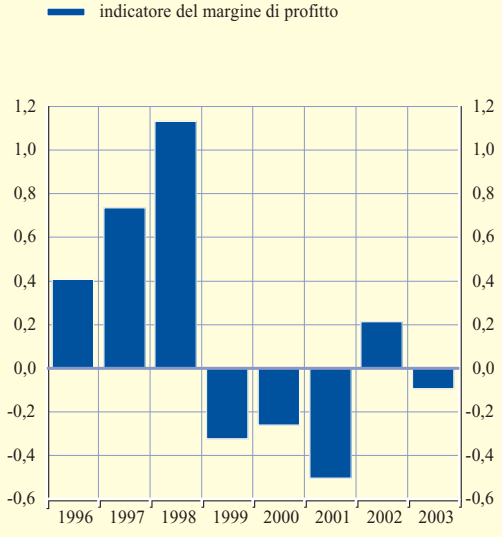
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: il tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è calcolato sottraendo il tasso di crescita sul periodo corrispondente della produttività dal tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato.

Figura B Indicatore del margine di profitto

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'indicatore del margine di profitto è calcolato sottraendo il tasso di crescita annuo del costo del lavoro per unità di prodotto dal tasso di crescita annuo del deflatore del valore aggiunto lordo a prezzi all'origine.

dell'introduzione del contante in euro potrebbero aver contribuito all'incremento dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo. In altre parole, nel corso di questo periodo è probabile che le imprese abbiano assorbito la maggior parte dell'incremento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto abbassando i profitti.

I margini di profitto delle imprese sono difficili da misurare utilizzando le statistiche macroeconomiche esistenti (cfr. anche l'articolo *La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino). Tuttavia, la figura B mostra un indicatore del margine di profitto, calcolato come la differenza fra i tassi di crescita del deflatore del valore aggiunto lordo e del costo del lavoro per unità di prodotto. In linea con questa analisi, la figura mostra che il tasso di crescita dell'indicatore del margine di profitto è stato negativo dal 1999 al 2003, fatto salvo il 2002. Più di recente, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto ha fatto registrare un sostanziale calo nel corso del primo trimestre di quest'anno e le indicazioni disponibili indicano che essa è rimasta su livelli modesti anche nel secondo trimestre. Il rallentamento di questo indicatore è ampiamente riconducibile alla forte crescita della produttività osservata negli ultimi trimestri. Supponendo che la crescita dei salari nominali resti stabile, è possibile prevedere un incremento dell'indicatore del margine di profitto per il primo semestre dell'anno in corso ed oltre, in linea con il proseguimento della ripresa dell'attività economica.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, la crescita sul periodo precedente del PIL dell'area in termini reali è stata pari allo 0,5 per cento nel secondo trimestre. Sebbene non vi siano ancora dati sulla composizione della crescita del PIL nell'area dell'euro nel corso dello stesso trimestre, le informazioni disponibili a livello nazionale indicano una robusta crescita delle esportazioni e anche un contributo positivo derivante dalla domanda interna. I dati delle indagini congiunturali continuano a delineare un proseguimento della crescita nei settori manifatturiero e dei servizi. Gli indicatori della spesa delle famiglie indicano un rallentamento della crescita dei consumi privati nel corso del secondo trimestre rispetto alla robusta espansione registrata in quello precedente. Le condizioni del mercato del lavoro non hanno subito variazioni di rilievo nel corso del primo semestre. Guardando al futuro, permangono le condizioni per un proseguimento della ripresa.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

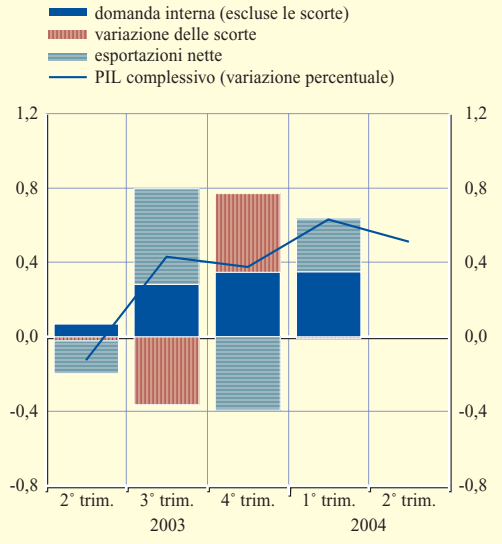
COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Le informazioni disponibili confermano che, nel secondo trimestre, la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro ha mantenuto il suo slancio. In base alla stima rapida dell'Eurostat, nel secondo trimestre il PIL dell'area dell'euro è aumentato dello 0,5 per cento sul trimestre precedente, dato lievemente inferiore al tasso di crescita registrato nel primo trimestre (cfr. figura 29).

Non vi sono ancora dati relativi alle componenti della crescita per l'area dell'euro nel secondo trimestre. In base alle informazioni disponibili a livello nazionale, è probabile che le esportazioni, sospinte da una forte domanda estera, abbiano continuato a svolgere un ruolo trainante nella ripresa. Tuttavia, il contributo totale delle esportazioni nette alla crescita del PIL potrebbe essere stato frenato dal massiccio incremento delle importazioni nel secondo trimestre. Nel contempo, la domanda interna dovrebbe aver sostenuto l'espansione nel secondo trimestre, sulla scia del costante miglioramento del suo contributo alla crescita nei trimestri precedenti.

Figura 29 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti

(contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



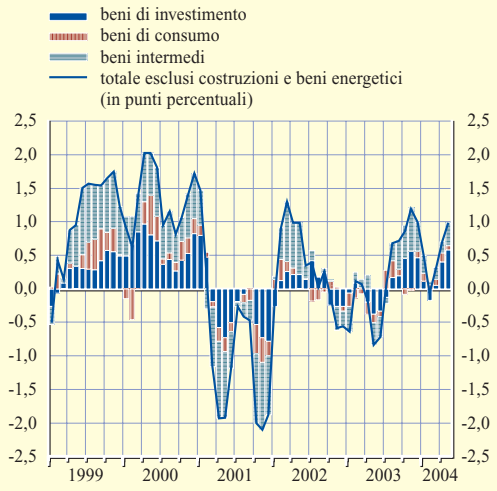
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione relativa al PIL complessivo si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

L'attività del settore manifatturiero ha continuato a crescere nel corso del secondo trimestre. Nonostante il calo di giugno, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha registrato un incremento dello 0,8 per cento nel secondo trimestre rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 30). Tale incremento risulta in linea con le indicazioni provenienti dalle indagini congiunturali. I dati relativi ai nuovi ordini hanno registrato un significativo grado di variabilità negli ultimi mesi, imputabile in parte a un singolo grosso ordinativo arrivato in maggio, che ha influito sui dati per l'insieme dell'area dell'euro. Guardando oltre questa variabilità di breve periodo, i nuovi ordini sembrano essersi lievemente irrobustiti, offrendo una prospettiva favorevole per la produzione industriale.

Figura 30 Contributi alla crescita della produzione industriale

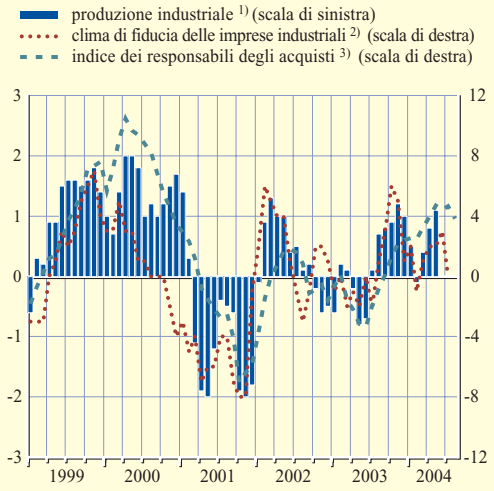
(contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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

Figura 31 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.

Il calo della produzione industriale in giugno ha interessato tutti i settori. Nell'insieme del secondo trimestre la produzione è cresciuta in misura particolarmente rilevante nel settore dei beni di investimento, mentre nel settore dei beni di consumo è rimasta sostanzialmente stabile. Il forte aumento della produzione di beni di investimento potrebbe indicare un incremento del contributo degli investimenti fissi lordi alla crescita del PIL.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini più recenti rimangono coerenti con un proseguimento della crescita sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Tuttavia, come negli anni precedenti, non sono ancora disponibili i risultati di agosto delle inchieste congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese dell'area dell'euro. Di conseguenza, la valutazione dei dati delle indagini si basa sui risultati disponibili fino a luglio, sui risultati di agosto dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero dell'area dell'euro e sulle informazioni disponibili a livello nazionale per lo stesso mese.

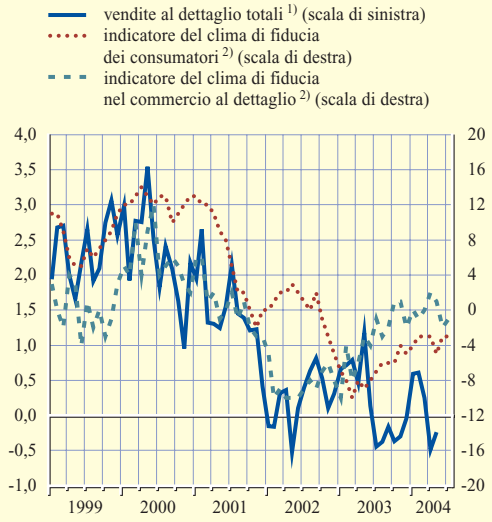
Esaminando l'evoluzione dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali desunto dall'indagine dalla Commissione europea fino a luglio, nel corso degli ultimi dodici mesi si registra un notevole miglioramento del clima in questo settore (cfr. figura 31). Inoltre, durante questo periodo il ritmo del miglioramento del clima di fiducia è stato relativamente rapido, nonostante la lieve decelerazione degli ultimi mesi, e risulta su livelli vicini a quelli registrati in precedenti fasi di espansione economica. Durante l'ultimo anno, l'andamento del PMI del settore manifatturiero è stato simile a quello dell'indicatore del clima di fiducia rilevato dalla Commissione europea, anche se in agosto ha accusato un calo che ha interessato tutte le componenti. Alla luce dei forti miglioramenti registrati a partire dalla metà del 2003, tuttavia, la recente flessione sembra di dimensioni contenute. Inoltre,

dato che l'attuale livello del PMI si colloca ben oltre quota 50, gli ultimi andamenti indicano il proseguimento della crescita dell'attività industriale nel corso del terzo trimestre. Tale ipotesi risulta anche in linea con le informazioni disponibili a livello nazionale per il mese di agosto.

Per quanto concerne i servizi, dopo i significativi miglioramenti nel corso del 2003, il clima di fiducia è rimasto sostanzialmente invariato sui livelli della fine di quell'anno. Tuttavia, i risultati delle indagini per il mese di luglio restano compatibili con un proseguimento della crescita in questo settore all'inizio del terzo trimestre. In particolare, l'indice PMI relativo ai servizi si colloca attualmente saldamente oltre il valore di riferimento di 50, segnalando un'espansione dell'attività.

Figura 32 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.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori della spesa delle famiglie segnalano una diminuzione della crescita dei consumi privati nel corso del secondo trimestre rispetto al robusto incremento registrato nel primo. Il volume delle vendite al dettaglio si è contratto nel secondo trimestre nei confronti di quello precedente (cfr. figura 32), a causa degli andamenti di maggio. Dato che le vendite al dettaglio rappresentano quasi il 40 per cento dei consumi privati finali nell'area dell'euro, la disponibilità di dati tempestivi sul loro volume costituisce una componente importante per la valutazione dei consumi e della crescita nell'area. I progressi raggiunti relativamente alla tempestività di queste informazioni costituiscono uno dei recenti miglioramenti nella disponibilità dei dati presentati nel riquadro dal titolo *I principali indicatori economici europei: progressi conseguiti fino a settembre 2004* [1]. Nel secondo trimestre la flessione delle vendite al dettaglio è stata compensata dall'aumento di immatricolazioni di nuove autovetture, una componente dei consumi privati più piccola. Considerato congiuntamente, il contributo di queste due componenti ai consumi privati totali è stato approssimativamente pari a zero nel secondo trimestre, dopo essere risultato positivo nel primo trimestre.

1) Per una descrizione della metodologia alla base di questi dati cfr. il riquadro Stime preliminari del fatturato del commercio al dettaglio nell'area dell'euro nel numero di aprile 2004 di questo Bollettino.

Riquadro 7

PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICI EUROPEI: PROGRESSI CONSEGUITI FINO A SETTEMBRE 2004

I Principali indicatori economici europei (PIEE), approvati dal Consiglio Ecofin nel febbraio 2003, consistono in un elenco di importanti statistiche dell'area dell'euro e della UE e fissa-

Principali indicatori economici europei

(situazione aggiornata all'estate 2004)

	Periodicità (M=mensile; T=trimestrale)	Obiettivo di pubblicazione per gli indicatori dell'area dell'euro [1]	Attuale pubblicazione degli indicatori dell'area dell'euro [1]	Attuale pubblicazione degli indicatori degli Stati Uniti
Indicatori dei prezzi al consumo				
IAPC: stima rapida	M	0	0	ND
IAPC: indici effettivi	M	17	17	14 [2]
Contabilità nazionale trimestrale				
Stima preliminare del PIL (rapida)	T	45	43	30
PIL con le principali disaggregazioni	T	60	69	30
Conti delle famiglie e delle imprese	T	90	ND	60
Statistiche sulla finanza pubblica	T	90	100	60
Indicatori di attività				
Indice della produzione industriale	M	40	47	14
Indice dei prezzi alla produzione di beni industriali (nazionale)	M	35	33	14
Indice dei nuovi ordini nell'industria	M	50/40 [3]	54	28
Indice dei prezzi all'importazione nell'industria	M	45	ND	7
Produzione nelle costruzioni	M/T	45	77	16
Indice di fatturato del commercio al dettaglio e dei servizi di riparazione	M	30	35	15
Indice di fatturato dei servizi	T	60	ND	ND
Indice dei prezzi alla produzione nei servizi di mercato	T	60	ND	ND
Indicatori del mercato del lavoro				
Tasso di disoccupazione	M	30	32	5
Tasso di disponibilità di impieghi	T	45	92	5
Occupazione	T	45	100	5
Indice del costo del lavoro	T	70	76	30
Indicatori del commercio con l'estero				
Bilancia commerciale	M	45	50	44

Nota: ND = non disponibile.
1) Pubblicazione in giorni di calendario successivi alla fine del periodo di riferimento.
2) Si riferisce all'indice dei prezzi al consumo (IPC).
3) Obiettivo di pubblicazione di lungo termine pari a 40 giorni.

no gli obiettivi in materia di periodicità e tempestività che dovrebbero essere raggiunti entro il 2005. I PIEE sono stati sviluppati a partire dal Piano d'azione per i requisiti statistici della UEM adottato dal Consiglio Ecofin nell'autunno del 2000, che stabiliva priorità per migliorare le informazioni statistiche nell'area dell'euro. Il Consiglio Ecofin ha altresì invitato il Comitato economico e finanziario (CEF) a tenere sotto stretta osservazione i progressi compiuti, con il sostegno dell'Eurostat e della BCE [1]. Il presente riquadro esamina i progressi recenti compiuti verso il raggiungimento degli obiettivi fissati per i PIEE [2].

Successivamente all'adozione dei PIEE nel febbraio 2003, sono stati resi disponibili ulteriori PIEE per l'area dell'euro, grazie alle nuove o più tempestive pubblicazioni degli istituti nazionali di statistica (INS) e alla compilazione dei relativi aggregati europei da parte dell'Eurostat (cfr. la tavola). Nel maggio 2003 l'Eurostat ha iniziato il rilascio della *stima rapida del PIL dell'area*, che attualmente viene pubblicata 43 giorni dopo la fine del trimestre di riferimento e copre l'83

1) Conclusioni del Consiglio ECOFIN, 2 giugno 2004.
2) Cfr. il riquadro *I Principali indicatori economici europei* nell'articolo *Sviluppi nell'ambito delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro* nel numero di aprile 2003 di questo Bollettino.

per cento dell'area dell'euro. Finora, il tasso di crescita del PIL sul trimestre precedente secondo la stima rapida è sempre stato confermato dalla stima contenuta nella successiva pubblicazione, basata su dati più esaustivi. Di recente, sono stati pubblicati per la prima volta i dati trimestrali sulle *entrate e spese delle Amministrazioni pubbliche* [3]. Dal novembre 2003 sono disponibili i dati mensili sui nuovi ordinativi nei settori manifatturieri per l'area dell'euro, per i quali sono state raggiunte una copertura geografica del 97 per cento e una tempestività di quattro giorni superiore ai 50 prefissati come obiettivo per la pubblicazione. Nel luglio 2004 sono stati resi disponibili i primi dati sul *tasso di disponibilità di impieghi*. La tempestività della stima preliminare (92 giorni) è nettamente superiore all'obiettivo di 45 giorni, ma dovrebbe migliorare con le successive pubblicazioni. Sono altresì necessari ulteriori miglioramenti per quanto riguarda la copertura dei paesi e l'armonizzazione dei dati sui posti vacanti.

Rispetto alla fine del 2002, è stata migliorata la tempestività di diversi PIEE per l'area dell'euro. Il miglioramento più significativo in tempestività, intorno a 25 giorni, è stato ottenuto per l'*indice di fatturato del commercio al dettaglio*, grazie all'introduzione di una tecnica di campionatura europea. Questo nuovo promettente approccio si basa sulle stime preliminari degli INS, spesso ricavate da sub-campioni dei campioni nazionali esistenti. Inoltre, è stata notevolmente anticipata (76 giorni invece di 90) la pubblicazione dell'*indice del costo del lavoro.*

Diversi PIEE risultano ancora mancanti. Gli indicatori del fatturato per i servizi dovrebbero essere disponibili entro il 2005, mentre i dati sui conti trimestrali delle famiglie e delle imprese dovrebbero esserlo nel 2006 [4]. La situazione è più complessa per i prezzi all'importazione e i prezzi alla produzione per i servizi di mercato, in quanto i miglioramenti per queste statistiche dipendono dall'adozione dell'emendamento al Regolamento del Consiglio circa le statistiche a breve termine: è probabile che i dati europei non siano disponibili prima del 2007. Inoltre, non è ancora sufficiente la copertura geografica di diversi PIEE a breve termine per le imprese e il mercato del lavoro (ad es. l'indice del costo del lavoro). Gli impegni assunti dagli INS fanno ritenere che nel corso del 2005 aumenterà la copertura delle stime rapide per lo IAPC e il PIL.

In linea generale, la tempestività di indicatori analoghi per gli Stati Uniti è superiore a quella raggiunta per gran parte dei PIEE, in particolare per gli indicatori del mercato del lavoro. L'applicazione del principio della "precedenza all'Europa" ("first-for-Europe" principle) dovrebbe apportare alcuni miglioramenti alla tempestività dei PIEE. Tale principio implica che il calendario di pubblicazione dei PIEE sia redatto tenendo in considerazione le necessità della politica europea, ad es. assicurando la pubblicazione contemporanea dei dati relativi all'area e ai singoli paesi. Un primo passo in questa direzione è la preparazione per il 2005 di un calendario di pubblicazione in comune per le stime rapide del PIL e dello IAPC. Purtroppo, tale procedura non è stata applicata in occasione del rilascio della stima rapida del PIL del secondo trimestre del 2004, in quanto la stima per l'area è stata pubblicata con un giorno di ritardo rispetto ai dati sui PIL nazionali. Infine, il principio di "precedenza all'Europa" esige l'applicazione di una procedura di revisione europea che ponga rimedio al problema delle revisioni frequenti e non coordinate degli aggregati europei. Nel suo recente rapporto sulle statistiche della UEM [5], il CEF ha sostenuto con decisione gli

3) Cfr. l'articolo *Proprietà e utilizzo dei conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche* nel numero di agosto di questo Bollettino.
4) Alla fine del 2003 la Commissione europea ha sottoposto una proposta per un Regolamento del Consiglio e del Parlamento europeo sui conti non finanziari trimestrali per settore istituzionale.
5) Comitato economico e finanziario, *Status Report on Information Requirements in EMU*, Bruxelles, 25 maggio 2004.

sforzi compiuti per coordinare più strettamente il rilascio dei PIEE mediante procedure comuni di pubblicazione e revisione che tengano conto delle necessità europee.

Nel complesso, i PIEE hanno apportato un sensibile miglioramento alle informazioni statistiche per l'area dell'euro; tuttavia, in assenza di un chiaro impegno delle autorità nazionali, il pieno raggiungimento degli obiettivi per i PIEE nel 2005 è a rischio.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

DISOCCUPAZIONE

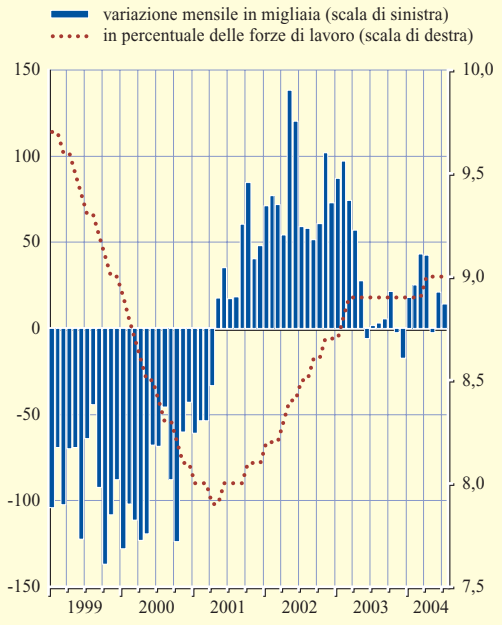
Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è stato pari al 9,0 per cento in luglio, invariato dal mese di aprile. In termini di disaggregazione per fasce di età, i tassi di disoccupazione per i lavoratori con meno di 25 anni e per quelli di età superiore sono rimasti invariati in luglio, rispettivamente al 17,4 e al 7,9 per cento. Nonostante un tasso di disoccupazione costante, il numero dei disoccupati ha registrato un nuovo lieve aumento in luglio. Tuttavia, il ritmo di crescita è risultato più lento di quello osservato in media da aprile di quest'anno.

OCCUPAZIONE

L'occupazione totale sembrerebbe essere rimasta sostanzialmente invariata nel corso del primo semestre. La crescita dell'occupazione è risultata nulla nel primo trimestre rispetto all'ultimo trimestre del 2003 (cfr. tavola 10). I dati sull'occupazione nell'area dell'euro per il secondo trimestre non sono ancora disponibili. In effetti, nonostante i notevoli miglioramenti illustrati nel

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

Tavola 10 Crescita dell'occupazione

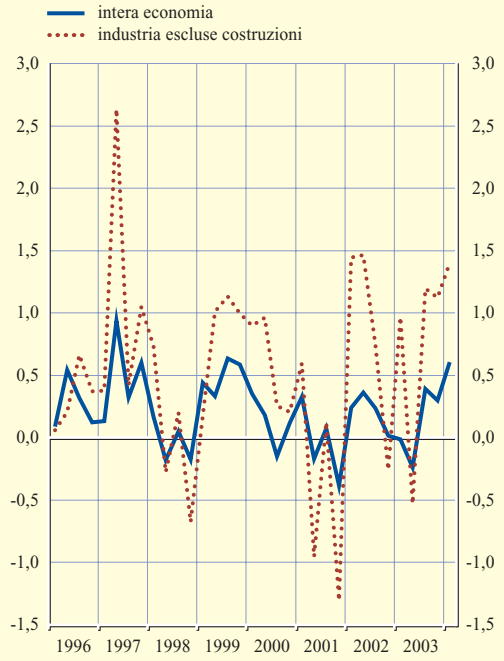
(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2002	2003	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.
Totale economia	0,5	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,1	-1,9	-0,8	-0,2	0,1	0,0	-0,9
Industria	-1,2	-1,5	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3
Escluse le costruzioni	-1,4	-1,9	-0,4	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5
Costruzioni	-0,6	-0,2	0,0	0,4	-0,4	-0,1	0,1
Servizi	1,4	0,9	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Commercio e trasporti	0,4	0,5	0,1	0,3	0,4	0,3	0,2
Finanziari e alle imprese	2,4	1,2	0,1	0,1	0,4	0,7	0,4
Amministrazione pubblica	1,8	1,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 34 Produttività del lavoro

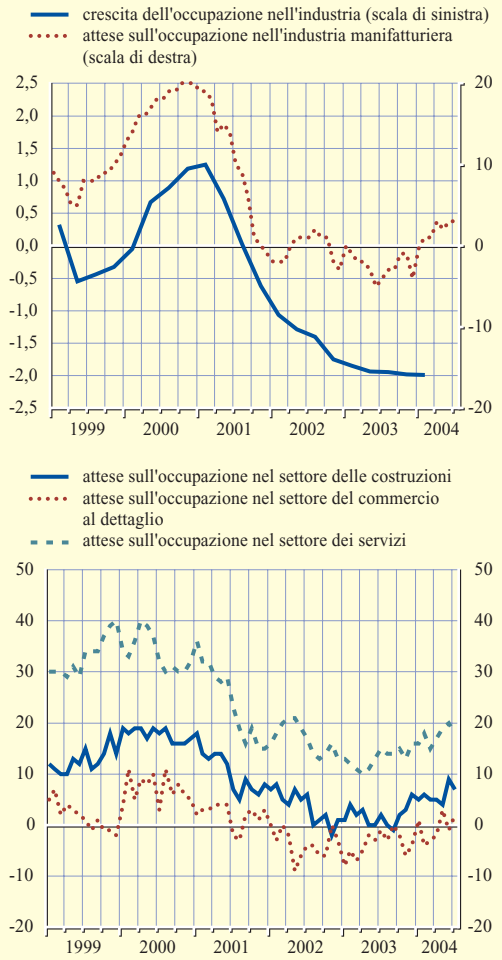
(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

Figura 35 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



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

riquadro 7 nella disponibilità di altri Principali indicatori economici europei, sono stati realizzati pochi progressi nella riduzione degli ampi ritardi nella pubblicazione dei principali dati relativi al mercato del lavoro. Le informazioni disponibili a livello nazionale per il secondo trimestre non indicano variazioni di rilievo nell'andamento dell'occupazione. Nel corso del primo trimestre l'occupazione nel settore industriale è ulteriormente diminuita, mentre il settore dei servizi ha continuato a creare nuovi posti di lavoro al tasso registrato nei trimestri precedenti. Nonostante, il cambiamento strutturale in atto, che sta determinando un calo tendenziale dell'occupazione nell'industria, l'incremento ciclico della produzione dovrebbe tradursi gradualmente in un miglioramento della dinamica dell'occupazione in questo settore. Frattanto, gli incrementi del PIL e della produzione industriale hanno prodotto sostanziali guadagni di produttività del lavoro nella fase iniziale della ripresa (cfr. figura 34).

Intorno alla metà dell'anno le imprese dell'area dell'euro hanno assunto un atteggiamento un po' più ottimista riguardo alle prospettive di occupazione (cfr. figura 35), nonostante i dati disponibili per luglio siano risultati leggermente contrastanti. Inoltre, l'indice di occupazione dell'indagine dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero ha registrato un lieve calo in agosto. I risultati delle indagini più recenti contrastano in una certa misura con altre indicazioni che segnalano un lieve

miglioramento delle prospettive per il mercato del lavoro dell'area dell'euro nel secondo semestre. Ad esempio, i dati a disposizione relativi agli impieghi disponibili ne indicano una stabilizzazione del tasso nel secondo trimestre.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati più recenti sull'attività economica nell'area dell'euro sembrano confermare che la ripresa ha mantenuto il suo slancio, sostenuta dalla forte crescita delle esportazioni e dalla domanda interna, che si va gradualmente rafforzando.

Rispetto alle indicazioni disponibili in giugno, le prospettive di crescita dell'area per quest'anno e oltre sono lievemente migliorate, come illustrato nel riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*. Sospinte dalla solida crescita mondiale, le esportazioni dovrebbero continuare a sostenere l'espansione dell'area dell'euro. Nel contempo, le condizioni appaiono favorevoli a un ulteriore rafforzamento della domanda interna dell'area, grazie all'incremento degli investimenti delle imprese private e, in linea con l'atteso graduale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, dei consumi privati. Per quanto riguarda il rincaro del greggio, l'effetto sfavorevole sull'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe essere limitato; tuttavia, è necessario tenere le oscillazioni delle sue quotazioni sotto attenta osservazione.

Riquadro 8

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 agosto 2004, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro [1].

Tale esercizio di proiezione si basa su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, le quotazioni petrolifere, il commercio internazionale al di fuori dell'area dell'euro e le politiche di bilancio. In particolare, viene adottata l'ipotesi tecnica che i tassi d'interesse di mercato a breve termine e i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati nell'orizzonte temporale della proiezione. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle attese del mercato [2]. Le

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio dell'Eurosistema svolto, due volte l'anno, congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle stabilite dall'Eurosistema in A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001.
2) Si assume che nell'orizzonte di proiezione i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, si mantengano costanti su un livello leggermente superiore al 2,1 per cento. L'ipotesi tecnica dell'invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,21 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato del 2,0 per cento rispetto alla media del 2003. Le attese del mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro indicano un andamento in lieve ascesa, in media dal 4,3 per cento nel 2004 al 4,6 per cento nel 2005. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare in media d'anno del 17 per cento nel 2004 e restare sostanzialmente invariati nel 2005. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future, si assume che le quotazioni petrolifere si collochino, in media d'anno, a 36,6 dollari al barile nel 2004, per poi attestarsi a 36,8 dollari nel 2005. Negli ultimi anni i corsi del greggio hanno, tuttavia, raggiunto livelli superiori rispetto a quanto indicato dai contratti future. Prezzi petroliferi più elevati rispetto alle ipotesi eserciterebbero un impatto negativo sulla crescita del PIL e una più forte spinta al rialzo sull'inflazione.

ipotesi attinenti alle politiche fiscali si fondano sui piani di bilancio nazionali dei paesi dell'area dell'euro e tengono conto soltanto delle misure già approvate dal parlamento oppure illustrate in dettaglio e di probabile adozione.

Per esprimere l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio dello scarto medio in valore assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate nel corso degli anni passati.

Ipotesi relative al contesto internazionale

La ripresa dell'attività economica mondiale dovrebbe rimanere vigorosa nell'orizzonte di proiezione. Gli Stati Uniti e i paesi asiatici diversi dal Giappone continuerebbero a fornire un importante contributo alla crescita mondiale. Anche l'attività economica in altre regioni, che ha beneficiato del miglioramento del contesto internazionale nel 2003, dovrebbe seguitare a mostrare un certo dinamismo e divenire più generalizzata. Tuttavia, le attese indicano che il tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si porterà su livelli leggermente inferiori rispetto ai valori elevati degli ultimi mesi del 2003 e del primo trimestre di quest'anno, allorché la ripresa sarà in una fase più avanzata e le politiche economiche torneranno gradualmente a un orientamento più neutrale.

Secondo le proiezioni, il tasso di crescita del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collocherebbe, in media d'anno, intorno al 5,5 per cento nel 2004 e al 4,5 per cento l'anno seguente. Si ipotizza che l'espansione del commercio internazionale segua un profilo coerente con quello del PIL mondiale. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione esterni all'area dell'euro dovrebbe portarsi a circa l'8 per cento sia nel 2004 sia nel 2005.

Risultati principali

L'attività economica nell'area dell'euro dovrebbe risultare lievemente più sostenuta rispetto a quanto indicato dalle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel Bollettino mensile del giugno scorso. Per quanto riguarda il tasso di crescita dello IAPC complessivo, le proiezioni hanno subito una lieve revisione verso l'alto, riconducibile ai rincari del petrolio.

Proiezioni sulla crescita del PIL

Il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro sul periodo precedente si è collocato, secondo la stima dell'Eurostat, allo 0,5 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, dopo avere raggiunto lo 0,6 per cento nel primo trimestre. Ci si attende che esso si mantenga intorno a questi livelli nell'orizzonte considerato. Le proiezioni segnalano che, in media d'anno, il tasso di incremento del prodotto aumenterà all'1,6-2,2 per cento nel 2004, per poi raggiungere l'1,8-2,8 per cento nel 2005. La forte espansione delle esportazioni, implicita nell'ipotesi di un protratto vigore della domanda esterna, dovrebbe gradualmente trasmettersi alla domanda interna nel corso di quest'anno. L'occupazione totale recupererebbe lentamente nel 2004 prima di accelerare l'anno successivo, mentre il tasso di disoccupazione dovrebbe diminuire nel 2005.

Per quanto concerne le componenti di spesa interna del PIL, i consumi privati segnerebbero una ripresa in linea con l'andamento del reddito disponibile nell'insieme dell'area, mentre il tasso di

risparmio delle famiglie rimarrebbe sostanzialmente stabile nel periodo di riferimento. Dopo un andamento moderato nel 2004, l'espansione del reddito disponibile reale delle famiglie dovrebbe aumentare nel 2005, sostenuta da una maggiore crescita dell'occupazione e dall'incremento dei redditi reali da lavoro. La fiducia dei consumatori dovrebbe rafforzarsi con il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, tuttavia ci si attende che il livello di risparmio resti elevato a causa dei timori per l'andamento delle finanze pubbliche e, in particolare, per le prospettive a più lungo termine circa i sistemi sanitari e pensionistici. La prevista ripresa degli investimenti totali è in gran parte attribuibile agli investimenti delle imprese, favoriti dal più positivo contesto economico internazionale e dal basso livello dei tassi di interesse reali. Dopo tre anni di contrazione, anche gli investimenti privati nell'edilizia residenziale dovrebbero recuperare nell'orizzonte di proiezione.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Le proiezioni collocano il tasso medio di incremento dello IAPC in un intervallo compreso fra il 2,1 per cento e il 2,3 per cento nel 2004 e fra l'1,3 per cento e il 2,3 per cento l'anno seguente. Secondo le ipotesi adottate per i corsi petroliferi, la componente energetica dovrebbe fornire un notevole contributo all'inflazione armonizzata nel 2004, mentre l'anno successivo inciderebbe solo moderatamente. Il tasso di variazione della componente non energetica dovrebbe diminuire lievemente nel 2005, riflettendo il protrarsi di contenute pressioni da costi interni e di limitati incrementi dei prezzi all'importazione. Inoltre, le ipotesi relative alle politiche di bilancio per il 2005 implicano un minore contributo degli aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati, a fronte delle considerevoli misure attuate nel 2004.

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali) [1)]

	2003	2004	2005
IAPC	2,1	2,1 - 2,3	1,3 - 2,3
PIL in termini reali	0,5	1,6 - 2,2	1,8 - 2,8
Consumi privati	1,0	1,2 - 1,6	1,5 - 2,7
Consumi collettivi	1,9	0,7 - 1,7	0,5 - 1,5
Investimenti fissi lordi	-0,4	0,8 - 2,4	2,0 - 5,2
Esportazioni (beni e servizi)	0,3	4,8 - 7,6	5,6 - 8,8
Importazioni (beni e servizi)	2,1	3,7 - 6,7	5,3 - 8,7

1) Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sullo scarto medio assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL si fondano su dati corretti per i giorni lavorativi.

Nonostante il recente rincaro del petrolio, i prezzi all'importazione rimarrebbero relativamente contenuti nell'anno in corso, a causa del ritardato effetto del rafforzamento dell'euro. Ipotizzando che le quotazioni delle materie prime si mantengano su livelli pressoché costanti nel 2005, i prezzi all'importazione dovrebbero aumentare moderatamente nello stesso anno.

Si assume che la crescita dei redditi nominali per occupato resti contenuta nel periodo di riferimento. Questa proiezione tiene conto degli accordi salariali vigenti e del previsto modesto miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, nondimeno essa è condizionata dall'ipotesi che l'aumento dei corsi petroliferi non produca effetti di secondo impatto sui redditi nominali.

Le proiezioni sull'espansione del PIL e sull'occupazione presuppongono che la crescita della produttività del lavoro rimanga relativamente vigorosa nel periodo considerato. L'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto continuerebbe, pertanto, a essere contenuto sia nel 2004 sia nel 2005.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2004

Gli intervalli indicati per il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro hanno subito una lieve revisione verso l'alto, sia per il 2004 sia per il 2005, rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel giugno scorso. Tale revisione riflette un maggiore contributo delle esportazioni nette nel 2004.

Il limite inferiore degli intervalli riportati per il tasso di incremento annuo dello IAPC è stato anch'esso modificato leggermente verso l'alto in confronto alle proiezioni di giugno. Ciò rispecchia lo spostamento verso l'alto, per il 2004 e il 2005, delle ipotesi relative ai prezzi del greggio, che risultano più elevate rispettivamente di circa il 6 per cento e il 16 per cento. Queste implicano un maggiore contributo della componente energetica dell'indice, mentre le proiezioni sulla componente non energetica restano sostanzialmente invariate rispetto allo scorso esercizio.

Tavola B Confronto fra le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	2003	2004	2005
IAPC - settembre 2004	2,1	2,1 - 2,3	1,3 - 2,3
IAPC - giugno 2004	2,1	1,9 - 2,3	1,1 - 2,3
PIL in termini reali - settembre 2004	0,5	1,6 - 2,2	1,8 - 2,8
PIL in termini reali - giugno2004	0,5	1,4 - 2,0	1,7 - 2,7

5 LA FINANZA PUBBLICA

Le informazioni più recenti confermano le precedenti aspettative sull'andamento dei conti pubblici nell'anno in corso. La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro presumibilmente non rispetterà gli obiettivi di bilancio fissati inizialmente e il saldo aggregato per l'area dovrebbe aumentare leggermente rispetto al 2003. Gli sconfinamenti di spesa sembrano costituire il principale rischio per i saldi di bilancio, mentre in alcuni paesi i conti pubblici potrebbero beneficiare dell'andamento favorevole della crescita. Per il 2005 occorre dare priorità al processo di risanamento nel quadro di un programma di riforme di ampio respiro e in grado di stimolare la crescita. Inoltre, sono anche necessari miglioramenti nelle segnalazioni statistiche. Le scarse informazioni disponibili suggeriscono che i paesi si stanno effettivamente orientando, seppure lentamente, verso una strategia combinata di risanamento dei conti pubblici e di riforme strutturali.

PROSPETTIVE PER I CONTI PUBBLICI DEL 2004

Le informazioni più recenti fornite dai governi sugli andamenti dei conti pubblici e sulle misure di bilancio non sono armonizzate fra i paesi dell'area, in quanto sussistono differenze di copertura e di definizione dei dati. Pertanto, in questa fase, si può solo abbozzare una valutazione di massima delle prospettive a breve termine per le finanze pubbliche dei paesi dell'area. Gli ultimi dati armonizzati sull'andamento dei bilanci pubblici nell'area sono rappresentati dalle previsioni pubblicate dalla Commissione europea in primavera (riportate nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino) e dagli indicatori statistici trimestrali per il primo trimestre dell'anno (riportati nell'articolo *Proprietà e utilizzo dei conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino).

Le informazioni attualmente disponibili confermano sostanzialmente le previsioni della Commissione per l'area dell'euro sui conti pubblici del 2004. Vi sono crescenti segnali che la maggior parte dei paesi si discosterà (e in alcuni casi ampiamente) dagli obiettivi di bilancio fissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati fra la fine del 2003 e l'inizio del 2004. Inoltre, si prevede che molti paesi registrino disavanzi considerevoli e che circa la metà di questi superi la soglia del 3 per cento del PIL o si avvicini molto a essa. Il rapporto medio fra il disavanzo pubblico e il PIL nell'area dell'euro dovrebbe risultare leggermente al di sopra del 2,7 per cento del PIL registrato nel 2003, anziché diminuire come previsto dagli obiettivi fissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi membri.

È probabile che il rapporto medio fra debito pubblico e PIL dell'area aumenti ancora nel 2004, seppur lievemente, per il secondo anno consecutivo, anziché stabilizzarsi come indicato nei programmi iniziali dei paesi membri. Nel 2004 salirà a sette il numero dei paesi con un rapporto debito/PIL superiore al 60 per cento (Belgio, Germania, Grecia, Francia, Italia, Austria e Portogallo). Di questi, solo il Belgio dovrebbe registrare una sensibile riduzione del rapporto debito/PIL.

Le previste deviazioni rispetto ai programmi di bilancio iniziali sono solo in parte riconducibili a dati di consuntivo per il 2003 peggiori delle attese e a condizioni economiche meno favorevoli di quanto prospettato in taluni paesi, poiché hanno inciso anche sconfinamenti strutturali di spesa e carenze nelle politiche di aggiustamento, con alcuni paesi che hanno realizzato sforzi di risanamento inferiori a quelli inizialmente programmati.

Gli andamenti di bilancio sfavorevoli destano particolare preoccupazione nel caso di paesi con disavanzi eccessivi (Germania, Grecia, Francia e Paesi Bassi) o con rilevanti squilibri di bilancio (Italia e Portogallo). In tutti questi paesi sussistono pressioni di bilancio che portano i disavanzi a valori di gran lunga superiori a quelli fissati negli obiettivi iniziali e impongono ai rispettivi governi di adottare misure correttive. I fattori sottostanti agli sconfinamenti di bilancio variano nei

diversi paesi. In Germania la crescita indotta dalla esportazioni si sta dimostrando meno vantaggiosa per i conti pubblici rispetto a un'espansione basata sulla domanda interna. In Italia agli effetti sfavorevoli sui conti pubblici di una crescita debole sono andati ad aggiungersi alcuni sconfinamenti di spesa e riduzioni delle entrate. In Grecia, Francia e Portogallo gli sconfinamenti di spesa (dovuti, rispettivamente, alle Olimpiadi, al settore sanitario e al sistema pensionistico) rischiano di incrementare i disavanzi nonostante gli effetti positivi sul bilancio dovuti all'andamento positivo della crescita. Inoltre, in Grecia l'informazione statistica sulle finanze pubbliche si è dimostrata di bassa qualità e ulteriori revisioni dei dati ufficiali potrebbero determinare un incremento sostanziale delle cifre relative al disavanzo per l'anno in corso e per quelli precedenti. Nei Paesi Bassi l'andamento del bilancio è gravato dagli effetti legati ai risultati economici modesti registrati negli anni scorsi.

Alcuni di questi paesi (Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi) hanno già attuato manovre di bilancio aggiuntive. Sebbene, in taluni casi, gli aggiustamenti prefigurati si basino su misure *una tantum* con effetti solo temporanei, essi dovrebbero contribuire al contenimento del disavanzo di bilancio nell'anno in corso. In tutti questi paesi ulteriori sconfinamenti dagli obiettivi di bilancio nel 2004 comprometterebbero anche l'andamento dei conti pubblici nel 2005. Pertanto, nella parte restante di quest'anno si rendono necessari un'attuazione attenta delle misure di bilancio e, in alcuni paesi, un ulteriore inasprimento delle politiche di bilancio al fine di correggere o evitare disavanzi eccessivi e soddisfare gli impegni assunti in materia di conti pubblici.

MANOVRE DI BILANCIO PER IL 2005

Attualmente, i paesi dell'area dell'euro stanno preparando le manovre di bilancio per il 2005. Seppure ancora limitate, le informazioni disponibili al momento a tale riguardo indicano che i paesi si stanno orientando, benché lentamente, verso una strategia combinata di risanamento dei conti pubblici e di riforme strutturali. Le misure di bilancio *una tantum* sembrano tuttavia svolgere ancora un ruolo rilevante nelle manovre di alcuni paesi.

In Germania il governo ha adottato in giugno un progetto di legge finanziaria che comprende disposizioni intese a contenere il tasso di crescita della spesa pubblica federale sotto l'1 per cento e che mira a generare proventi da privatizzazioni per un totale di circa lo 0,7 per cento del PIL. Inoltre, è stata approvata un'importante riforma del sistema di previdenza sociale (Agenda 2010 e Hartz IV) che dovrebbe consentire un risparmio a lungo termine sui trasferimenti, soprattutto in termini di sussidi di disoccupazione. Tuttavia, essa avrà probabilmente solo un modesto impatto sulla spesa pubblica nell'immediato. In Francia il Parlamento ha approvato in luglio una riforma del sistema sanitario intesa a sanare il disavanzo del sistema di sicurezza sociale entro il 2007. Nello stesso mese, in occasione del programma economico pluriennale, il governo italiano ha annunciato manovre correttive per l'1,7 per cento del PIL (di cui un terzo temporanee) al fine di ridurre il disavanzo al 2,7 per cento del PIL nel 2005. Inoltre, ha approvato una legge intesa a contenere la spesa pensionistica, che contempla anche un graduale aumento dell'età pensionabile per le pensioni di anzianità. Sebbene sia previsto un risparmio consistente, esso si realizzerà solo negli anni a venire. Infine, i piani di privatizzazione su vasta scala contribuirebbero a portare il rapporto debito/PIL al di sotto del 100 per cento entro il 2007.

Tutti i paesi membri, in particolare quelli con squilibri di bilancio, devono affrontare il compito impegnativo di predisporre manovre di bilancio che siano pienamente in linea con gli impegni assunti nel quadro del Patto di stabilità e crescita e che possano contribuire al mantenimento della fiducia nei loro sforzi di risanamento e di riforma nonché nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE.

La prima sfida importante per l'area dell'euro è la correzione e la prevenzione di squilibri significativi in numerosi paesi. In particolare, i paesi attualmente coinvolti nella procedura di disavanzo eccessivo si sono impegnati ad adottare misure di risanamento sufficienti a correggere il disavanzo eccessivo al più tardi nel 2005, in linea con le raccomandazioni del Consiglio. Inoltre, i paesi che non hanno ancora raggiunto solide posizioni di bilancio hanno concordato una riduzione annuale del saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo nel quadro della strategia di politica economica comune per il medio termine fissata negli *Indirizzi di massima per le politiche economiche* per il periodo 2003-2005. In tutti questi paesi si devono ancora compiere progressi decisivi nel risanamento dei conti pubblici per correggere o evitare squilibri rilevanti. Inoltre, qualora la crescita economica si rivelasse più vigorosa delle attese, il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici contribuirebbe alla riduzione del disavanzo. Un allentamento degli obiettivi di risanamento attraverso aumenti della spesa o sgravi fiscali *ad hoc* non è giustificabile da un punto di vista economico e potrebbe altresì compromettere la credibilità del Patto di stabilità e crescita.

Un'altra sfida, correlata alla prima, è posta dal problema della qualità dei dati statistici e delle previsioni dei conti pubblici nei programmi di bilancio pluriennali. I programmi di stabilità costituiscono un elemento essenziale delle procedure di sorveglianza dell'UE sulle politiche di bilancio. Perché sia possibile l'attuazione del quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio sono indispensabili ipotesi realistiche sul contesto macroeconomico e misure di aggiustamento adeguatamente specificate. Ciò nonostante, la qualità delle previsioni sull'andamento dei conti pubblici e sulla crescita economica in questi programmi è stata più volte messa in discussione ed è stata espressa preoccupazione per gli errori e le distorsioni. Previsioni imprecise, che non comprendono tutte le informazioni pertinenti, inficiano l'utilità dei programmi come strumenti di monitoraggio (cfr. il riquadro intitolato *Attendibilità delle previsioni di bilancio nei programmi di stabilità e convergenza*).

Un terza sfida risiede nel fatto che una correzione credibile degli squilibri nei conti pubblici deve far parte di un programma di riforme strutturali di ampio respiro piuttosto che basarsi su misure con effetti solo temporanei o addirittura sfavorevoli nel lungo periodo. È necessario compiere ulteriori progressi in tal senso e, sfruttando la fase ciclica favorevole, i governi potrebbero accelerare i programmi di riforme. In tale contesto, è opportuno sottolineare che vi possono essere importanti sinergie positive fra riforme strutturali e risanamento dei conti pubblici, se le prime sono studiate accuratamente e mirate al rafforzamento della crescita. La maggior fiducia nelle prospettive economiche future dovrebbe compensare i potenziali effetti negativi del risanamento sulla domanda nel breve periodo. Inoltre, il risanamento dei conti pubblici unito alle riforme strutturali dovrebbe migliorare il livello di fiducia sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche, contribuendo a rafforzare lo stato delle finanze pubbliche rispetto ai futuri oneri connessi all'invecchiamento della popolazione.

Riquadro 9

ATTENDIBILITÀ DELLE PREVISIONI DI BILANCIO NEI PROGRAMMI DI STABILITÀ E CONVERGENZA

Ai sensi della procedura di sorveglianza multilaterale dell'UE, ogni anno gli Stati membri devono presentare al Consiglio e alla Commissione i programmi di stabilità e convergenza, in cui forniscono informazioni circa gli obiettivi di bilancio fissati per il medio termine, le principali ipotesi utilizzate per delineare l'andamento economico atteso e le misure di politica economica.

Le previsioni sull'evoluzione futura del saldo di bilancio e del debito pubblico in rapporto al PIL devono coprire almeno i tre anni successivi.

Da una valutazione sistematica delle previsioni sui saldi di bilancio e la crescita del PIL in termini reali, come pubblicate nei programmi dei 15 Stati membri dell'UE [1] dall'avvio della Terza fase dell'UEM, emergono delle differenze fra i paesi con una posizione di bilancio solida e quelli con significativi squilibri fiscali.

L'incertezza sugli andamenti economici futuri durante il periodo di congiuntura sfavorevole ha comportato previsioni sempre meno precise ed errori crescenti lungo l'orizzonte di previsione. Inoltre, spesso i governi non sono riusciti a prevedere correttamente la direzione dell'evoluzione dei conti pubblici. Di conseguenza le previsioni circa un consolidamento o un'espansione fiscale non sono state totalmente affidabili.

Previsioni accurate sugli andamenti futuri dovrebbero essere esenti da errori sistematici. Tuttavia, solo per circa la metà degli Stati membri le previsioni di bilancio appaiono prive di distorsioni significative (come generalmente indicato da un valore più prossimo allo zero nella seconda colonna della tavola a lato). Al contrario, i paesi con disavanzi prossimi al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, o superiori, hanno in genere prodotto previsioni di bilancio considerevolmente più ottimistiche (come indicato dai valori maggiormente negativi nella seconda colonna della stessa tavola). Le previsioni di risanamento del saldo di bilancio si sono rivelate errate più frequentemente quando prodotte da paesi che, all'inizio del programma, avevano una posizione di bilancio non vicina al pareggio.

Distorsioni nelle previsioni per paese, 1999-2003

(in percentuale del PIL; punti percentuali)

Paese	Saldo di bilancio	Crescita
Lussemburgo	0,85	-1,60
Belgio	0,22	-0,63
Finlandia	0,21	-0,42
Austria	0,12	-0,71
Spagna	-0,08	-0,41
Danimarca	-0,13	-0,63
Svezia	-0,51	-0,31
Regno Unito	-0,58	-0,08
Irlanda	-0,81	-0,26
Paesi Bassi	-0,91	-1,11
Italia	-1,25	-1,21
Germania	-1,36	-1,21
Francia	-1,43	-1,03
Portogallo	-1,62	-1,79
Grecia	-1,97	-0,17

Fonte: elaborazioni della BCE su dati dei programmi di stabilità e convergenza e della base dati AMECO della Commissione europea (primavera 2004).
Nota: i valori riportati rappresentano la media degli errori di previsione di tutti i programmi presentati dai singoli paesi a partire dal 1999. Gli errori sono calcolati come differenza tra valori effettivi e previsti. I paesi sono ordinati secondo la media dell'errore relativo al saldo di bilancio.

È necessario che le previsioni siano riviste al fine di incorporare nuovi dati e correggere gli errori passati. I paesi con una posizione di bilancio non prossima al pareggio hanno di fatto rivisto le proprie previsioni in modo più sostanziale degli altri. Tuttavia, tali revisioni erano solo debolmente collegate a modifiche alle previsioni di crescita e non hanno eliminato le maggiori distorsioni rispetto ai paesi con una posizione prossima al pareggio. Spesso, inoltre, le revisioni al ribasso non sono state compensate da un successivo rafforzamento dei piani di risanamento al fine di conseguire gli obiettivi originali.

L'esistenza di errori sistematici nelle previsioni di bilancio ed economiche dei programmi di stabilità e convergenza indica che esistono significativi margini di miglioramento. Eliminando tali errori sarà possibile accrescere la trasparenza del processo di sorveglianza e rafforzare la credibilità del quadro di riferimento per le politiche di bilancio.

1) I nuovi Stati membri hanno presentato i primi programmi di convergenza nel 2004 e dunque non possono essere inclusi nella presente analisi.

6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

6.1 TASSI DI CAMBIO

In agosto l'euro ha continuato a oscillare entro un intervallo relativamente ristretto rispetto a gran parte delle valute comprese nell'indice del suo tasso di cambio effettivo nominale. Alcune perduranti incertezze circa le prospettive per l'inflazione e la crescita a medio termine in tutte le principali aree economiche – acuite dagli elevati prezzi del petrolio – e una certa volatilità delle aspettative sui tassi di interesse a breve, soprattutto negli Stati Uniti, sarebbero i fattori fondamentali alla base delle fluttuazioni dei cambi bilaterali fra quasi tutte le principali valute nel corso del mese. Quanto alle valute dei nuovi Stati membri dell'UE, l'andamento più rimarchevole è stato l'apprezzamento dell'euro nei confronti dello zloty polacco.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

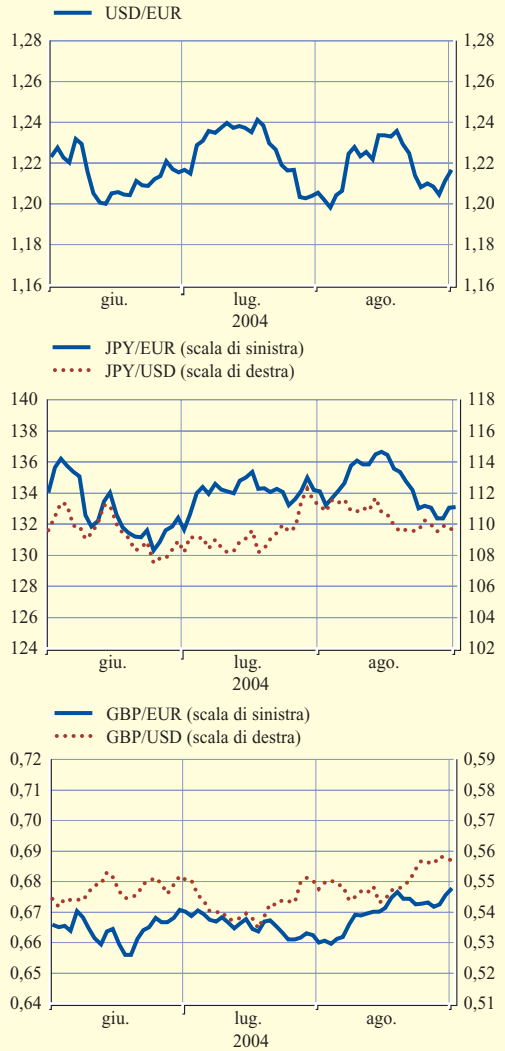
Dopo aver oscillato in un intervallo ristretto rispetto al dollaro durante la prima settimana di agosto, nel resto del mese l'euro si è moderatamente apprezzato sulla moneta statunitense nel contesto di un andamento piuttosto fluttuante (cfr. figura 36). La relativa stabilità iniziale del tasso di cambio bilaterale fra dollaro ed euro è parsa riflettere l'anticipazione da parte dei mercati della decisione di innalzare di 25 punti base, all'1,5 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds* adottata dal Federal Open Market Committee il 10 agosto. Successivamente l'euro si è rafforzato soprattutto in risposta ai dati pubblicati negli Stati Uniti, i quali indicavano una crescita dell'occupazione inferiore alle attese, l'ampliarsi del disavanzo commerciale e l'ulteriore aumento del deficit del bilancio federale. Sul finire del mese, l'effetto congiunto dell'annuncio di maggiori afflussi per investimenti di portafoglio negli Stati Uniti in giugno e di un incremento moderato dei rendimenti obbligazionari statunitensi sembra aver fornito un certo sostegno alla valuta statunitense. Il 1° settembre l'euro si situava a 1,22 dollari, un valore superiore dell'1,1 per cento a quello di fine luglio e del 7,6 per cento alla media del 2003.

YEN GIAPPONESE/EURO

In agosto l'euro si è prima apprezzato e poi deprezzato sullo yen giapponese, il cui cambio è anche gradualmente migliorato rispetto al dollaro statunitense (cfr. figura 36). All'iniziale rafforzamento della moneta europea su quella nipponica potrebbero avere concorso sia la pubblicazione di dati che indicano un rallentamento della crescita del PIL in Giappone durante il secondo trimestre del 2004 – dai livelli estremamente elevati del

Figura 36 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

trimestre precedente – sia i timori connessi all'effetto del rincaro petrolifero sulle prospettive per l'economia nazionale. Verso la fine del mese a tali pressioni sembra essersi contrapposta la ripresa dei corsi azionari giapponesi che, assieme al calo di quelli del petrolio, potrebbe avere favorito l'apprezzamento generalizzato della valuta nipponica. Il 1° settembre l'euro è stato quotato a 133,1 yen, un livello inferiore dello 0,8 per cento a quello di fine luglio e superiore dell'1,6 per cento alla media del 2003.

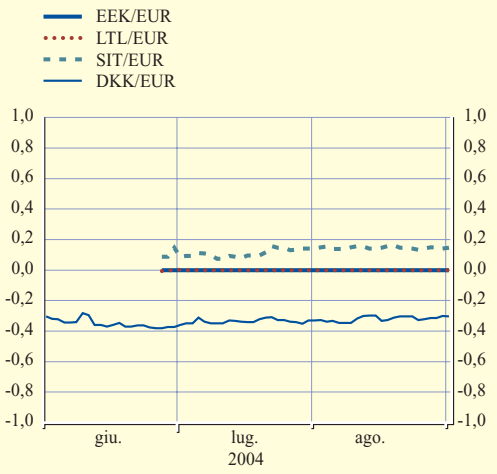
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, la corona danese e il tallero sloveno hanno oscillato entro intervalli ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali (cfr. figura 37).

In linea con gli impegni unilaterali assunti da Estonia e Lituania a mantenere *currency board* coerenti con i margini di oscillazione standard degli AEC II, la corona estone e il litas lituano sono rimasti invariati rispetto alla loro parità centrale.

Figura 37 Tassi di cambio negli AEC II

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



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

L'euro si è apprezzato sulla sterlina britannica in agosto dopo essersi deprezzato in luglio (cfr. figura 36). L'indebolimento della sterlina in agosto – tendenza che ha riguardato anche il suo cambio bilaterale con il dollaro statunitense – è probabilmente riconducibile al fatto che i mercati avrebbero riconsiderato l'andamento futuro dei tassi di interesse britannici a breve nel contesto di segnali di una possibile moderazione dei prezzi delle abitazioni durante gli ultimi mesi. Il 1° settembre l'euro è stato scambiato a 0,68 sterline, un valore superiore del 2,3 per cento a quello di fine luglio e inferiore del 2,1 per cento alla media del 2003. In agosto la moneta unica europea si è moderatamente deprezzata sulla corona svedese, mentre si è lievemente rafforzata sullo zloty polacco dopo due mesi consecutivi di relativa debolezza. Durante il periodo in rassegna essa si è mantenuta sostanzialmente stabile nei confronti di lat lettone, fiorino ungherese, corona ceca, corona slovacca, sterlina cipriota e lira maltese.

ALTRE VALUTE

In agosto l'euro è rimasto pressoché invariato rispetto al franco svizzero e alla corona norvegese.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

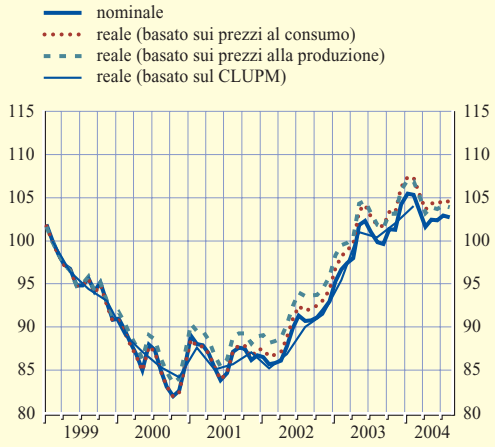
A partire dal presente numero del Bollettino mensile la BCE introduce una nuova serie di indici per il tasso di cambio effettivo (TCE) nominale dell'euro, che sono il risultato del regolare aggiornamento quinquennale delle ponderazioni sottostanti basate sull'interscambio. Il riquadro 10 fornisce una descrizione dettagliata del calcolo dei nuovi indici e delle conseguenti variazioni nel raggruppamento dei paesi partner. D'ora in avanti i dati periodici si baseranno sul nuovo indice di riferimento nominale (TCE-23), che terrà conto del recente ampliamento dell'UE e della crescente quota di interscambio mondiale detenuta dalla Cina. Il 1° settembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area – si collocava moderatamente al di sopra del livello di fine luglio ed era superiore di circa il 2,8 per cento alla propria media del 2003. Ciò ha riflesso soprattutto un rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense e alla sterlina britan-

nica, in parte compensato dalla perdita di valore nei confronti dello yen giapponese e della corona svedese nel periodo in esame (cfr. figura 38).

Negli ultimi cinque anni il tasso di cambio effettivo reale dell'euro – basato sull'evoluzione di IPC, IPP e CLUPM – ha seguito abbastanza da vicino l'indice nominale (cfr. figura 39). Dopo il deciso apprezzamento degli ultimi due anni, nei primi quattro mesi del 2004 l'euro ha perso valore in termini effettivi reali migliorando così in certa misura la competitività di prezzo delle imprese dell'area. Fra maggio e agosto, tuttavia, è probabile che la relativa stabilità del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro abbia interrotto tale processo.

Figura 39 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale [1)]

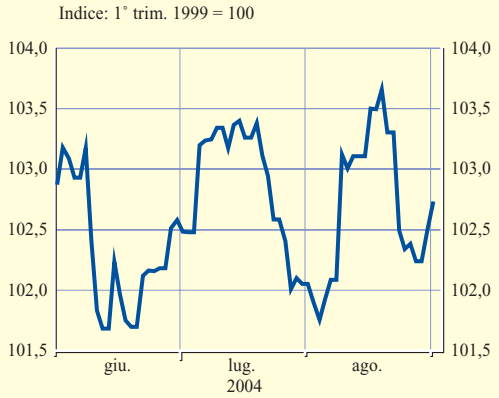
(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



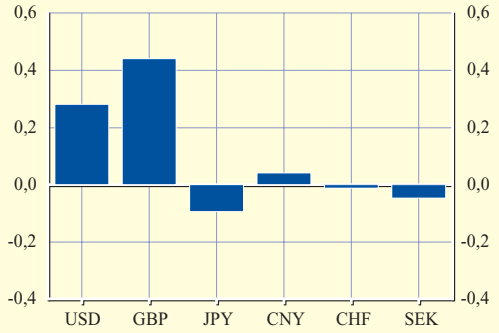
Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice TCE-23 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono ad agosto 2004 (al 1° trim. 2004 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

Figura 38 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti [1)]

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale [2)]
Dal 30 luglio al 1° settembre 2004
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 23 importanti partner commerciali.
2) Vengono riportati i contributi alle variazioni del TCE-23 nei confronti delle valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascuno di essi nell'indice TCE-23.

Riquadro 10

AGGIORNAMENTO DELLE PONDERAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI DELL'EURO BASATI SULL'INTERSCAMBIO COMMERCIALE COMPLESSIVO E CALCOLO DI UN NUOVO INSIEME DI INDICATORI

I tassi di cambio effettivi (TCE) nominali e reali dell'euro sono stati fino a oggi calcolati e pubblicati dalla BCE con riferimento sia a un gruppo ristretto sia a un gruppo ampio di partner commerciali, comprendenti rispettivamente 12 e 38 paesi. Per il calcolo di questi tassi nel 1999 è stata adottata, di concerto con le banche centrali dei quindici paesi allora membri dell'UE, una metodologia

comune [1], in base alla quale gli indicatori dei TCE sono costruiti applicando ai tassi di cambio bilaterali dell'euro con le valute dei partner commerciali dei pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo di tali paesi con l'area. Questi pesi, concepiti in modo da cogliere anche gli effetti della concorrenza nei mercati terzi, erano stati basati sulla media delle esportazioni e importazioni per il periodo 1995-97. Considerata la gradualità con cui la struttura dell'interscambio mondiale tende a modificarsi, venne deciso di aggiornare i pesi a intervalli quinquennali. Questo riquadro presenta il nuovo insieme di indicatori dei TCE per l'euro, risultante dal primo aggiornamento dei pesi sottostanti. I nuovi indicatori, basati sui dati del commercio di beni manufatti per il periodo 1999-2001, sono concatenati all'inizio del 1999 con l'insieme (aggiornato) di indicatori basati sullo schema di ponderazione relativo all'intervallo 1995-97 (per i dettagli tecnici si vedano le Note generali nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* e le Methodological notes sul sito Internet della BCE).

La lista dei partner commerciali è stata estesa per comprendere l'insieme di tutti gli Stati membri dell'UE e i paesi in fase di adesione. A tal fine, la Lettonia, la Lituania, Malta e la Bulgaria sono state aggiunte ai pertinenti gruppi di paesi partner (gli altri Stati membri e la Romania erano già inclusi). Il gruppo ampio è salito pertanto a 42 paesi, ed è stato ridenominato "TCE-42", mentre il gruppo ristretto sarà designato "TCE-12". Per tenere conto del recente allargamento dell'UE e della crescente presenza della Cina nel commercio mondiale, è stato inoltre creato un terzo gruppo, il "TCE-23", composto dai paesi del TCE-12, dai dieci nuovi Stati membri dell'UE e dalla Cina. Il TCE-42 copre una quota di circa il 90 per cento del commercio estero di manufatti dell'area dell'euro, mentre il TCE-23 e il TCE-12 ne coprono rispettivamente il 75 e il 60 per cento.

Rispetto al sistema di pesi del 1995-97, va rilevato un aumento della ponderazione degli Stati Uniti e una diminuzione di quella del Regno Unito, il quale rappresenta il secondo partner commerciale dell'area in ordine di importanza (cfr. la tavola: in questo riquadro). Un altro sviluppo degno di nota è l'aumento dei pesi relativi ai nuovi Stati membri dell'UE e alla Cina, la quale è divenuta il quarto maggiore partner commerciale dell'area, dopo il Giappone e prima della Svizzera e della Svezia.

Gli indici di TCE reali si ottengono dagli indici nominali corretti per la differenza fra gli andamenti dei prezzi e dei costi nell'area dell'euro e nei suoi partner commerciali. Per i gruppi TCE-12 e TCE-23, essi sono calcolati usando gli indici dei prezzi al consumo (IPC), gli indici dei prezzi alla produzione (IPP) o all'ingrosso, il costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero (CLUPM), i deflatori del PIL e il costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia (CLUPT). Gli indici dei prezzi e dei costi usati per i paesi dell'area e per i partner europei si basano su definizioni armonizzate (IAPC, IPP, costo del lavoro per unità di prodotto come definito dal SEC 95 e deflatori del PIL), mentre per il TCE-42, l'unico indicatore impiegato è l'indice dei prezzi al consumo (oppure lo IAPC, se disponibile), poiché per alcuni dei paesi compresi in questo gruppo mancano statistiche tempestive e confrontabili su altre misure di prezzi e di costi.

Gli indici relativi al TCE-12 sono disponibili dal gennaio del 1990, mentre quelli relativi al TCE-42 e al TCE-23 iniziano a gennaio del 1993. Poiché i tassi di cambio dell'euro sono disponibili solo dalla creazione dell'area, i TCE relativi al periodo precedente sono costruiti sulla base di un paniere delle monete confluite nell'euro (l'euro "sintetico") [2]. L'indicatore del TCE nominale

1) Per una descrizione dettagliata della metodologia, cfr. Buldorini, L., Makrydakis, S. e Thimann, C. (2002), *The effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper della BCE, n. 2.
2) Per ovviare alla necessità di effettuare ripetuti concatenamenti fra gli indici, per via dei passati e dei futuri allargamenti, si presume che la composizione dell'area dell'euro sia la stessa per l'intero periodo di riferimento usato nel calcolo degli indicatori dei TCE. Ciò implica, ad esempio, che la Grecia è trattata come membro dell'area sin dalla creazione di quest'ultima nel 1999, sebbene essa vi abbia aderito sono il 1° gennaio 2001.

Pesi negli indici TCE-12, TCE-23 e TCE-42 della BCE

Paesi partner	Pesi complessivi					
	indice TCE-12		indice TCE-23		indice TCE-42	
	1995-1997 (rivisto)	1999-2001	1995-1997 (rivisto)	1999-2001	1995-1997 (rivisto)	1999-2001
Gruppo TCE-42					**100**	**100**
Gruppo TCE-23			**100**	**100**	**80,9**	**82,0**
Gruppo TCE-12	**100**	**100**	**86,2**	**82,7**	**68,8**	**66,6**
Australia	1,27	1,13	1,11	0,94	0,76	0,70
Canada	1,96	2,22	1,76	1,93	1,48	1,64
Danimarca	3,02	2,72	2,76	2,39	2,51	2,17
Hong Kong	5,74	5,24	2,82	2,37	2,08	1,82
Giappone	16,36	14,52	13,68	11,45	9,66	8,52
Norvegia	1,55	1,35	1,43	1,20	1,31	1,10
Singapore	3,82	3,45	3,20	2,69	1,75	1,55
Corea del Sud	4,77	4,84	3,79	3,55	2,82	2,72
Svezia	5,66	5,07	5,14	4,47	4,60	3,99
Svizzera	7,94	7,08	7,30	6,31	6,47	5,60
Regno Unito	22,12	21,48	20,36	19,18	18,15	17,14
Stati Uniti	25,78	30,91	22,84	26,19	17,24	19,68
Altri paesi del TCE-23			**13,8**	**17,3**	**12,1**	**15,3**
Cina			5,02	6,93	4,22	5,92
Cipro			0,15	0,13	0,13	0,11
Repubblica Ceca			2,08	2,52	1,90	2,30
Estonia			0,18	0,21	0,15	0,18
Ungheria			1,68	2,44	1,51	2,19
Lettonia			0,10	0,12	0,08	0,10
Lituania			0,18	0,19	0,14	0,16
Malta			0,16	0,12	0,15	0,11
Polonia			2,55	2,98	2,29	2,72
Slovacchia			0,75	0,86	0,68	0,78
Slovenia			0,94	0,85	0,84	0,76
Altri paesi del TCE-42					**19,1**	**18,0**
Algeria					0,30	0,28
Argentina					0,55	0,42
Brasile					1,55	1,36
Bulgaria					0,27	0,31
Croazia					0,45	0,36
India					1,40	1,28
Indonesia					0,94	0,71
Israele					1,14	1,09
Malesia					1,18	1,10
Messico					0,87	1,23
Marocco					0,62	0,57
Nuova Zelanda					0,13	0,11
Filippine					0,38	0,52
Romania					0,68	0,84
Russia					2,16	1,70
Sud Africa					1,02	0,84
Taiwan					2,21	2,29
Tailandia					1,17	0,99
Turchia					2,06	2,04

Fonte: BCE.

è disponibile con frequenza giornaliera per i gruppi TCE-12 e TCE-23, in quanto rappresenta una misura sintetica dell'andamento a breve termine del mercato dei cambi. Gli altri indicatori sono disponibili su base mensile, con l'eccezione di quelli relativi ai TCE reali deflazionati con i CLUPT, i CLUPM e i deflatori del PIL, che sono pubblicati trimestralmente.

Da questo numero del Bollettino, la serie di riferimento standard utilizzata sarà costituita dall'indice relativo al gruppo TCE-23, che include i principali partner commerciali dell'area insieme a tutti gli Stati membri dell'UE che non hanno ancora adottato l'euro. Gli indici riferiti ai gruppi TCE-23 e TCE-42 sono pubblicati nella tavola 8.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* e sul sito Internet della BCE, mentre l'insieme degli indicatori riferiti al TCE-12 e

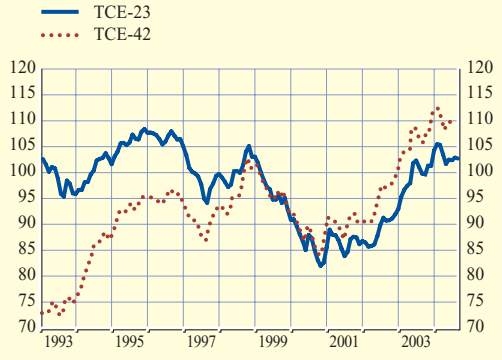
Figura A Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei gruppi TCE-12 e TCE-23 di partner commerciali [1)]

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

Fonte: BCE.
1) un movimento verso l'alto dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2004.

Figura B Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei gruppi TCE-23 e TCE-42 di partner commerciali [1)]

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



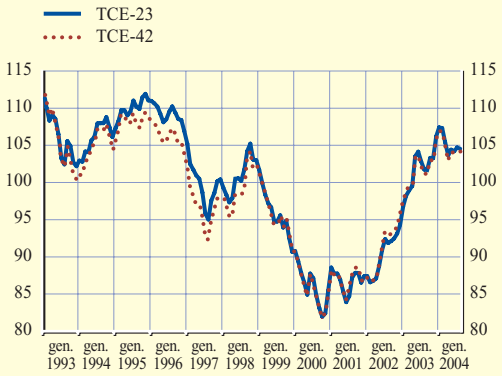
Fonte: BCE.
1) un movimento verso l'alto dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2004.

gli indici giornalieri del tasso di cambio effettivo nominale saranno consultabili unicamente sul sito Internet.

La figura A mette in evidenza una forte correlazione tra l'andamento della precedente serie di riferimento (il TCE nominale dell'euro rispetto a 12 valute) e la nuova, in quanto i nuovi Stati membri dell'UE e la Cina concorrono solo per il 17 per cento circa alla ponderazione complessiva del TCE-23. La svalutazione del remimbi cinese nel 1994 e il rafforzamento di importanti valute confluite nell'euro nei confronti del fiorino ungherese e dello slot polacco nella prima metà degli anni novanta influiscono in parte sulla serie. La figura B, che illustra gli andamenti del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle valute dei due gruppi di 23 e 42 partner commerciali, mostra che rispetto al gruppo più ristretto il tasso ha fluttuato senza mostrare un chiaro andamento tendenziale nel periodo considerato, mentre rispetto al gruppo più ampio esso è aumentato di circa il 50 per cento nello stesso periodo. Questo risultato è principalmente ascrivibile ai tassi di inflazione, che risultano minori nei paesi inclusi nel TCE-23 rispetto a quelli del TCE-42, e al loro impatto sull'evoluzione dei tassi di cambio nominali. Ciò trova conferma nella figura C, che mostra il tasso di cambio effettivo reale deflazionato con l'IPC relativo a ciascuno dei due gruppi: i due indici evidenziano andamenti molto simili, segnalando che le valutazioni basate sugli indicatori del TCE reale non dipendono dall'uso di gruppi di paesi partner diversi.

Figura C Tasso di cambio effettivo reale (deflazionato con l'IPC) nei confronti delle valute dei gruppi TCE-23 e TCE-42 di partner commerciali [1)]

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



Fonte: BCE.
1) un movimento verso l'alto dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2004.

6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel secondo trimestre del 2004 la vigorosa domanda estera ha continuato a sostenere la crescita delle esportazioni. Tuttavia, poiché il valore dei beni importati è cresciuto più rapidamente a seguito del rincaro del petrolio, nello stesso periodo l'avanzo del conto dei beni ha subito una contrazione che ha fatto peggiorare l'avanzo del conto corrente. In giugno l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è stato pari a circa lo 0,7 per cento del PIL, un livello prossimo a quelli dello stesso periodo dello scorso anno ma doppio rispetto alla fine del 2003. Per quanto concerne il conto finanziario, in giugno gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati su dodici mesi, imputabili al calo degli investimenti diretti esteri nell'area dell'euro, ai minori acquisti netti di strumenti di debito dell'area da parte di non residenti e ai maggiori acquisti netti di azioni estere da parte di residenti.

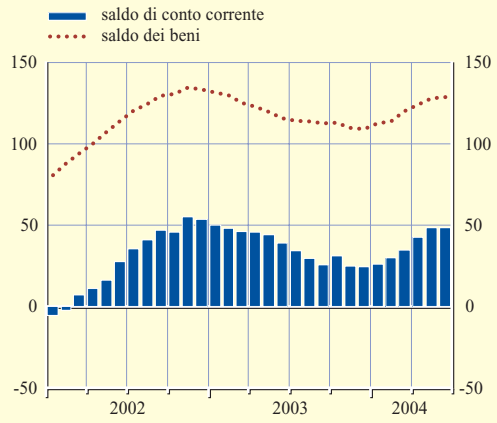
CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

In giugno il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro è stato quasi in equilibrio (corrispondente a un avanzo di 4,5 miliardi di euro in termini non destagionalizzati). Ciò ha rispecchiato avanzi sia nei beni sia – in misura inferiore – nei servizi, compensati da disavanzi nel conto dei redditi e in quello dei trasferimenti correnti (cfr. la tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). Rispetto ai dati rivisti relativi a maggio, in giugno l'avanzo del conto corrente destagionalizzato è sceso di 6,5 miliardi di euro, per effetto del minore avanzo dei beni e dei servizi e del maggiore disavanzo dei redditi. Nel periodo in esame il disavanzo dei trasferimenti correnti è diminuito in misura marginale.

Sulla base di dati trimestrali destagionalizzati, nel secondo trimestre del 2004 la crescita delle esportazioni di beni verso il resto del mondo osservata a partire dal terzo trimestre del 2003 si è rafforzata. L'aumento di valore è stato pari al 4,8 per cento, dal 3,7 del primo trimestre. L'origine di tale andamento andrebbe ricercata soprattutto nella vigorosa domanda estera di prodotti dell'area, in particolare da

Figura 40 Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro

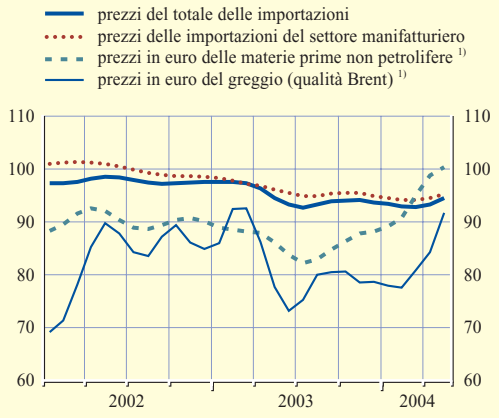
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati; saldi cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Figura 41 Prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

(indici: 2000 = 100; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat, HWWA 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.
1) Dati non destagionalizzati.

parte dei paesi asiatici escluso il Giappone, degli Stati Uniti e del Regno Unito. Nel contempo, il valore delle importazioni di beni – che era rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre – è decisamente aumentato (del 7,6 per cento sul periodo precedente) nel secondo, soprattutto per il pronunciato rialzo dei prezzi delle materie prime (cfr. figura 41). In tale contesto, nel secondo trimestre l'avanzo dei beni è sceso di 4,7 miliardi. Questa contrazione è alla base del minore avanzo del conto corrente osservato nello stesso periodo.

In un'ottica di più lungo periodo, a giugno il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area è stato positivo per oltre 48 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,7 per cento del PIL), un livello prossimo a quelli dello stesso periodo dello scorso anno ma quasi doppio rispetto alla fine del 2003 (cfr. figura 40). L'aumento dell'avanzo del conto corrente nella prima metà dell'anno rispecchia principalmente il maggiore avanzo dei beni nel contesto della vigorosa crescita delle esportazioni osservata dal terzo trimestre del 2003.

CONTO FINANZIARIO

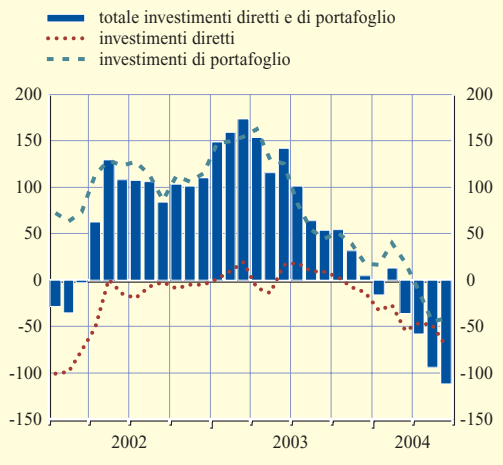
In giugno gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 20,6 miliardi di euro. Tale risultato va ricondotto principalmente ai flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (29,5 miliardi), in parte compensati dai flussi netti in uscita per investimenti diretti (8,9 miliardi).

L'andamento degli investimenti diretti è stato determinato soprattutto dai deflussi netti in azioni e in utili reinvestiti (9,7 miliardi), in larga misura riconducibili ai maggiori investimenti all'estero da parte di residenti dell'area. Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono principalmente imputabili agli acquisti netti di strumenti di debito dell'area da parte di non residenti e – in misura inferiore – alle vendite nette di strumenti esteri del mercato monetario da parte di residenti. Benché prossimi allo zero in termini netti, a giugno gli investimenti in titoli azionari hanno mostrato un ammontare di transazioni più elevato rispetto ai mesi precedenti sia sul lato delle attività sia su quello delle passività.

Nei dodici mesi fino a giugno gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 111,9 miliardi di euro, contro afflussi netti totali per 141,9 miliardi un anno prima. Questa inversione di direzione dei flussi netti di capitale è dovuta al passaggio da afflussi netti a deflussi netti degli investimenti diretti e di quelli di portafoglio (cfr. figura 42). Per quanto riguarda gli investimenti diretti netti, il mutamento di segno è imputabile soprattutto alla graduale contrazione (da 144,4 a 34,8 miliardi di euro) degli afflussi per investimenti diretti esteri nell'area dell'euro durante il periodo di riferimento a fronte di investimenti diretti dell'area dell'euro all'estero sostanzialmente stabili. Nel caso degli investimenti di portafoglio, l'inversione di direzione è in larga misura da ricondurre al calo di 141,5 miliardi di euro degli acquisti netti di strumenti di debito dell'area (sia obbligazioni e *notes* sia

Figura 42 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.

strumenti del mercato monetario) da parte di non residenti e – in misura inferiore – all'aumento di 81 miliardi di euro degli acquisti netti di azioni estere da parte di residenti dell'area.

È probabile che due fattori interconnessi abbiano continuato a determinare l'evoluzione complessiva degli investimenti diretti e di portafoglio nell'area dell'euro a partire dalla seconda metà del 2003. Innanzitutto, sulle decisioni degli investitori internazionali ha influito il miglioramento più pronunciato delle prospettive economiche e della redditività delle imprese in altre regioni del mondo nel periodo in questione, che ha stimolato maggiori investimenti diretti e di portafoglio in titoli azionari in tali regioni. In secondo luogo, il calo delle incertezze geopolitiche negli ultimi 15 mesi ha favorito una ricomposizione dei portafogli di investimento a scapito delle attività a breve termine e basso rendimento. Se nel periodo precedente alla guerra in Iraq e durante le operazioni belliche l'area dell'euro ha registrato ingenti flussi netti in entrata per investimenti in titoli a reddito fisso, la graduale normalizzazione successiva alla fine del conflitto ha coinciso con un calo degli afflussi netti degli investimenti di portafoglio e con il successivo passaggio a deflussi netti.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE [1)]

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

1 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
6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali S54

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO
7.1 Bilancia dei pagamenti S55
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro S61
7.3 Commercio di beni S62
7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero S64
7.5 Riserve ufficiali S66

8 TASSI DI CAMBIO
8.1 Tassi di cambio effettivi S67
8.2 Tassi di cambio bilaterali S68

9 INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO
9.1 Altri Stati membri dell'UE S69
9.2 Stati Uniti e Giappone S70

LISTA DELLE FIGURE S73

NOTE TECNICHE S75

NOTE GENERALI S79

NOVITÀ

Da questo numero vengono introdotti nella sezione 8.1 nuovi indicatori del tasso di cambio effettivo che tengono conto dell'estensione della lista dei partner commerciali dell'area dell'euro e dell'aggiornamento dei pesi basati sull'interscambio commerciale associati a ciascuno di essi. Per una descrizione, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori* e le Note generali.

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	7,7	6,6	7,3	-	5,4	21,1	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,4	2,33	4,16
2003 3° trim.	11,4	8,6	8,4	-	4,9	22,2	2,14	4,16
4° trim.	11,0	7,9	7,6	-	5,3	21,7	2,15	4,36
2004 1° trim.	11,1	7,2	6,5	-	5,4	16,4	2,06	4,15
2° trim.	10,2	6,0	5,4	-	5,6	11,7	2,08	4,36
2004 mar.	11,4	6,8	6,2	5,9	5,4	13,4	2,03	4,02
apr.	10,9	6,2	5,5	5,5	5,5	11,7	2,05	4,24
mag.	9,3	5,4	4,8	5,2	5,7	11,0	2,09	4,39
giu.	9,6	5,7	5,4	5,2	6,0	11,2	2,11	4,44
lug.	10,1	5,9	5,5	.	6,2	.	2,12	4,34
ago.	.	.	.	.	.	.	2,11	4,17

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 manifatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	2,3	-0,1	3,7	0,9	-0,5	81,5	0,5	8,4
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,0	0,2	8,9
2003 3° trim.	2,0	1,1	2,8	0,4	-0,3	81,1	0,2	8,9
4° trim.	2,0	1,0	2,3	0,7	1,4	81,0	0,2	8,9
2004 1° trim.	1,7	0,2	2,5	1,3	1,1	80,6	0,2	8,9
2° trim.	2,3	2,0	.	2,0	2,7	81,0	.	9,0
2004 mar.	1,7	0,4	-	-	1,7	-	-	8,9
apr.	2,0	1,4	-	-	1,6	80,7	-	9,0
mag.	2,5	2,4	-	-	3,7	-	-	9,0
giu.	2,4	2,4	-	-	2,8	-	-	9,0
lug.	2,3	.	-	-	.	81,3	-	9,0
ago.	2,3	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 [3] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,2	90,3	0,9456
2003	38,3	108,5	-13,1	17,6	306,5	99,9	101,7	1,1312
2003 3° trim.	14,3	36,8	-19,1	-59,1	332,9	100,2	102,1	1,1248
4° trim.	24,7	30,7	-9,6	10,5	306,5	102,3	104,3	1,1890
2004 1° trim.	16,2	28,1	-28,9	5,2	308,4	104,7	106,7	1,2497
2° trim.	12,0	33,8	-13,4	2,5	301,4	102,2	104,1	1,2046
2004 mar.	11,7	13,4	-26,1	-4,9	308,4	103,5	105,4	1,2262
apr.	1,0	10,7	-2,9	-3,0	303,9	101,7	103,7	1,1985
mag.	5,7	11,2	-1,6	-24,0	298,9	102,5	104,4	1,2007
giu.	5,3	11,9	-8,9	29,5	301,4	102,4	104,2	1,2138
lug.	.	.	.	.	301,3	102,9	104,7	1,2266
ago.	.	.	.	.	.	102,7	104,5	1,2176

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) Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

2) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.

3) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	6 agosto 2004	13 agosto 2004	20 agosto 2004	27 agosto 2004
Oro e crediti in oro	127.382	127.382	127.382	127.382
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	170.740	170.108	173.010	170.009
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	17.821	18.212	17.104	16.843
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	7.670	7.674	7.261	7.846
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	330.016	322.503	320.998	334.047
Operazioni di rifinanziamento principali	255.002	247.501	246.000	259.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	75.000	74.997	74.997	74.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	3	0	46
Crediti connessi a scarti di garanzia	14	2	1	2
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	829	994	1.415	1.127
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	67.952	67.999	67.862	67.942
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	42.085	42.085	42.086	42.086
Altre attività	115.682	114.679	114.858	114.594
Attività totali	880.177	871.636	871.976	881.876

2. Passività

	6 agosto 2004	13 agosto 2004	20 agosto 2004	27 agosto 2004
Banconote in circolazione	467.932	466.746	462.185	459.951
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	140.105	138.674	140.356	137.912
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	140.060	138.626	140.330	137.882
Depositi overnight	44	46	25	30
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	2	1	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	125	125	125	125
Certificati di debito	1.054	1.054	1.054	1.054
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	59.720	55.857	56.132	73.995
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.534	8.738	9.016	8.952
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	225	226	244	226
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	9.787	9.864	11.869	8.770
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.896	5.896	5.896	5.896
Altre passività	56.825	54.481	55.123	55.018
Rivalutazioni	70.205	70.205	70.205	70.205
Capitale e riserve	59.769	59.770	59.771	59.772
Passività totali	880.177	871.636	871.976	881.876

Fonte: BCE.

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

Fonte: BCE.

1) Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, 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).

2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

I.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	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
	Operazioni di rifinanziamento principali						
2004 5 mag.	267.916	349	211.000	2,00	2,00	2,01	7
12	273.449	344	207.000	2,00	2,00	2,01	7
19	275.403	371	223.500	2,00	2,00	2,01	7
26	280.155	371	232.500	2,00	2,00	2,01	7
2 giu.	269.747	337	236.000	2,00	2,00	2,01	7
9	278.440	344	233.500	2,00	2,00	2,01	7
16	305.245	376	232.000	2,00	2,00	2,01	7
23	331.013	406	260.000	2,00	2,00	2,01	7
30	315.078	385	256.000	2,00	2,01	2,02	7
7 lug.	315.956	383	253.000	2,00	2,00	2,01	7
14	328.840	390	242.500	2,00	2,01	2,01	7
21	322.945	416	259.500	2,00	2,01	2,01	7
28	321.937	403	258.000	2,00	2,01	2,02	7
4 ago.	342.842	359	255.000	2,00	2,01	2,02	7
11	336.449	348	247.500	2,00	2,01	2,02	7
18	332.633	368	246.000	2,00	2,01	2,02	7
25	339.539	366	259.000	2,00	2,02	2,02	7
1 set.	343.768	333	254.000	2,00	2,02	2,02	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
2003 28 ago.	35.940	143	15.000	-	2,12	2,13	91
25 set.	28.436	106	15.000	-	2,10	2,12	84
30 ott.	32.384	150	15.000	-	2,13	2,14	91
27 nov.	25.402	128	15.000	-	2,12	2,13	91
18 dic.	24.988	114	15.000	-	2,12	2,14	105
2004 29 gen.	47.117	145	25.000	-	2,03	2,04	91
26 feb.	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 apr.	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91
27 mag.	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91
1 lug.	37.698	147	25.000	-	2,06	2,08	91
29	40.354	167	25.000	-	2,07	2,08	91
26 ago.	37.957	152	25.000	-	2,06	2,08	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 gen. [5)]	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 apr.	Operazione temporanea	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 set.	Operazione temporanea	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operazione temporanea	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 nov.	Operazione temporanea	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 gen.	Operazione temporanea	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operazione temporanea	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 dic.	Operazione temporanea	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1

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%.

I.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; rimorsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003	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
feb.	11.775,2	6.315,9	431,3	1.470,0	882,0	2.676,0
mar.	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6
apr.	12.088,2	6.474,0	451,3	1.492,1	911,8	2.759,0
mag.	12.141,3	6.506,8	442,3	1.499,1	898,2	2.794,9
giu.	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2

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
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 1° trim.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
2004 6 apr.	134,6	135,3	0,7	0,0	2,00
11 mag.	134,4	135,0	0,6	0,0	2,00
8 giu.	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
6 lug.	138,0	138,8	0,8	0,0	2,00
10 ago.	138,5	139,1	0,6	0,0	2,01
7 set.	138,7	.	.	.	.

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
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	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 1° trim.	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
2004 6 apr.	301,4	217,9	67,1	0,4	0,0	0,4	0,0	425,3	51,5	-25,7	135,3	561,0
11 mag.	310,7	213,2	75,0	0,1	0,0	0,1	0,4	436,4	46,0	-18,9	135,0	571,5
8 giu.	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
6 lug.	308,2	245,4	75,0	0,3	0,0	0,1	0,0	449,1	65,0	-24,1	138,8	588,1
10 ago.	300,8	253,6	75,0	0,0	0,0	0,2	0,0	460,9	61,1	-31,8	139,1	600,1

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													
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,0	11,9	132,9
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 1° trim.	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
2004 apr.	1.130,8	493,6	22,6	0,6	470,3	146,0	131,4	1,8	12,7	-	13,3	314,6	13,9	149,4
mag.	1.128,1	493,4	22,6	0,6	470,1	147,0	132,9	1,8	12,3	-	13,0	310,0	14,0	150,8
giu.	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
lug. (p)	1.192,2	548,7	22,2	0,6	525,8	148,3	134,0	1,8	12,6	-	13,2	312,7	14,2	154,9
	IFM escluso l'Eurosistema													
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	19.799,2	12.114,2	819,0	7.101,6	4.193,6	2.947,5	1.246,0	425,6	1.275,9	67,3	894,9	2.567,0	162,1	1.046,2
2004 1° trim.	20.408,6	12.233,1	823,3	7.171,8	4.238,0	3.081,2	1.305,6	431,6	1.344,0	78,0	926,3	2.830,4	160,0	1.099,5
2004 apr.	20.703,7	12.400,7	817,6	7.229,7	4.353,4	3.104,4	1.313,8	435,8	1.354,8	79,8	954,0	2.914,7	160,7	1.089,5
mag.	20.673,9	12.360,4	811,7	7.268,5	4.280,2	3.146,2	1.340,5	440,1	1.365,6	77,4	955,6	2.886,6	159,1	1.088,5
giu.	20.786,3	12.465,4	818,4	7.321,6	4.325,3	3.162,4	1.355,4	443,9	1.363,1	76,9	944,4	2.871,1	159,3	1.106,8
lug. (p)	20.903,5	12.559,7	825,9	7.354,9	4.378,9	3.171,9	1.347,1	446,5	1.378,3	78,4	936,1	2.871,3	160,2	1.125,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2]	Obbligazioni [3]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Eurosistema										
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 1° trim.	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
2004 apr.	1.130,8	450,2	358,3	43,6	16,7	297,9	-	1,6	149,4	25,1	146,2
mag.	1.128,1	459,3	350,2	46,0	18,3	285,8	-	1,6	146,5	22,2	148,3
giu.	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
lug. (p)	1.192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,8	24,2	152,8
	IFM escluso l'Eurosistema										
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,5	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.799,2	0,0	10.772,7	132,3	6.277,7	4.362,6	649,1	3.158,8	1.151,1	2.609,7	1.457,9
2004 1° trim.	20.408,6	0,0	10.863,5	140,7	6.308,9	4.413,8	680,1	3.303,4	1.160,3	2.833,7	1.567,5
2004 apr.	20.703,7	0,0	11.015,4	136,0	6.351,4	4.528,0	691,3	3.338,5	1.167,6	2.912,2	1.578,8
mag.	20.673,9	0,0	10.993,3	149,1	6.375,2	4.469,0	686,9	3.359,2	1.171,6	2.910,0	1.553,0
giu.	20.786,3	0,0	11.095,7	157,1	6.410,5	4.528,2	685,5	3.370,2	1.181,6	2.873,0	1.580,2
lug. (p)	20.903,5	0,0	11.163,5	143,2	6.423,6	4.596,8	691,7	3.401,6	1.185,8	2.877,0	1.583,9

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.

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

2.2 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										
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,5	179,5	1.132,9
2003	14.553,7	7.943,9	841,7	7.102,2	1.794,4	1.367,4	427,0	623,6	2.884,9	174,5	1.132,4
2004 1° trim.	15.063,7	8.018,4	845,9	7.172,5	1.867,6	1.434,5	433,1	649,4	3.151,1	174,0	1.203,1
2004 apr.	15.227,5	8.070,6	840,2	7.230,3	1.882,8	1.445,3	437,6	672,1	3.229,3	174,6	1.198,1
mag.	15.251,8	8.103,5	834,3	7.269,1	1.915,3	1.473,5	441,9	666,6	3.196,6	173,1	1.196,6
giu.	15.328,3	8.162,9	840,7	7.322,2	1.934,7	1.488,9	445,8	657,4	3.182,4	173,4	1.217,4
lug. (p)	15.378,8	8.203,6	848,1	7.355,5	1.929,4	1.481,1	448,3	648,9	3.184,0	174,4	1.238,5
	Transazioni										
2002	605,2	301,9	-9,3	311,2	73,6	43,8	29,8	7,7	243,3	-1,3	-19,9
2003	793,9	388,3	13,7	374,6	172,2	118,0	54,2	19,3	224,5	-3,5	-7,0
2004 1° trim.	426,6	84,2	5,3	78,8	56,5	53,4	3,1	24,7	209,5	-0,7	52,3
2004 apr.	151,1	51,4	-6,9	58,2	16,7	11,7	5,0	21,6	70,6	0,6	-9,8
mag.	55,6	36,8	-5,9	42,7	35,0	30,7	4,3	-2,9	-10,4	0,3	-3,2
giu.	68,9	61,6	5,9	55,7	16,7	12,2	4,5	-10,4	-19,8	0,3	20,7
lug. (p)	37,9	41,3	7,4	33,9	-9,0	-8,7	-0,3	-7,8	-8,2	1,0	20,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2]	Obbligazioni [3]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro [1]	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,1	1.550,9	10,8
2003	14.553,7	397,9	153,6	6.294,6	581,8	1.873,7	1.010,8	2.637,2	1.597,3	6,9
2004 1° trim.	15.063,7	399,6	183,8	6.324,7	602,1	1.948,1	1.025,9	2.857,3	1.712,9	9,3
2004 apr.	15.227,5	409,4	179,6	6.368,1	611,4	1.972,6	1.021,8	2.937,3	1.725,0	2,2
mag.	15.251,8	416,6	195,1	6.393,5	609,5	1.982,9	1.016,1	2.932,2	1.701,2	4,5
giu.	15.328,3	423,0	224,3	6.428,9	608,6	1.996,4	1.027,0	2.896,5	1.731,4	-7,6
lug. (p)	15.378,8	436,2	201,7	6.440,2	613,3	2.012,3	1.032,1	2.901,2	1.736,6	5,2
	Transazioni									
2002	605,2	101,4	-5,8	225,3	70,0	113,9	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	793,9	79,0	12,9	319,3	57,8	141,1	37,5	133,0	-50,4	63,9
2004 1° trim.	426,6	1,7	30,2	22,5	21,6	59,8	7,2	172,5	117,7	-6,6
2004 apr.	151,1	9,8	-4,7	41,6	8,9	21,2	2,2	62,3	20,1	-10,3
mag.	55,6	7,3	15,5	29,1	-2,0	15,5	-0,7	9,7	-25,0	6,2
giu.	68,9	6,3	29,2	35,0	-5,0	12,7	8,1	-38,5	27,4	-6,3
lug. (p)	37,9	13,3	-22,6	10,0	4,0	11,4	3,8	-6,0	14,0	10,0

Fonte: BCE.

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

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

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

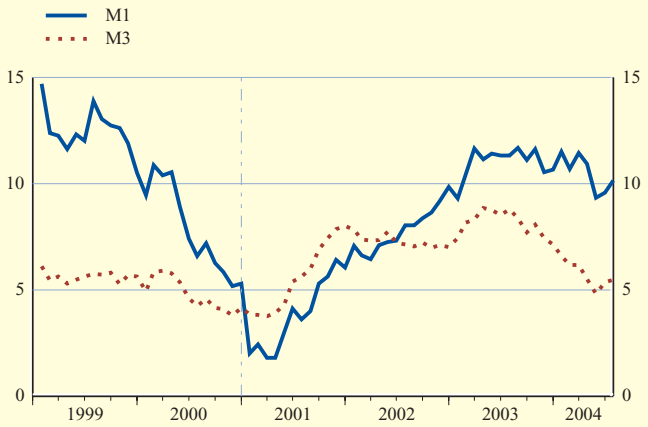
2.3 Statistiche monetarie

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

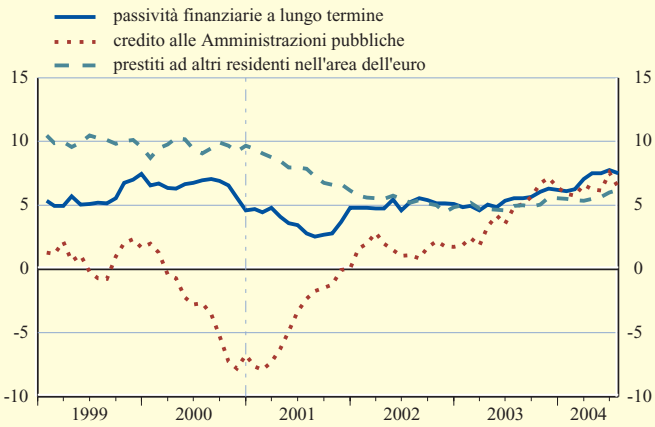
1. Aggregati monetari [1] e loro contropartite

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero [2]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,7	5.770,3	-	3.989,2	2.071,8	7.723,3	6.778,9	184,3
2003	2.676,2	2.559,6	5.235,8	907,5	6.143,3	-	4.143,0	2.225,3	8.155,6	7.100,7	220,6
2004 1° trim.	2.769,2	2.552,2	5.321,3	900,0	6.221,3	-	4.242,3	2.265,2	8.240,7	7.166,6	319,2
2004 apr.	2.781,9	2.556,2	5.338,1	911,7	6.249,8	-	4.280,3	2.278,9	8.299,2	7.210,7	332,7
mag.	2.766,9	2.578,1	5.345,0	904,3	6.249,3	-	4.291,0	2.290,2	8.336,7	7.254,7	288,9
giu.	2.791,4	2.582,6	5.374,1	925,0	6.299,1	-	4.312,2	2.313,3	8.396,3	7.295,1	272,7
lug. (p)	2.832,6	2.592,4	5.425,0	932,1	6.357,2	-	4.345,6	2.333,4	8.450,9	7.347,9	282,1
	Transazioni										
2002	218,5	90,8	309,3	70,0	379,3	-	196,2	35,7	350,8	314,4	168,4
2003	259,4	116,2	375,6	34,6	410,2	-	244,9	134,0	448,5	375,4	92,6
2004 1° trim.	91,9	-14,0	77,9	-3,5	74,4	-	73,9	27,2	89,7	74,5	89,6
2004 apr.	11,9	3,8	15,7	11,4	27,0	-	40,3	13,4	58,4	44,5	23,7
mag.	-14,0	24,0	9,9	-7,3	2,6	-	21,4	13,7	43,9	48,0	-36,4
giu.	23,9	4,8	28,7	17,1	45,9	-	17,2	19,5	61,5	42,9	-19,1
lug. (p)	41,0	8,9	49,9	7,1	57,0	-	26,7	19,1	53,2	53,4	10,4
	Variazioni percentuali										
2002 dic.	9,8	3,8	6,7	8,9	7,0	7,2	5,1	1,7	4,7	4,8	168,4
2003 dic.	10,7	4,7	7,7	4,0	7,1	7,1	6,2	6,4	5,8	5,6	92,6
2004 mar.	11,4	2,1	6,8	2,8	6,2	5,9	7,1	6,6	5,8	5,4	92,1
2004 apr.	10,9	1,5	6,2	1,4	5,5	5,5	7,5	6,2	5,9	5,5	108,3
mag.	9,3	1,5	5,4	1,2	4,8	5,2	7,5	6,1	5,8	5,7	45,0
giu.	9,6	1,7	5,7	3,6	5,4	5,2	7,7	7,6	6,2	6,0	8,3
lug. (p)	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	.	7,5	6,4	6,3	6,2	45,0

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, M2, M3: cfr. Glossario).

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

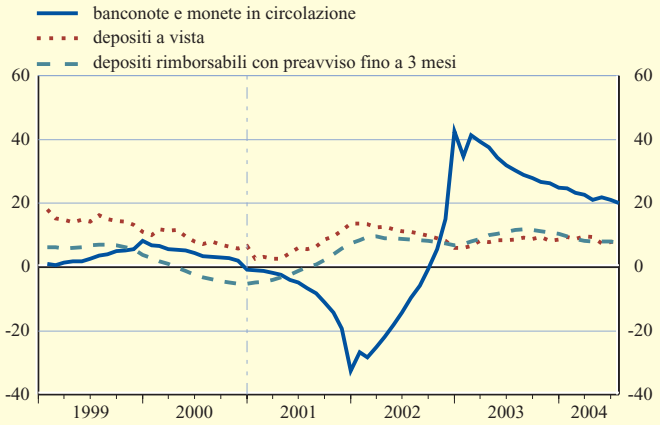
2.3 Statistiche monetarie

(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)

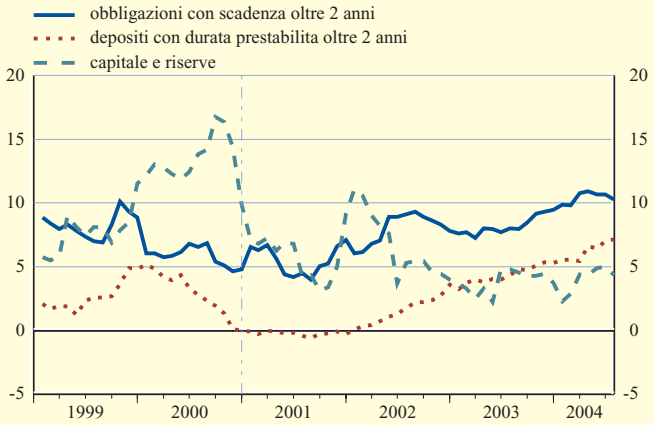
2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	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										
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,6	484,5	127,6	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,6	1.037,0	1.522,6	222,4	597,4	87,7	1.790,4	90,6	1.253,2	1.008,8
2004 1° trim.	406,2	2.363,0	1.003,9	1.548,3	213,6	596,6	89,8	1.857,2	90,1	1.268,4	1.026,6
2004 apr.	409,6	2.372,3	995,9	1.560,3	215,2	601,7	94,7	1.879,6	90,0	1.284,2	1.026,5
mag.	416,4	2.350,6	1.005,9	1.572,1	214,0	601,0	89,3	1.890,8	89,4	1.287,7	1.023,0
giu.	420,5	2.370,9	995,9	1.586,7	220,1	610,9	94,0	1.901,1	89,1	1.298,5	1.023,5
lug. (p)	425,2	2.407,4	998,6	1.593,8	230,8	611,3	90,1	1.917,9	89,4	1.307,4	1.030,9
	Transazioni										
2002	99,3	119,2	0,4	90,4	10,7	70,6	-11,3	125,3	-10,0	41,6	39,4
2003	77,8	181,6	-27,3	143,5	-9,0	59,3	-15,7	157,7	-13,2	63,2	37,1
2004 1° trim.	18,6	73,3	-39,5	25,5	-7,8	0,4	4,0	50,2	-0,5	14,3	9,9
2004 apr.	3,4	8,5	-8,3	12,0	1,2	4,8	5,4	18,7	-0,1	15,6	6,2
mag.	6,8	-20,8	12,1	11,9	-1,2	-0,8	-5,4	16,3	-0,6	4,2	1,5
giu.	4,1	19,8	-9,7	14,5	6,1	5,8	5,2	8,9	-0,3	10,8	-2,1
lug. (p)	4,7	36,3	1,8	7,1	10,6	-0,2	-3,3	11,7	0,3	8,7	6,0
	Variazioni percentuali										
2002 dic.	42,6	6,0	0,0	6,9	4,6	17,1	-8,2	7,8	-8,8	3,6	4,0
2003 dic.	24,9	8,6	-2,6	10,4	-3,9	11,3	-15,8	9,5	-12,7	5,3	3,7
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,8	7,0	-9,8	10,8	-9,9	5,5	4,4
2004 apr.	21,2	9,3	-7,3	8,1	-2,0	7,3	-19,2	10,9	-8,6	6,6	4,4
mag.	21,8	7,4	-7,2	8,1	-3,5	5,4	-11,4	10,7	-8,3	6,5	4,9
giu.	21,1	7,7	-6,8	8,0	2,0	4,5	1,5	10,6	-7,1	7,0	5,0
lug. (p)	20,0	8,6	-6,3	7,4	2,0	3,3	3,0	10,3	-4,9	7,2	4,4

F3 Componenti degli aggregati monetari
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM [1)]

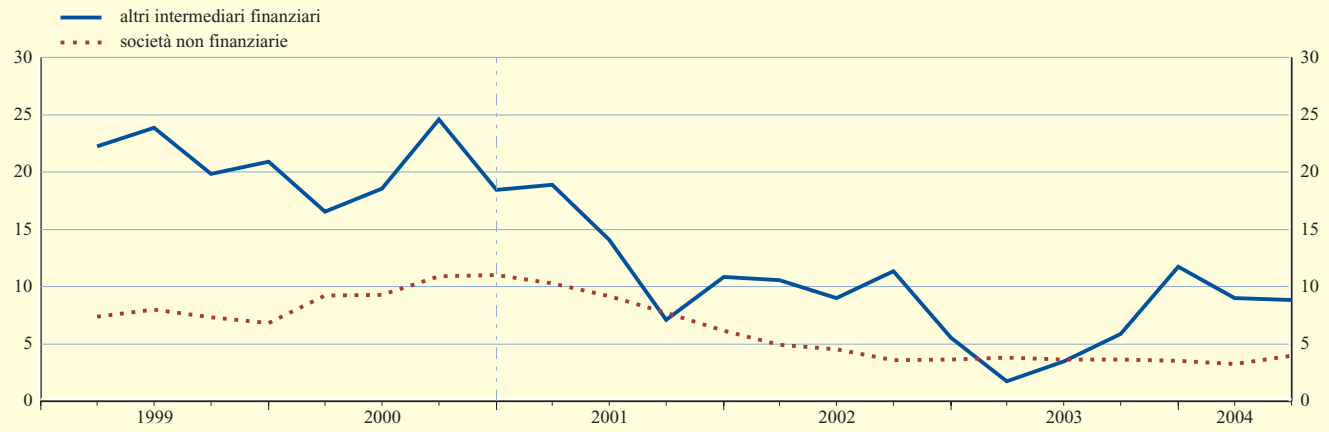
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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							
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,6	22,1	514,6	324,6	3.030,7	956,8	526,5	1.547,4
2004 1° trim.	46,3	32,2	508,0	306,6	3.052,8	952,6	527,0	1.573,2
2004 apr.	51,4	37,7	512,1	314,6	3.076,6	958,3	531,6	1.586,7
mag.	56,5	42,6	515,6	317,4	3.086,0	952,5	537,1	1.596,3
giu.	53,7	40,1	512,5	308,4	3.093,2	966,2	535,3	1.591,7
lug. [(p)]	57,1	42,6	508,0	304,7	3.098,1	961,0	538,4	1.598,7
	Transazioni							
2002	-4,1	-7,3	24,0	16,2	106,1	-23,6	32,4	97,3
2003	4,7	2,5	54,2	26,4	103,8	-7,6	15,7	95,7
2004 1° trim.	10,6	10,0	-2,2	-10,6	22,3	-4,6	5,2	21,8
2004 apr.	4,7	5,1	8,2	11,3	21,6	4,9	4,6	12,1
mag.	5,1	4,9	4,5	3,5	11,6	-4,3	5,3	10,5
giu.	-2,8	-2,5	-3,1	-9,0	26,1	17,7	0,2	8,2
lug. [(p)]	3,4	2,5	-5,2	-3,9	5,9	-4,9	3,4	7,4
	Variazioni percentuali							
2002 dic.	-10,3	-26,4	5,5	5,9	3,7	-2,3	6,6	7,0
2003 dic.	13,1	12,8	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,6
2004 mar.	9,4	7,4	9,0	3,3	3,3	-2,5	3,8	6,9
2004 apr.	10,2	11,2	8,2	4,7	3,5	-2,3	4,3	7,1
mag.	21,2	26,0	7,7	4,5	3,8	-2,2	5,8	7,0
giu.	18,8	26,3	8,9	3,7	4,0	-2,0	6,4	7,1
lug. [(p)]	16,2	28,1	9,2	5,9	4,3	-1,1	5,9	7,2

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)]

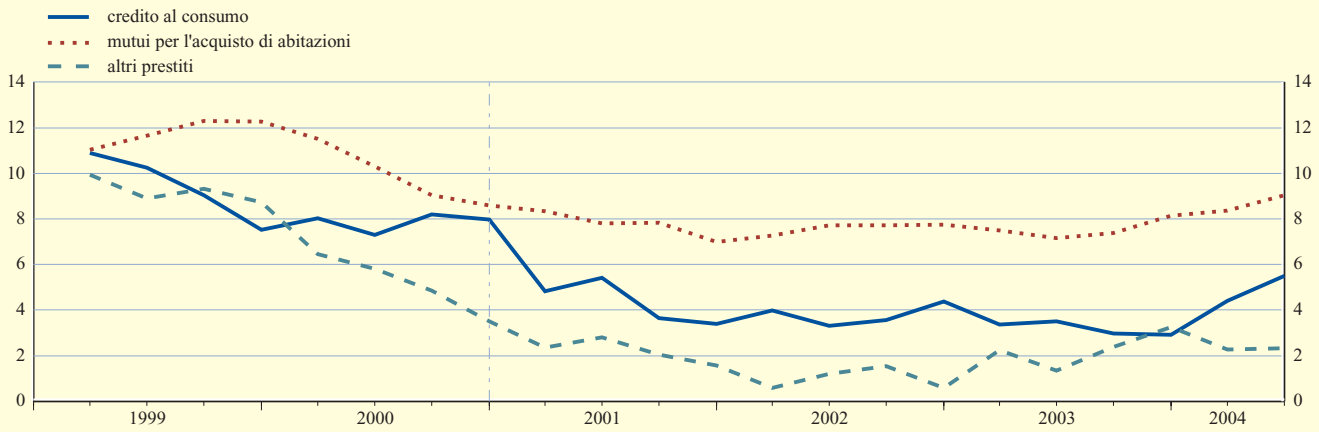
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le vaziazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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												
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,7	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,3	63,3	2.282,7	675,9	144,8	95,9	435,2
2004 1° trim.	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	680,1	141,5	95,5	443,1
2004 apr.	3.589,5	489,3	110,7	184,0	194,6	2.419,1	14,1	62,0	2.343,0	681,1	141,1	96,1	443,9
mag.	3.610,5	489,7	110,2	183,9	195,6	2.439,3	14,2	62,4	2.362,8	681,5	139,8	96,1	445,5
giu.	3.662,3	501,3	114,3	184,9	202,1	2.463,8	14,9	63,5	2.385,4	697,2	147,6	97,9	451,6
lug. (p)	3.691,7	503,6	113,1	186,6	203,8	2.492,1	14,5	64,0	2.413,7	696,1	144,1	98,2	453,7
	Transazioni												
2002	181,8	21,9	7,1	5,4	9,4	156,3	-0,3	2,5	154,1	3,6	-3,0	2,2	4,4
2003	211,9	13,7	8,7	6,4	-1,4	177,6	-5,9	1,7	181,8	20,7	-6,7	-4,9	32,3
2004 1° trim.	48,0	2,0	-1,7	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,2	-2,3	0,3	3,2
2004 apr.	23,8	3,9	0,8	1,5	1,6	18,9	0,0	0,4	18,5	1,0	-0,4	0,5	0,9
mag.	21,6	0,8	-0,5	0,1	1,2	20,3	0,1	0,3	19,9	0,5	-1,2	0,0	1,7
giu.	35,4	7,9	4,2	1,0	2,7	20,8	0,7	1,2	18,9	6,8	5,0	0,0	1,8
lug. (p)	29,8	2,3	-1,2	1,8	1,8	28,4	-0,4	0,5	28,3	-0,9	-3,3	-0,1	2,5
	Variazioni percentuali												
2002 dic.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,7	-1,4	4,2	8,0	0,6	-1,9	2,1	1,2
2003 dic.	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,2	-4,5	-5,0	8,5
2004 mar.	6,6	4,4	0,1	6,3	5,2	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,3	-1,8	4,4
2004 apr.	6,8	4,9	0,4	6,4	6,2	8,7	6,1	-3,4	9,1	2,0	-1,0	-1,6	3,9
mag.	6,9	4,8	0,8	5,4	6,5	8,8	5,6	-3,4	9,2	1,9	-0,6	-1,5	3,5
giu.	7,2	5,5	3,0	5,3	7,2	9,0	7,7	0,0	9,3	2,3	-1,1	1,3	3,8
lug. (p)	7,3	5,4	3,4	5,4	6,5	9,2	6,3	-0,5	9,5	2,4	-0,5	1,1	3,7

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)]

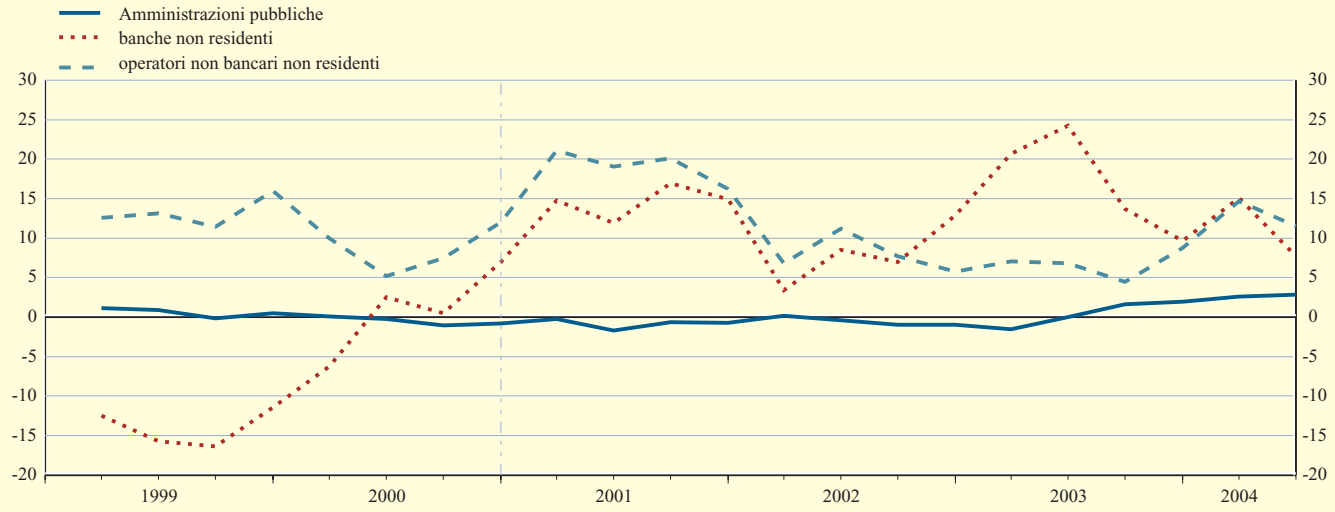
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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									
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,0	130,0	265,1	388,3	35,0	1.762,9	1.182,3	580,6	59,3	521,2
2004 1° trim.	823,3	134,6	261,3	387,8	38,9	1.953,9	1.307,0	646,9	61,1	585,8
2° trim. (p)	818,4	129,3	253,4	394,4	40,7	1.966,1	1.323,4	642,7	61,0	581,7
	Transazioni									
2002	-7,8	-11,2	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,3	15,9	15,3	159,9	109,6	50,0	-4,9	54,8
2004 1° trim.	5,3	5,7	-3,9	-0,4	3,9	161,5	106,3	55,0	1,7	53,3
2° trim. (p)	-6,5	-6,3	-8,5	6,5	1,8	7,9	13,4	-5,6	-0,3	-5,3
	Variazioni percentuali									
2002 dic.	-1,0	-7,7	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 dic.	1,9	-3,2	-4,4	4,2	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 mar.	2,6	0,9	-2,2	2,8	63,1	14,9	15,0	14,6	4,1	15,9
giu. (p)	2,9	1,6	-4,0	5,0	43,7	9,0	7,7	11,6	3,2	12,5

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)]

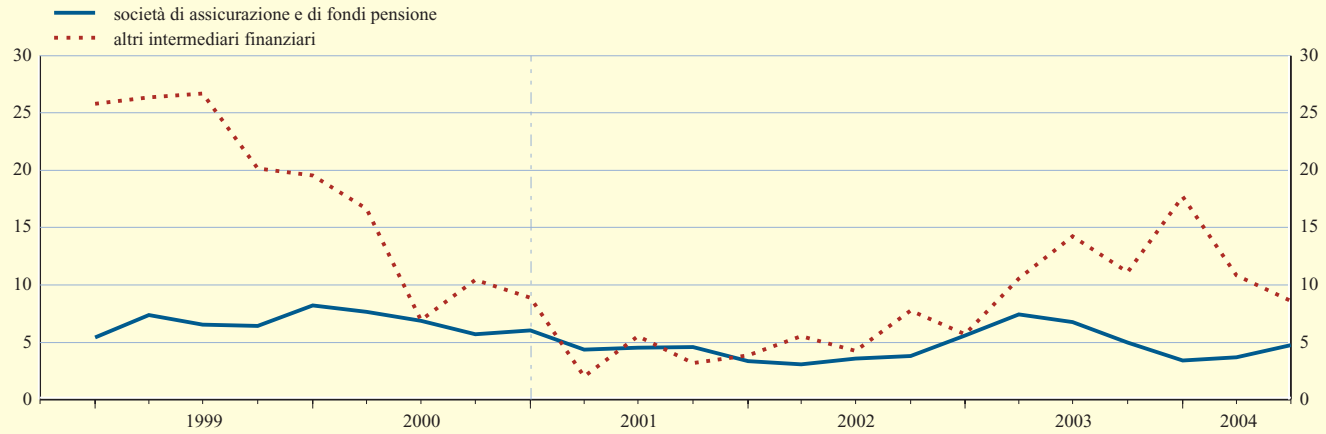
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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													
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,9	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	569,0	183,1	130,6	144,6	6,1	0,1	104,4
2004 1° trim.	556,6	64,7	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	586,4	197,0	119,7	147,1	7,8	0,1	114,7
2004 apr.	562,3	62,3	41,7	431,3	1,4	0,4	25,2	601,3	195,2	129,0	150,0	8,3	0,1	118,6
mag.	563,1	57,2	45,7	435,7	1,5	0,4	22,7	596,0	192,1	127,4	149,1	7,9	0,1	119,3
giu.	565,5	59,9	42,2	439,9	1,3	1,0	21,2	597,2	194,1	122,3	155,0	8,3	0,1	117,3
lug. (p)	567,6	56,3	46,2	440,9	1,3	1,0	21,9	595,3	187,1	123,3	158,0	8,4	0,1	118,5
	Transazioni													
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	17,9	1,7	-3,8	18,8	0,3	-0,1	1,1	86,1	28,0	-0,4	39,2	3,2	0,0	16,0
2004 1° trim.	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	13,4	13,8	-14,7	1,4	1,6	0,0	11,3
2004 apr.	5,5	-2,4	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,1	14,0	-2,1	9,2	2,7	0,5	0,0	3,6
mag.	0,7	-5,2	4,0	4,4	0,0	0,0	-2,5	-3,0	-2,8	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,8
giu.	1,7	2,7	-3,5	4,2	-0,1	0,0	-1,5	2,5	3,4	-5,1	5,9	0,4	0,0	-2,0
lug. (p)	2,0	-3,6	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-2,2	-7,2	0,9	2,9	0,0	0,0	1,1
	Variazioni percentuali													
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 dic.	3,4	2,9	-8,1	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,7	18,1	-0,4	37,2	71,4	-	17,1
2004 mar.	3,7	5,1	8,1	2,4	40,8	1,8	18,6	10,8	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	16,4
2004 apr.	4,4	8,4	-3,8	3,9	49,2	6,2	17,0	10,3	15,5	-13,3	25,0	64,7	-	15,1
mag.	4,0	-0,8	0,1	5,2	10,0	6,6	1,8	5,4	7,2	-14,9	15,9	39,0	-	16,6
giu.	4,7	-6,4	10,9	6,4	40,3	3,8	-6,3	8,6	7,7	-10,1	18,6	44,6	-	20,6
lug. (p)	5,5	1,2	17,0	5,1	31,9	4,0	3,7	9,2	9,4	-9,2	22,4	51,7	-	14,0

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)]

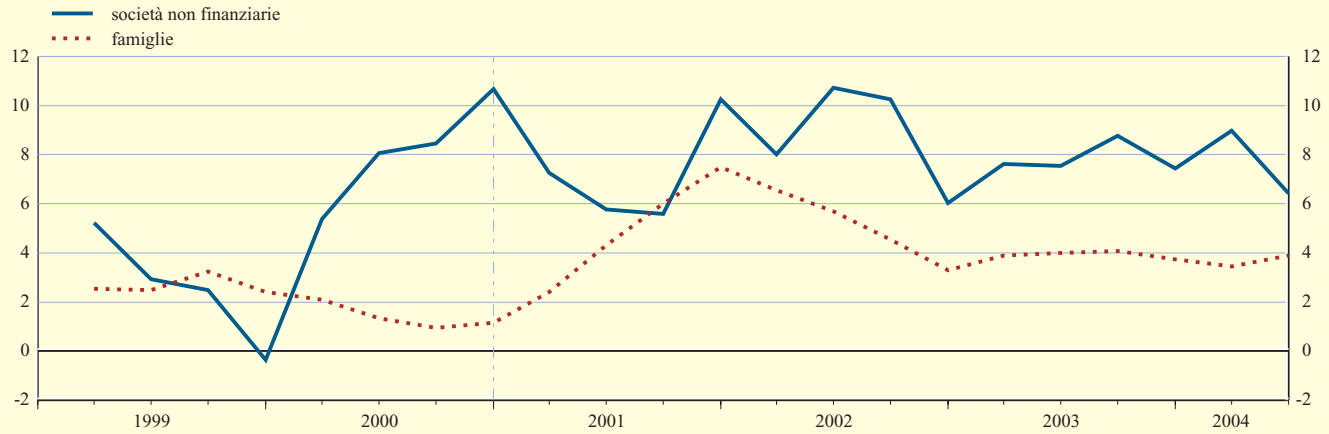
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie [2)]						
	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													
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.049,5	633,4	280,2	66,4	38,1	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 1° trim.	1.036,0	624,2	275,9	68,6	39,9	1,7	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
2004 apr.	1.038,0	627,9	271,7	69,8	40,5	1,7	26,4	4.014,9	1.335,8	523,1	610,1	1.406,5	87,1	52,3
mag.	1.051,4	633,0	279,4	70,4	40,9	1,7	26,0	4.027,4	1.349,5	518,9	610,9	1.411,4	86,2	50,5
giu.	1.054,4	651,7	266,1	69,1	41,0	1,0	25,5	4.055,7	1.367,7	517,2	612,2	1.422,3	85,8	50,4
lug. [(p)]	1.053,8	642,1	270,9	71,6	41,5	1,0	26,5	4.069,5	1.372,4	517,3	613,1	1.428,2	85,9	52,6
	Transazioni													
2002	57,5	30,1	-	-	-	-	-1,2	120,6	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	73,0	41,5	54,9	-29,8	10,2	0,4	-4,2	142,6	95,4	-70,8	36,0	117,4	-13,7	-21,8
2004 1° trim.	-15,0	-9,7	-5,6	2,5	1,9	0,2	-4,2	17,7	8,5	-17,7	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2004 apr.	1,6	3,4	-4,1	1,1	0,6	0,0	0,7	16,8	15,0	-4,4	1,5	5,3	-1,1	0,4
mag.	14,4	5,7	7,9	0,7	0,4	0,0	-0,4	12,8	13,6	-3,9	0,8	4,9	-0,9	-1,8
giu.	6,2	19,8	-12,2	-0,8	0,0	0,0	-0,5	24,1	15,4	-2,5	0,8	10,9	-0,4	-0,1
lug. [(p)]	-1,2	-9,8	4,6	2,5	0,6	0,0	1,0	13,6	5,0	-0,3	0,9	5,9	0,1	2,1
	Variazioni percentuali													
2002 dic.	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 dic.	7,4	6,9	23,7	-30,6	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,4	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 mar.	9,0	11,9	3,4	13,3	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
2004 apr.	8,0	10,9	1,1	15,9	22,2	20,3	-15,9	3,5	7,7	-8,9	4,1	7,2	-9,3	-25,5
mag.	7,0	10,4	-0,3	19,0	20,4	22,2	-23,4	3,6	8,0	-9,2	4,3	7,1	-8,8	-26,5
giu.	6,4	10,3	-3,1	15,0	17,1	20,6	-13,4	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
lug. [(p)]	6,9	10,6	-3,0	16,8	17,8	21,5	-6,0	4,0	7,8	-7,7	4,7	6,6	-5,5	-15,9

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)]

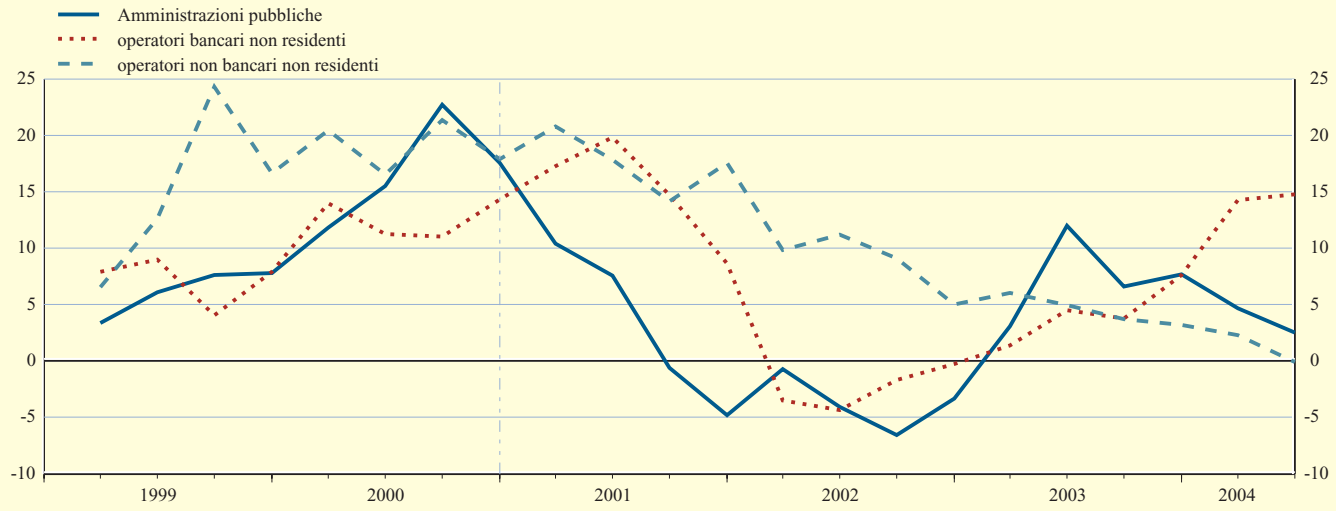
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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									
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.246,3	1.580,9	665,4	96,1	569,3
2004 1° trim.	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
2° trim. (p)	294,9	157,1	31,6	64,4	41,8	2.473,3	1.785,1	688,2	102,5	585,7
	Transazioni									
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	139,7	117,5	22,3	-1,3	23,5
2004 1° trim.	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	154,2	129,6	24,6	4,8	19,8
2° trim. (p)	21,7	16,0	1,6	2,0	2,2	23,8	37,5	-13,7	1,7	-15,4
	Variazioni percentuali									
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 dic.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,3	7,6	3,2	-1,3	3,9
2004 mar.	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
giu. (p)	2,5	8,3	-7,7	-0,2	-4,2	10,2	14,8	-0,1	8,4	-1,5

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.

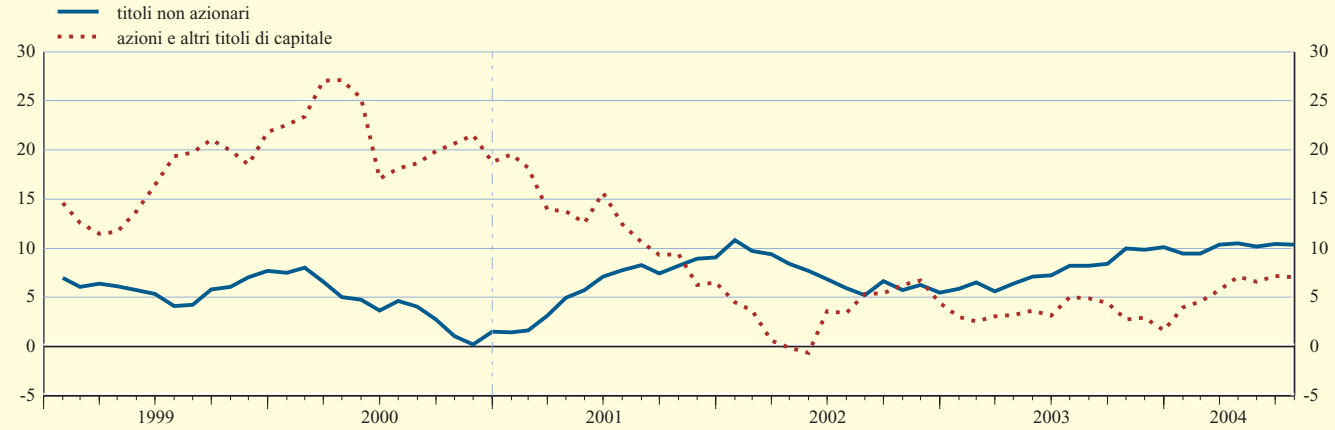
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1)]

(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											
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	3.576,8	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,1	18,6	629,3	1.068,6	279,7	615,2	173,7
2004 1° trim.	3.767,1	1.283,1	60,9	1.287,9	17,8	413,6	18,0	685,9	1.115,7	285,6	640,7	189,5
2004 apr.	3.811,8	1.292,7	62,0	1.296,5	17,3	417,2	18,6	707,4	1.145,4	290,8	663,2	191,4
mag.	3.849,7	1.304,2	61,5	1.323,4	17,2	422,4	17,6	703,5	1.148,9	297,6	658,0	193,3
giu.	3.860,3	1.299,5	63,6	1.337,8	17,6	425,7	18,2	697,9	1.150,0	295,8	648,6	205,6
lug. (p)	3.901,4	1.314,9	63,4	1.329,7	17,4	429,1	17,4	729,6	1.150,3	296,1	640,0	214,1
	Transazioni											
2002	168,1	47,9	0,2	38,9	-0,6	26,6	3,5	51,6	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,3	91,6	6,2	80,3	1,1	51,8	2,3	98,0	15,8	7,2	19,3	-10,7
2004 1° trim.	153,2	61,3	0,1	45,8	1,3	4,2	-1,3	41,7	44,8	6,0	24,7	14,0
2004 apr.	41,8	9,7	0,9	8,7	-0,4	4,3	0,4	18,2	29,0	5,6	21,6	1,8
mag.	46,3	11,3	-0,4	28,6	0,1	5,0	-0,7	2,4	6,3	6,7	-2,8	2,4
giu.	8,0	-5,3	2,3	11,2	0,3	3,9	0,5	-4,8	-2,4	-3,2	-10,6	11,4
lug. (p)	37,2	18,0	-0,9	-8,5	-0,2	0,8	-0,9	29,0	2,2	0,8	-7,8	9,3
	Variazioni percentuali											
2002 dic.	5,5	4,5	-0,6	3,7	-3,3	8,3	23,6	9,7	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 dic.	10,1	8,1	12,5	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,4	-5,8
2004 mar.	10,4	9,6	6,1	7,3	6,1	10,7	5,2	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
2004 apr.	10,5	10,6	11,6	6,6	3,6	8,0	8,2	20,4	7,1	8,7	8,3	0,9
mag.	10,2	10,3	8,5	6,6	6,6	9,0	-7,4	19,0	6,6	9,4	5,9	4,6
giu.	10,4	9,5	8,1	8,9	10,3	10,1	2,9	15,9	7,2	7,4	5,2	13,4
lug. (p)	10,4	9,6	5,8	7,1	6,1	11,2	-6,4	19,2	7,0	6,4	4,5	16,6

F11 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
2002	-0,9	-	-	-	-1,3	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,0	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 1° trim.	-1,2	-0,5	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2004 apr.	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
mag.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
giu.	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,3
lug. (p)	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,6	-8,8	-1,3	-7,6	-1,0	-0,4	-0,6
2004 1° trim.	-5,7	-3,0	-0,6	-2,2	-0,9	-0,3	-0,5
2004 apr.	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,2
mag.	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,2
giu.	-1,6	-0,9	-0,1	-0,6	0,2	0,1	0,2
lug. (p)	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,2

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
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,7	-0,4	3,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,0	19,2	7,9	5,0	6,4
2004 1° trim.	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	0,9	1,7
2004 apr.	-5,1	-0,3	0,0	-4,1	0,0	-0,4	0,0	-0,3	0,6	-0,5	0,9	0,2
mag.	-3,7	0,1	-0,1	-1,8	0,0	0,2	0,0	-2,1	-2,3	0,3	-2,0	-0,5
giu.	0,2	-0,5	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	0,3	1,6	-0,3	1,0	1,0
lug. (p)	-0,5	-0,9	0,0	0,4	0,0	0,3	0,0	-0,3	-2,0	-0,5	-0,7	-0,8

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													
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.362,6	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.410,0	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 1° trim.	4.413,8	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.449,6	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
2° trim. [(p)]	4.528,2	90,3	9,7	5,8	0,5	1,5	1,4	6.567,6	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
	Non residenti dell'area dell'euro													
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	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	665,4	51,1	48,9	32,0	2,1	2,2	9,6
2004 1° trim.	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
2° trim. [(p)]	1.785,1	45,2	54,8	36,6	1,8	3,2	10,2	688,2	52,1	47,9	31,0	1,9	1,9	9,8

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
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.303,2	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 1° trim.	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
2° trim. [(p)]	3.534,6	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,7

Fonte: BCE.

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

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

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

2.8 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													
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
2003	4.193,6	-	-	-	-	-	-	7.920,6	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004 1° trim.	4.238,0	-	-	-	-	-	-	7.995,1	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
2° trim. (p)	4.325,3	-	-	-	-	-	-	8.140,0	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
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	1.182,3	50,2	49,8	29,5	4,7	2,3	9,3	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 1° trim.	1.307,0	49,0	51,0	30,7	4,7	2,5	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
2° trim. (p)	1.323,4	49,3	50,7	30,2	5,0	2,6	9,1	642,7	38,3	61,7	42,8	2,4	4,5	8,8

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM [2)]							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													
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.275,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.671,6	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
2004 1° trim.	1.344,0	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.737,2	97,9	2,1	1,1	0,5	0,1	0,2
2° trim. (p)	1.363,1	95,3	4,7	2,2	0,4	0,4	1,4	1.799,3	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
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	275,5	44,9	55,1	35,2	1,2	0,6	16,2	353,8	45,8	54,2	36,0	5,9	1,1	6,4
2004 1° trim.	307,1	44,4	55,6	34,2	1,2	0,6	17,3	378,8	44,3	55,7	35,9	6,2	0,8	7,2
2° trim. (p)	313,3	46,4	53,6	32,7	1,2	0,6	16,8	384,6	44,7	55,3	34,4	6,7	0,9	7,2

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.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	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
2002 4° trim.	2.860,6	242,2	1.335,0	72,0	1.263,1	853,4	203,1	120,5	106,4
2003 1° trim.	2.746,9	217,2	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	116,7	108,1
2° trim.	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
3° trim.	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
4° trim.	3.175,0	235,2	1.389,4	67,4	1.322,0	1.033,7	243,9	133,7	139,1
2004 1° trim. [(p)]	3.353,4	266,5	1.433,9	70,3	1.363,7	1.102,5	262,6	136,6	151,2

2. Passività

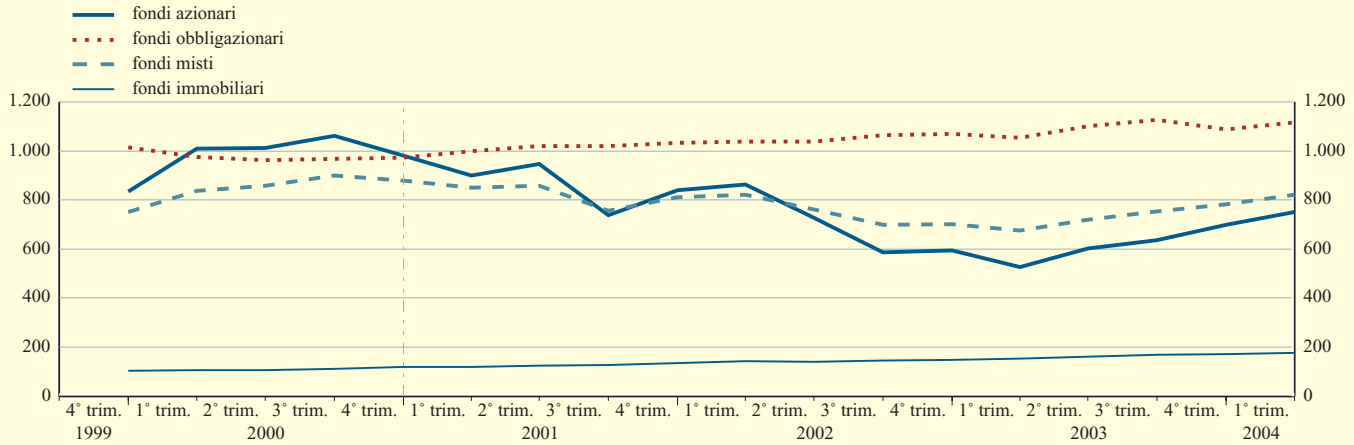
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'invesimento	Altre passività
	1	2	3	4
2002 4° trim.	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 1° trim.	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim. [(p)]	3.353,4	49,6	3.171,0	132,8

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

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 4° trim.	2.860,6	594,1	1.068,2	701,6	147,5	349,2	2.087,7	772,9
2003 1° trim.	2.746,9	525,9	1.054,1	675,3	153,9	337,7	1.975,5	771,4
2° trim.	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,4	374,4	2.140,4	819,1
3° trim.	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,0	836,6
4° trim.	3.175,0	697,8	1.086,6	783,4	171,7	435,6	2.318,2	856,8
2004 1° trim. [(p)]	3.353,4	750,1	1.116,6	821,2	176,0	489,6	2.470,3	883,1

F12 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 4° trim.	594,1	26,6	28,0	3,1	24,9	506,1	18,4	-	14,9
2003 1° trim.	525,9	24,5	30,2	2,8	27,5	438,5	16,5	-	16,1
2° trim.	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
3° trim.	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
4° trim.	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 1° trim. (p)	750,1	32,7	32,2	3,0	29,2	635,3	23,4	-	26,5
	Fondi obbligazionari								
2002 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.	1.127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
4° trim.	1.086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 1° trim. (p)	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
	Fondi misti								
2002 4° trim.	701,6	53,9	294,9	21,3	273,6	233,0	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.	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
4° trim.	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 1° trim. (p)	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
	Fondi immobiliari								
2002 4° trim.	147,5	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	112,6	6,8
2003 1° trim.	153,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	115,1	6,5
2° trim.	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
3° trim.	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
4° trim.	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 1° trim. (p)	176,0	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,8	8,0

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
	1	2	3	4	5	6	7
	Fondi aperti al pubblico						
2002 4° trim.	2.087,7	191,0	904,8	663,5	153,2	105,8	69,6
2003 1° trim.	1.975,5	165,6	882,6	599,9	155,1	101,3	71,0
2° trim.	2.140,4	181,6	912,3	691,7	168,3	104,2	82,2
3° trim.	2.249,0	199,0	927,6	736,5	176,6	108,9	100,4
4° trim.	2.318,2	191,7	913,6	815,8	183,8	115,4	98,0
2004 1° trim. (p)	2.470,3	219,3	948,9	877,9	198,8	117,5	107,9
	Fondi riservati a speciali categorie di investitori						
2002 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.	836,6	49,3	477,7	195,8	58,0	17,4	38,4
4° trim.	856,8	43,4	475,9	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 1° trim. (p)	883,1	47,2	485,0	224,6	63,8	19,1	43,3

Fonte: BCE.

3 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)

	Totale	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro
		Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Amministrazioni 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 4° trim.	14.587,1	5.610,9	309,2	4.952,2	1.846,7	1.581,9	1.411,7	111,9	136,4	213,1	293,2
2003 1° trim.	14.542,9	5.635,8	288,9	4.948,2	1.836,2	1.571,9	1.434,1	106,1	176,2	222,5	323,9
2° trim.	15.003,5	5.749,7	310,1	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	209,6	329,8
3° trim.	15.110,6	5.754,4	320,9	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	178,4	345,4
4° trim.	15.401,0	5.872,1	350,7	5.182,5	2.027,5	1.558,0	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,1
2004 1° trim.	15.598,0	5.907,8	350,8	5.180,4	2.021,0	1.543,7	1.534,5	81,2	183,8	192,8	.
	Transazioni										
2002 4° trim.	172,0	171,1	30,8	135,7	83,0	13,2	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 1° trim.	155,0	40,2	1,3	-3,3	-29,3	-11,3	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
2° trim.	213,2	132,1	21,2	86,4	84,0	-8,4	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
3° trim.	132,2	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
4° trim.	155,0	126,0	29,8	119,6	79,3	9,1	36,4	-5,2	-30,3	6,8	11,1
2004 1° trim.	148,8	32,5	0,0	-5,4	-7,5	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	.
	Variazioni percentuali										
2002 4° trim.	3,9	5,0	33,8	3,6	5,8	0,2	5,3	-3,9	-4,2	12,2	4,0
2003 1° trim.	4,3	5,9	31,2	4,4	7,4	-0,2	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7
2° trim.	4,6	6,4	27,0	4,5	7,6	-0,9	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
3° trim.	4,7	6,5	23,3	4,8	8,2	-0,6	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
4° trim.	4,5	5,5	20,6	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 1° trim.	4,5	5,4	21,6	4,3	8,9	-1,2	6,6	-23,0	5,9	7,7	.

	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 4° trim.	1.955,3	208,7	1.746,6	3.490,9	1.778,1	1.712,8	310,0	3.530,0	3.185,7	344,3
2003 1° trim.	1.946,5	190,0	1.756,5	3.350,9	1.610,0	1.740,9	396,6	3.609,8	3.259,9	349,8
2° trim.	1.915,4	172,6	1.742,7	3.652,9	1.815,6	1.837,3	402,7	3.685,5	3.332,4	353,1
3° trim.	1.918,0	172,4	1.745,6	3.687,3	1.825,8	1.861,5	406,7	3.750,9	3.395,8	355,1
4° trim.	1.921,5	178,0	1.743,4	3.828,3	1.952,7	1.875,6	404,5	3.779,1	3.422,3	356,8
2004 1° trim.	1.944,6	185,0	1.759,6	3.912,7	1.985,4	1.927,3	414,1	3.832,9	3.468,9	364,0
	Transazioni									
2002 4° trim.	-13,6	-10,3	-3,3	-23,9	-23,7	-0,2	-7,4	38,5	40,1	-1,6
2003 1° trim.	-21,8	-21,8	-0,1	65,3	3,0	62,2	29,9	71,3	64,6	6,8
2° trim.	-41,5	-17,1	-24,4	63,1	25,1	38,0	3,7	59,6	55,1	4,5
3° trim.	11,0	0,1	10,9	50,3	33,0	17,3	2,6	58,2	54,9	3,3
4° trim.	7,1	4,4	2,7	-24,6	-24,7	0,2	-10,3	46,5	43,6	2,9
2004 1° trim.	19,9	3,4	16,5	27,0	1,5	25,5	10,4	69,5	61,3	8,2
	Variazioni percentuali									
2002 4° trim.	0,9	-14,0	3,0	2,0	0,1	4,7	12,1	6,4	6,6	4,9
2003 1° trim.	-0,6	-16,1	1,3	2,8	0,8	5,6	11,9	6,4	6,6	4,1
2° trim.	-2,4	-14,6	-1,1	3,8	1,3	7,1	13,5	6,5	6,7	4,1
3° trim.	-3,4	-23,7	-1,0	4,6	2,2	6,9	9,2	6,6	6,9	3,8
4° trim.	-2,3	-16,4	-0,6	4,4	2,0	6,9	8,3	6,7	6,8	5,1
2004 1° trim.	-0,2	-4,8	0,3	3,5	2,2	4,6	1,6	6,5	6,6	5,4

Fonte: BCE.

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

2) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale	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]			
			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 4° trim.	15.613,9	8.080,9	7.130,0	886,3	60,9	825,5	3.581,0	1.175,4	2.405,6	3.613,6	296,8	3.316,7	241,6
2003 1° trim.	15.580,2	8.138,3	7.168,6	884,3	68,5	815,8	3.603,9	1.188,4	2.415,5	3.650,1	287,1	3.363,0	256,4
2° trim.	16.138,6	8.243,6	7.235,7	876,4	69,6	806,7	3.652,1	1.213,2	2.438,9	3.715,2	291,4	3.423,8	253,8
3° trim.	16.231,8	8.325,3	7.292,1	883,6	70,8	812,8	3.656,6	1.185,1	2.471,5	3.785,1	285,9	3.499,1	275,6
4° trim.	16.557,3	8.458,9	7.393,1	952,0	80,6	871,3	3.656,4	1.162,4	2.494,0	3.850,5	287,0	3.563,5	266,5
2004 1° trim.	16.896,5	8.510,0	7.463,5	955,7	84,7	871,1	3.652,4	1.158,6	2.493,8	3.901,9	281,6	3.620,3	.
	Transazioni												
2002 4° trim.	165,4	141,1	96,4	14,9	6,0	9,0	58,4	-5,0	63,4	67,8	2,8	65,0	6,4
2003 1° trim.	265,2	94,2	66,4	5,6	7,9	-2,3	45,4	18,6	26,8	43,2	-7,6	50,8	7,1
2° trim.	233,8	115,8	84,6	-5,5	3,2	-8,7	52,0	24,3	27,7	69,3	5,0	64,3	2,6
3° trim.	136,1	79,7	58,7	7,3	1,1	6,1	1,5	-25,5	27,0	71,0	-4,7	75,7	22,9
4° trim.	111,1	110,6	119,3	20,3	9,8	10,4	17,2	-16,8	34,0	73,2	4,5	68,7	-1,3
2004 1° trim.	193,5	46,5	75,6	4,8	4,0	0,8	-13,6	-7,2	-6,5	55,3	-4,0	59,3	.
	Variazioni percentuali												
2002 4° trim.	3,9	4,4	4,0	-1,9	21,8	-3,3	3,9	-2,9	7,6	6,5	0,8	7,1	-3,3
2003 1° trim.	4,4	4,8	4,1	-1,5	28,4	-3,4	4,6	-0,8	7,5	6,7	-0,3	7,3	-4,1
2° trim.	4,8	4,9	4,0	0,8	34,3	-1,4	4,3	1,5	5,8	6,5	-1,6	7,2	3,6
3° trim.	5,2	5,4	4,3	2,6	33,1	0,5	4,4	1,1	6,1	7,1	-1,5	7,9	16,1
4° trim.	4,8	5,0	4,6	3,1	36,2	0,7	3,2	0,1	4,8	7,1	-0,9	7,8	12,9
2004 1° trim.	4,3	4,3	4,7	3,0	26,6	1,1	1,6	-2,1	3,4	7,4	0,3	8,0	.

	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 4° trim.	4.670,0	4.137,0	480,1	3.656,9	533,0	144,7	388,3	2.383,9	209,9	269,1
2003 1° trim.	4.835,7	4.272,5	529,9	3.742,7	563,1	167,1	396,1	2.114,2	219,4	272,6
2° trim.	4.962,0	4.377,7	563,6	3.814,1	584,3	165,6	418,7	2.451,3	205,7	276,1
3° trim.	4.977,5	4.395,4	557,7	3.837,8	582,1	164,4	417,6	2.474,6	174,3	280,1
4° trim.	4.904,9	4.316,2	538,9	3.777,2	588,8	163,5	425,2	2.729,2	181,7	282,7
2004 1° trim.	5.071,2	4.477,8	576,1	3.901,7	593,5	179,9	413,5	2.839,5	189,0	286,7
	Transazioni									
2002 4° trim.	4,2	-0,2	-8,3	8,0	4,4	6,9	-2,5	2,5	14,4	3,2
2003 1° trim.	157,5	128,8	49,9	78,9	28,7	22,3	6,4	-0,2	9,5	4,2
2° trim.	98,9	84,3	33,9	50,4	14,6	-1,4	16,0	15,5	-0,6	4,2
3° trim.	45,8	43,7	-5,6	49,3	2,1	-1,1	3,2	4,0	2,4	4,2
4° trim.	-11,5	-19,4	-18,4	-1,0	7,9	-0,9	8,8	0,4	7,4	4,1
2004 1° trim.	134,0	134,6	35,8	98,9	-0,7	16,2	-16,9	1,6	7,3	4,0
	Variazioni percentuali									
2002 4° trim.	5,1	5,2	10,6	4,5	4,1	3,7	4,3	0,7	12,3	5,3
2003 1° trim.	6,3	6,1	16,7	4,7	8,0	15,2	5,3	0,4	14,7	5,6
2° trim.	7,0	6,5	15,5	5,2	11,3	27,0	5,9	0,8	13,4	5,9
3° trim.	6,6	6,2	14,6	5,1	9,4	19,4	5,9	0,9	13,2	6,0
4° trim.	6,2	5,7	12,5	4,9	10,0	13,0	8,9	0,8	8,9	6,2
2004 1° trim.	5,5	5,7	8,6	5,3	4,2	7,6	2,8	1,0	7,5	6,1

Fonte: BCE.

1) Comprese 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 4° trim.	3.328,7	523,1	55,9	445,9	3,5	17,8	341,6	69,9	271,7	1.334,1	50,0	1.284,1
2003 1° trim.	3.343,2	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,6	55,9	1.326,7
2° trim.	3.472,8	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,1	64,8	272,3	1.411,8	53,7	1.358,0
3° trim.	3.522,5	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	338,8	65,2	273,6	1.433,3	56,6	1.376,7
4° trim.	3.629,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	327,3	65,8	261,5	1.461,2	58,3	1.403,0
2004 1° trim.	3.778,1	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,0	68,8	269,3	1.532,9	56,1	1.476,8
	Transazioni											
2002 4° trim.	68,7	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	5,0	-4,6	9,6	36,5	2,4	34,1
2003 1° trim.	67,1	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,4	-2,4	53,8	6,7	47,1
2° trim.	42,3	2,3	2,3	-3,9	0,0	3,9	4,2	1,2	3,0	18,7	-2,3	21,1
3° trim.	33,7	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	1,7	0,4	1,3	22,6	2,9	19,7
4° trim.	59,3	9,5	1,6	7,2	0,2	0,5	-11,5	0,7	-12,2	37,6	1,7	35,9
2004 1° trim.	95,4	14,4	5,7	5,8	0,0	2,8	10,5	2,9	7,6	44,5	-2,4	47,0
	Variazioni percentuali											
2002 4° trim.	6,3	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	-0,2	-3,2	0,7	9,4	8,3	9,5
2003 1° trim.	5,8	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,6	1,4	10,0	17,5	9,7
2° trim.	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-12,3	2,6	12,0	41,1	11,1
3° trim.	6,5	5,0	11,8	3,6	-12,4	28,2	0,6	-12,6	4,4	10,1	20,7	9,7
4° trim.	6,1	3,4	3,0	3,4	4,7	6,1	-4,2	-5,9	-3,8	10,0	18,0	9,6
2004 1° trim.	6,9	3,7	5,0	2,9	24,7	18,7	1,5	8,1	-0,1	8,9	-0,4	9,3

	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			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 4° trim.	1.020,6	455,5	565,0	56,4	109,4	3.521,2	47,3	32,9	10,7	111,4	3.351,8	2.847,0	504,8
2003 1° trim.	979,9	422,9	557,1	60,1	111,9	3.586,2	60,7	42,4	10,9	101,5	3.413,2	2.898,8	514,4
2° trim.	1.072,2	482,2	590,0	64,4	113,9	3.692,8	60,6	44,8	11,2	134,3	3.486,8	2.965,9	521,0
3° trim.	1.102,2	497,5	604,7	60,7	115,3	3.757,7	62,6	44,3	11,7	133,5	3.549,8	3.024,2	525,6
4° trim.	1.182,6	546,2	636,4	64,4	116,6	3.812,0	52,0	35,6	12,1	153,8	3.594,0	3.064,2	529,8
2004 1° trim.	1.230,8	563,5	667,3	68,6	119,7	3.878,0	61,7	46,3	12,3	153,7	3.650,5	3.110,1	540,4
	Transazioni												
2002 4° trim.	11,3	-3,9	15,2	6,7	-0,8	20,8	-12,9	-9,1	0,1	0,4	33,1	35,6	-2,4
2003 1° trim.	7,0	-3,6	10,6	2,0	2,6	83,3	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,0	59,4	9,6
2° trim.	15,0	4,2	10,7	4,6	2,0	61,6	0,0	2,6	0,2	4,5	57,0	50,4	6,6
3° trim.	14,3	5,2	9,1	-4,2	1,5	57,4	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,8	50,1	4,7
4° trim.	22,3	7,1	15,2	4,3	1,4	34,9	-10,6	-8,8	0,5	3,9	41,1	36,9	4,2
2004 1° trim.	22,8	2,7	20,0	4,2	3,2	77,5	9,6	10,6	0,0	0,8	67,2	55,7	11,4
	Variazioni percentuali												
2002 4° trim.	5,0	3,2	6,7	18,2	9,0	5,8	-13,1	-11,6	0,4	0,3	6,5	6,7	5,3
2003 1° trim.	3,0	0,0	5,8	19,5	6,3	5,9	7,5	8,5	0,2	-0,2	6,3	6,8	4,0
2° trim.	3,4	-0,1	6,5	23,0	6,0	6,0	1,3	5,3	0,9	1,8	6,4	6,8	4,0
3° trim.	4,8	0,4	8,2	18,2	4,8	6,4	7,2	10,2	7,7	3,2	6,5	7,0	3,6
4° trim.	5,7	2,8	8,1	11,8	6,9	6,7	13,9	14,1	11,1	6,7	6,6	6,9	5,0
2004 1° trim.	7,6	4,6	9,9	14,7	7,3	6,5	1,5	9,3	11,4	9,0	6,4	6,7	5,2

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	341,7	1.122,3	-783,9	2,9	0,4	1.734,1	-3,0	396,0	396,8	383,6	316,3	193,9	50,5
1997	354,1	1.139,3	-797,1	11,8	0,0	1.912,7	-0,2	391,0	331,6	450,6	486,6	222,2	31,0
1998	415,1	1.203,6	-823,6	35,0	0,2	2.395,3	11,0	419,7	355,4	523,3	844,8	215,4	25,7
1999	451,7	1.292,4	-863,7	22,8	0,2	3.056,9	1,3	557,6	429,1	881,7	903,3	261,5	22,5
2000	490,7	1.391,2	-913,1	29,3	-16,7	2.796,3	1,3	349,6	260,8	808,6	1.126,5	252,6	-3,0
2001	467,6	1.443,7	-973,6	-4,5	1,9	2.581,5	-0,5	577,4	432,2	726,9	634,2	249,2	-38,1
2002	406,5	1.430,5	-1.021,0	-4,3	1,4	2.268,0	0,9	624,5	250,8	615,7	504,1	222,8	49,2

	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	1.665,1	473,5	384,2	334,8	276,0	196,6
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.811,1	509,7	318,1	379,1	374,2	230,0
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.323,9	648,5	323,1	482,2	649,4	220,7
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.010,6	933,2	503,8	755,9	555,7	262,1
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.772,1	538,6	414,6	843,1	722,3	253,4
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.563,7	673,8	490,3	598,3	549,6	251,8
2002	464,5	1.474,0	-1.021,0	11,5	2.210,0	566,5	440,1	568,9	397,7	236,8

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			Totale					Totale		Totale			
		Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso		Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari [2]	Prestiti	Azioni e partecipazioni		Risparmio lordo		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	258,3	54,5	-14,7	54,8	88,1	119,5	514,5	270,2	7,8	143,3	111,2
1997	150,4	592,0	-453,3	241,9	25,3	-12,3	46,4	96,2	105,2	521,5	287,2	12,1	153,6	111,8
1998	193,8	635,2	-470,6	425,2	42,7	-12,0	96,3	205,1	147,8	569,2	471,2	22,8	252,9	184,5
1999	212,0	684,5	-490,9	604,8	27,4	91,3	169,1	298,3	107,7	548,7	709,2	47,3	423,2	222,1
2000	309,7	750,3	-522,9	825,7	71,9	83,8	193,0	453,4	84,4	560,4	1.051,0	58,8	558,2	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	624,9	101,7	34,8	141,3	254,6	88,2	583,5	756,0	99,7	325,6	319,2
2002	172,9	758,3	-579,3	506,3	22,5	-32,9	165,3	281,5	115,3	634,3	563,9	20,7	321,1	206,9

3. Famiglie [5]

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta [4]		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale			Totale					Totale		Totale			
		Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso		Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari [2]	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione		Risparmio lordo		Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo [6]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	170,0	384,6	-216,8	436,5	144,5	24,5	91,7	189,3	445,2	646,9	161,3	160,0	3.788,1	17,1
1997	168,3	377,5	-211,7	424,4	70,0	-20,0	192,2	216,0	424,2	617,3	168,4	167,0	3.816,2	16,2
1998	180,2	389,7	-216,4	440,6	96,3	-120,4	286,5	210,6	408,1	594,6	212,6	211,2	3.923,5	15,2
1999	191,4	418,5	-231,5	470,4	118,6	-24,0	193,4	247,4	392,9	582,0	268,9	267,4	4.086,5	14,2
2000	198,6	440,9	-241,7	420,4	65,5	35,2	120,7	246,5	396,1	598,3	222,9	221,2	4.276,1	14,0
2001	188,3	453,9	-264,1	405,1	174,7	90,7	59,1	229,3	425,3	653,0	168,2	166,3	4.571,6	14,3
2002	182,1	462,2	-282,0	459,1	221,1	48,2	-5,0	210,7	434,7	681,2	206,5	204,3	4.712,5	14,5

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.

4

MERCATI FINANZIARI

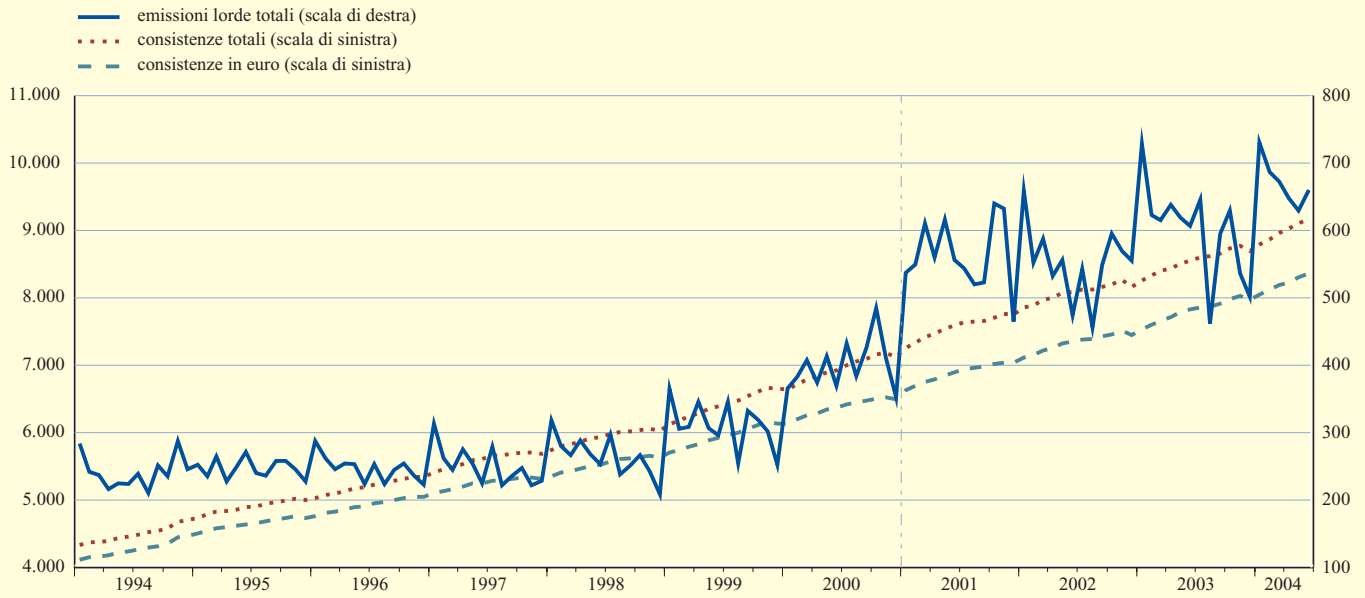
4.1 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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							
					Totale				Di cui in euro			
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Conzistenze (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 giu.	8.986,5	636,6	556,3	80,3	8.553,0	606,2	566,1	40,1	91,5	93,7	93,9	36,3
lug.	9.020,0	649,0	615,9	33,1	8.601,6	645,3	601,4	44,0	91,4	93,1	94,3	33,6
ago.	9.025,3	470,3	465,5	4,8	8.614,7	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
set.	9.115,4	615,6	524,5	91,1	8.659,4	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
ott.	9.173,0	635,5	578,8	56,7	8.733,3	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
nov.	9.240,5	556,0	491,2	64,8	8.771,5	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
dic.	9.204,5	519,4	551,8	-32,4	8.696,3	501,4	555,4	-54,0	91,6	93,7	94,6	-55,3
2004 gen.	9.277,2	738,7	663,8	74,9	8.789,3	730,8	643,2	87,6	91,5	94,3	94,7	79,4
feb.	9.354,2	699,3	622,6	76,7	8.866,4	686,4	605,5	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
mar.	9.471,3	717,1	599,7	117,3	8.960,6	672,1	587,7	84,3	91,3	92,7	95,3	63,5
apr.	9.496,1	647,8	624,8	22,9	9.027,2	647,8	587,4	60,3	91,2	93,2	95,0	45,7
mag.	9.595,1	647,4	548,6	98,8	9.109,1	629,2	542,5	86,7	91,2	93,9	94,9	75,9
giu.	9.699,3	705,7	600,5	105,2	9.172,5	659,7	596,4	63,3	91,2	94,2	94,7	56,4
	A lungo termine											
2003 giu.	8.103,5	185,3	115,4	70,0	7.672,5	170,8	110,7	60,1	91,6	91,0	91,7	53,9
lug.	8.156,2	198,0	145,9	52,1	7.721,6	185,2	140,3	44,9	91,4	88,1	94,9	30,0
ago.	8.168,5	86,4	75,8	10,7	7.748,0	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
set.	8.245,0	179,8	102,5	77,3	7.799,9	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
ott.	8.299,9	179,2	125,5	53,7	7.852,6	168,3	120,4	47,8	91,4	91,7	94,0	41,1
nov.	8.351,3	143,4	93,3	50,1	7.888,9	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
dic.	8.345,2	118,2	119,4	-1,2	7.864,6	111,0	113,5	-2,5	91,6	90,3	93,0	-5,3
2004 gen.	8.404,6	196,0	136,0	60,0	7.913,9	178,4	137,5	40,8	91,6	93,0	90,8	40,9
feb.	8.491,0	194,3	109,0	85,3	7.997,5	183,5	98,7	84,9	91,7	92,2	88,0	82,5
mar.	8.561,6	213,4	142,1	71,3	8.071,8	189,4	123,8	65,6	91,4	86,8	93,7	48,3
apr.	8.601,7	162,7	124,3	38,4	8.121,5	154,7	110,7	44,1	91,3	88,4	94,7	32,0
mag.	8.703,1	174,1	72,1	102,0	8.205,2	156,2	67,8	88,5	91,3	89,2	90,8	77,9
giu.	8.783,7	200,3	120,1	80,2	8.269,3	177,9	112,5	65,4	91,3	92,5	92,3	60,8

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

(miliardi di euro)



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

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

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

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

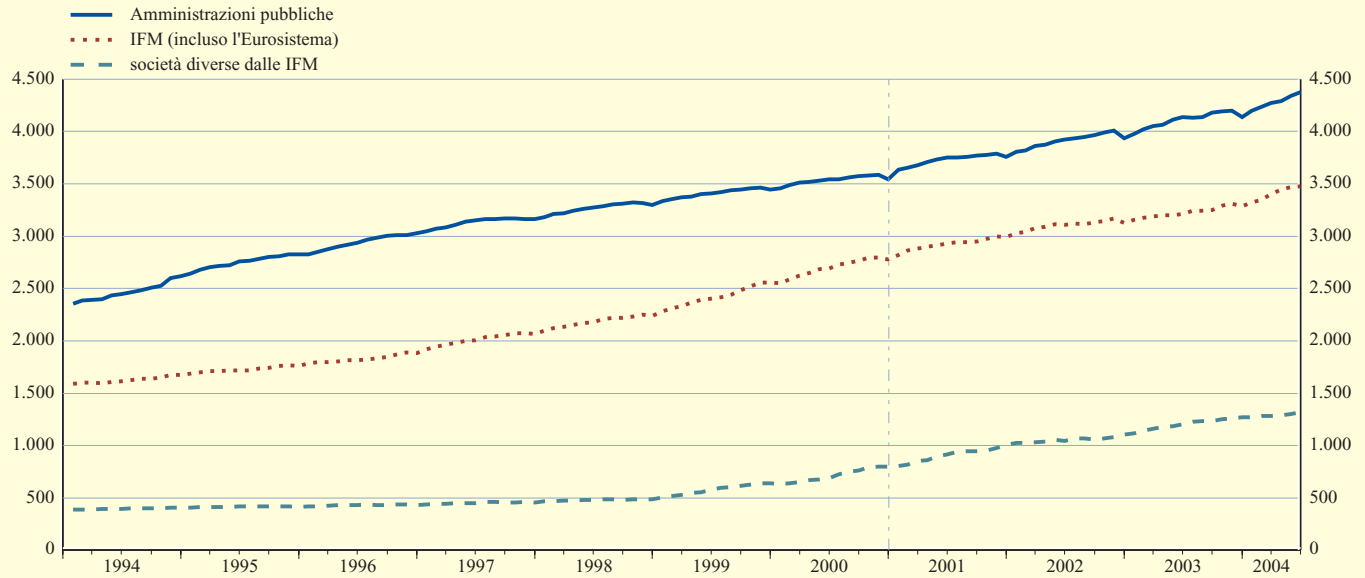
1. Consistenze

(dati di fine periodo)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini-strazioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini-strazioni centrali	Altre ammini-strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2003 giu.	8.553,0	3.213,4	618,3	586,6	3.931,7	203,0	91,5	85,8	85,6	88,2	97,3	95,7
lug.	8.601,6	3.241,6	637,5	589,2	3.928,9	204,5	91,4	85,7	85,4	88,1	97,3	95,5
ago.	8.614,7	3.241,9	641,7	592,5	3.934,4	204,3	91,3	85,6	85,2	87,9	97,2	95,4
set.	8.659,4	3.247,9	649,9	583,9	3.968,7	209,0	91,4	85,5	86,2	88,1	97,4	95,5
ott.	8.733,3	3.289,5	661,2	589,5	3.980,5	212,6	91,3	85,3	86,5	87,9	97,4	95,5
nov.	8.771,5	3.311,6	669,0	590,7	3.983,1	217,1	91,5	85,5	86,9	88,2	97,5	95,6
dic.	8.696,3	3.287,5	683,4	589,4	3.917,9	218,1	91,6	85,5	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 gen.	8.789,3	3.320,0	684,6	588,7	3.974,2	221,8	91,5	85,4	87,7	87,9	97,6	95,5
feb.	8.866,4	3.347,7	693,2	592,0	4.005,6	227,9	91,6	85,6	88,0	87,9	97,6	95,6
mar.	8.960,6	3.404,1	695,4	589,6	4.040,8	230,8	91,3	85,2	87,8	87,7	97,4	95,5
apr.	9.027,2	3.444,4	700,2	591,6	4.059,0	232,0	91,2	84,9	87,9	87,5	97,4	95,4
mag.	9.109,1	3.470,6	699,9	599,4	4.105,7	233,6	91,2	84,8	88,2	87,6	97,5	95,6
giu.	9.172,5	3.477,3	719,4	602,7	4.135,1	238,1	91,2	84,7	88,5	87,4	97,4	95,6
	A lungo termine											
2003 giu.	7.672,5	2.833,7	609,6	485,5	3.544,7	199,0	91,6	86,4	85,4	86,8	97,2	95,9
lug.	7.721,6	2.864,2	628,7	487,8	3.540,7	200,0	91,4	86,2	85,2	86,6	97,2	95,7
ago.	7.748,0	2.879,8	633,0	490,8	3.543,9	200,4	91,2	85,9	85,0	86,4	97,1	95,5
set.	7.799,9	2.891,2	641,8	486,2	3.575,2	205,5	91,4	85,9	86,1	86,8	97,2	95,7
ott.	7.852,6	2.923,7	653,1	489,5	3.577,0	209,2	91,4	85,7	86,4	86,6	97,3	95,6
nov.	7.888,9	2.938,1	660,7	493,4	3.583,0	213,7	91,5	85,8	86,8	87,0	97,4	95,8
dic.	7.864,6	2.927,4	674,5	497,1	3.551,0	214,6	91,6	86,0	87,6	87,2	97,5	95,5
2004 gen.	7.913,9	2.942,3	676,0	492,4	3.585,5	217,7	91,6	85,9	87,5	86,7	97,5	95,6
feb.	7.997,5	2.977,8	685,1	495,3	3.615,9	223,5	91,7	86,1	87,9	86,7	97,5	95,7
mar.	8.071,8	3.029,9	687,6	489,2	3.638,2	226,8	91,4	85,7	87,7	86,2	97,3	95,7
apr.	8.121,5	3.060,8	692,0	484,7	3.656,5	227,5	91,3	85,4	87,8	85,9	97,3	95,6
mag.	8.205,2	3.092,7	691,7	491,7	3.700,4	228,8	91,3	85,2	88,0	86,0	97,4	95,7
giu.	8.269,3	3.094,1	711,3	497,1	3.733,6	233,2	91,3	85,3	88,4	85,8	97,3	95,8

F14 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)

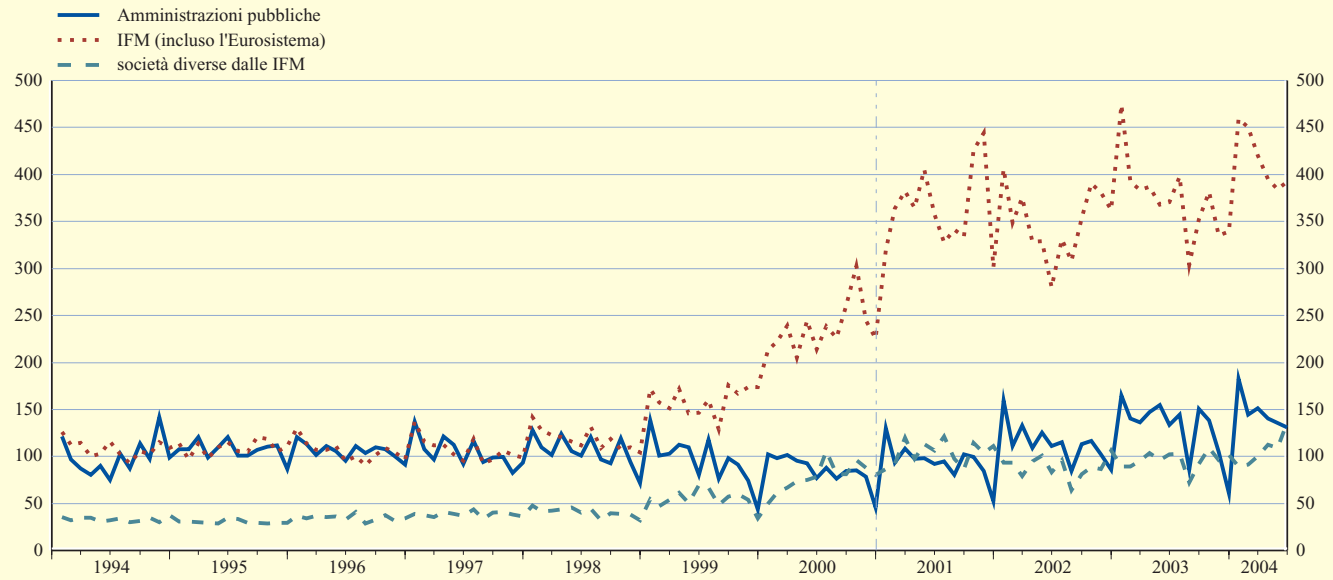
2. Emissioni lorde

(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 giu.	606,2	370,2	23,5	79,2	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
lug.	645,3	397,7	26,5	76,7	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
ago.	461,6	303,6	8,7	63,6	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
set.	594,9	352,0	22,0	70,3	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
ott.	629,7	381,6	21,4	87,9	130,7	8,0	93,7	91,5	95,8	96,3	98,1	94,0
nov.	536,4	335,2	20,2	75,7	97,4	7,8	93,2	92,0	86,7	95,9	96,2	98,2
dic.	501,4	339,0	28,2	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 gen.	730,8	458,7	8,5	80,8	173,6	9,2	94,3	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
feb.	686,4	450,3	18,3	73,2	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
mar.	672,1	420,4	10,9	89,5	143,2	8,0	92,7	90,9	89,5	97,1	95,5	94,1
apr.	647,8	394,7	19,0	93,8	134,9	5,3	93,2	90,9	92,5	96,8	97,6	97,2
mag.	629,2	384,3	9,0	100,3	130,5	5,2	93,9	91,8	88,1	97,1	98,0	97,9
giu.	659,7	392,5	32,6	103,8	122,4	8,4	94,2	92,6	95,9	95,7	97,6	95,0
	A lungo termine											
2003 giu.	170,8	68,9	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	98,8	97,5	95,2
lug.	185,2	74,6	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	80,1	97,0	87,5
ago.	79,0	44,8	6,1	3,4	23,0	1,6	88,0	82,4	88,4	98,7	97,2	91,3
set.	173,4	65,0	18,9	3,6	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	96,6	99,0	98,8
ott.	168,3	75,7	17,5	10,7	58,9	5,5	91,7	84,4	96,1	89,4	100,0	94,5
nov.	136,5	62,4	16,6	10,7	40,9	5,8	89,6	86,9	85,2	91,2	93,5	99,6
dic.	111,0	61,9	24,9	9,6	11,4	3,2	90,3	88,3	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 gen.	178,4	72,6	5,0	7,4	86,9	6,3	93,0	87,8	88,7	80,7	98,2	99,4
feb.	183,5	86,1	15,0	6,2	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	88,5	98,2	99,0
mar.	189,4	98,8	8,1	5,0	72,0	5,6	86,8	79,6	88,2	92,3	95,4	95,7
apr.	154,7	69,7	15,0	4,6	63,0	2,5	88,4	79,4	93,4	77,4	97,5	100,0
mag.	156,2	67,9	6,6	9,4	69,7	2,7	89,2	79,8	86,1	85,3	98,8	99,6
giu.	177,9	65,0	29,9	13,8	63,7	5,5	92,5	88,1	95,8	81,3	97,4	99,1

F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



Fonte: BCE.

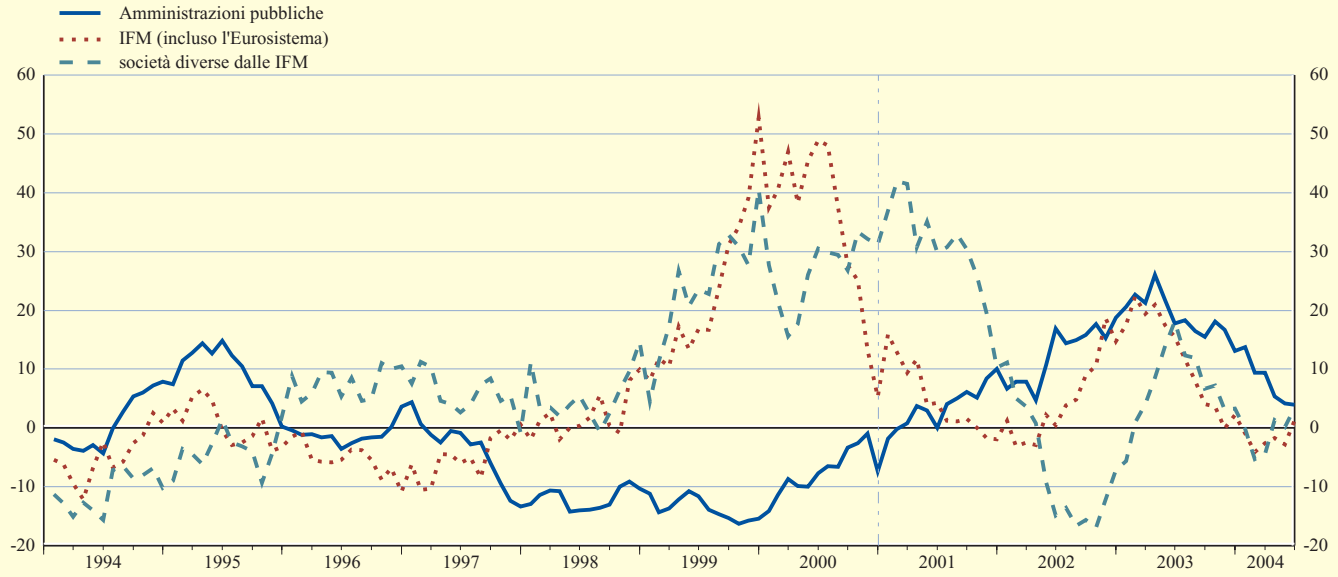
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	Totale									A breve termine				
	Totale		IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM	
	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni 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 giu.	6,9	111,9	4,4	18,9	27,3	11,1	5,7	4,7	28,3	16,8	128,1	15,5	18,1	29,0
lug.	7,0	112,5	4,9	18,9	28,4	10,1	5,5	4,7	21,9	14,6	127,9	11,7	12,3	22,9
ago.	6,8	112,5	4,7	19,2	28,1	10,8	5,1	4,4	21,0	12,2	126,3	8,0	11,9	18,6
set.	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,8	5,7	4,9	23,2	9,4	125,3	4,1	6,7	17,0
ott.	7,2	114,2	5,5	19,2	29,0	9,8	5,4	4,6	21,4	10,3	128,3	3,6	7,2	13,9
nov.	7,0	114,8	5,3	18,7	27,8	9,7	5,2	4,4	23,0	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,8
dic.	7,3	114,1	6,2	17,0	23,5	10,2	5,5	4,7	22,2	6,9	120,8	2,2	3,3	20,8
2004 gen.	7,1	115,2	5,9	15,2	23,1	7,1	5,7	4,9	21,8	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,8
feb.	7,0	116,3	6,2	14,0	21,7	6,1	5,6	4,9	21,0	1,4	127,0	-4,1	-5,4	-8,1
mar.	7,1	117,4	7,4	11,8	19,7	3,7	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,1
apr.	7,1	118,2	7,9	10,4	17,5	2,9	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,3	-5,9
mag.	7,1	119,3	8,3	9,6	16,4	2,6	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,1	-3,6
giu.	7,4	120,2	8,3	10,1	16,7	3,1	5,8	5,2	17,3	2,7	131,6	1,3	3,4	-7,2
	Euro													
2003 giu.	6,6	111,4	3,1	22,3	33,7	12,5	5,4	4,5	27,0	18,1	130,4	18,5	17,6	29,2
lug.	6,7	111,9	3,8	22,1	34,5	11,3	5,2	4,5	20,4	16,7	131,0	15,9	12,2	22,9
ago.	6,5	111,9	3,7	22,5	34,4	12,0	4,9	4,2	19,5	14,8	130,5	13,5	11,2	18,6
set.	6,6	112,7	3,3	21,7	35,3	9,7	5,5	4,8	21,7	11,5	128,7	8,5	5,9	16,9
ott.	6,9	113,6	4,2	22,7	36,3	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,5	7,7	6,8	14,3
nov.	6,8	114,2	4,2	21,8	34,1	10,5	5,1	4,3	22,3	9,3	132,2	3,1	2,3	9,6
dic.	7,0	113,4	5,0	19,3	27,7	10,9	5,5	4,7	21,2	8,9	124,0	5,6	2,9	19,1
2004 gen.	6,9	114,6	4,9	17,1	27,1	7,2	5,7	5,0	21,1	6,0	130,3	-0,5	-0,9	16,5
feb.	6,9	115,7	5,4	16,0	26,1	6,1	5,8	5,1	20,3	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,6
mar.	6,9	116,6	6,4	13,4	23,9	3,1	5,6	4,9	19,7	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,2
apr.	6,8	117,2	6,6	11,7	21,1	2,3	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	1,2	-8,3
mag.	6,7	118,3	6,8	11,0	20,1	1,9	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	-0,2	-4,4
giu.	6,9	119,1	6,8	11,2	20,4	1,9	5,8	5,3	17,1	2,2	133,3	-0,1	3,6	-7,3

F16 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

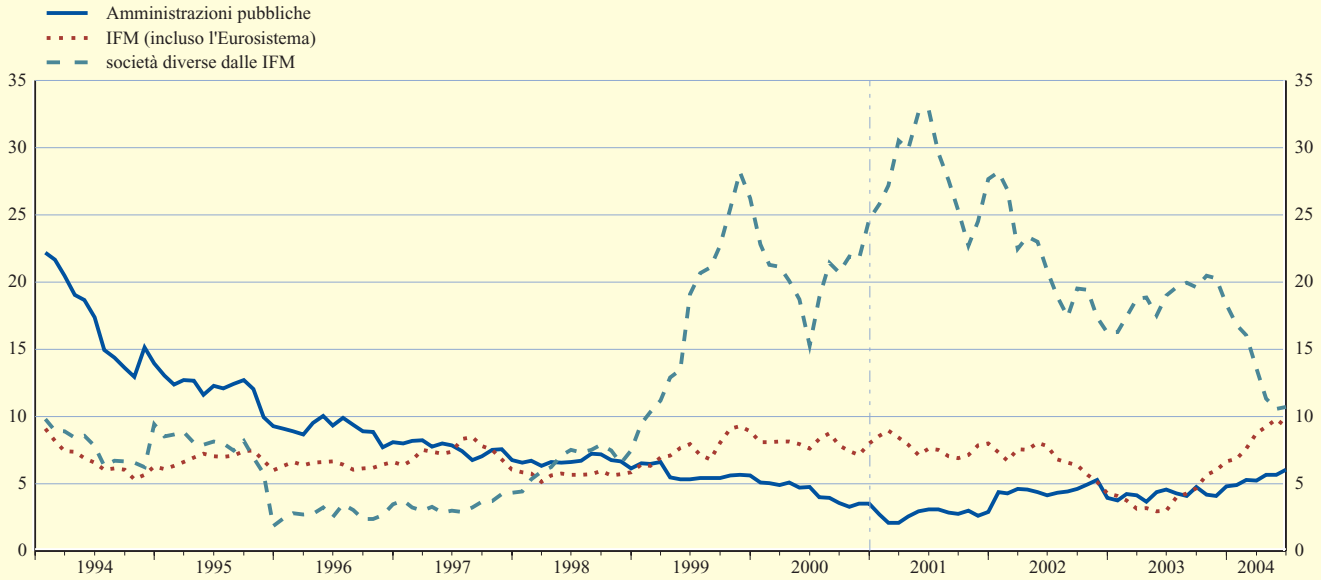
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(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													
17,2	17,8	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	19,0	27,2	9,9	4,6	3,5	28,5	2003 giu.
11,5	18,3	18,3	18,9	6,2	110,9	4,0	19,6	28,5	9,8	4,3	3,4	22,0	lug.
11,3	16,5	16,7	2,5	6,2	111,1	4,3	20,0	28,2	10,8	4,1	3,2	21,4	ago.
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	19,6	28,8	9,4	4,7	3,8	23,4	set.
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,5	29,2	10,5	4,2	3,3	21,9	ott.
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,4	6,0	20,3	28,1	11,3	4,1	3,2	23,5	nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,4	6,7	18,3	23,6	11,9	4,8	3,9	22,8	dic.
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	16,8	23,2	9,0	4,9	4,0	21,6	2004 gen.
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,6	115,2	7,6	16,1	22,1	8,6	5,3	4,4	21,0	feb.
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,7	116,2	8,8	13,6	20,3	5,4	5,2	4,4	20,8	mar.
2,0	5,4	5,2	21,7	7,8	116,8	9,2	11,3	17,9	3,1	5,7	5,0	18,6	apr.
0,4	4,2	4,1	17,4	7,9	118,1	9,8	10,6	16,7	3,0	5,6	5,0	17,6	mag.
4,3	3,9	3,8	22,2	7,9	119,0	9,3	10,7	17,0	2,8	6,0	5,4	17,2	giu.
Euro													
16,6	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	22,9	33,7	11,6	4,3	3,3	27,3	2003 giu.
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,1	2,4	23,3	34,8	11,3	4,0	3,2	20,5	lug.
10,5	16,8	17,0	1,1	5,6	110,2	2,5	23,8	34,7	12,3	3,7	3,0	19,9	ago.
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	23,6	35,6	10,8	4,5	3,7	21,9	set.
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	111,8	3,7	24,6	36,6	11,6	4,0	3,2	21,2	ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,2	34,6	12,6	4,0	3,1	22,9	nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,9	21,1	27,8	13,0	4,7	3,9	21,7	dic.
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,2	27,3	9,5	4,9	4,1	20,8	2004 gen.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,3	6,5	18,7	26,8	8,9	5,4	4,6	20,3	feb.
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,4	115,1	7,5	15,6	24,6	4,8	5,3	4,5	20,0	mar.
2,0	5,1	5,0	17,5	7,4	115,6	7,9	13,0	21,6	2,3	5,6	5,0	18,2	apr.
0,2	4,1	4,0	19,9	7,4	116,8	8,1	12,3	20,6	2,3	5,7	5,0	17,4	mag.
4,5	3,7	3,6	18,8	7,5	117,8	7,7	12,1	20,8	1,3	6,1	5,5	17,1	giu.

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

(variazioni percentuali)



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)

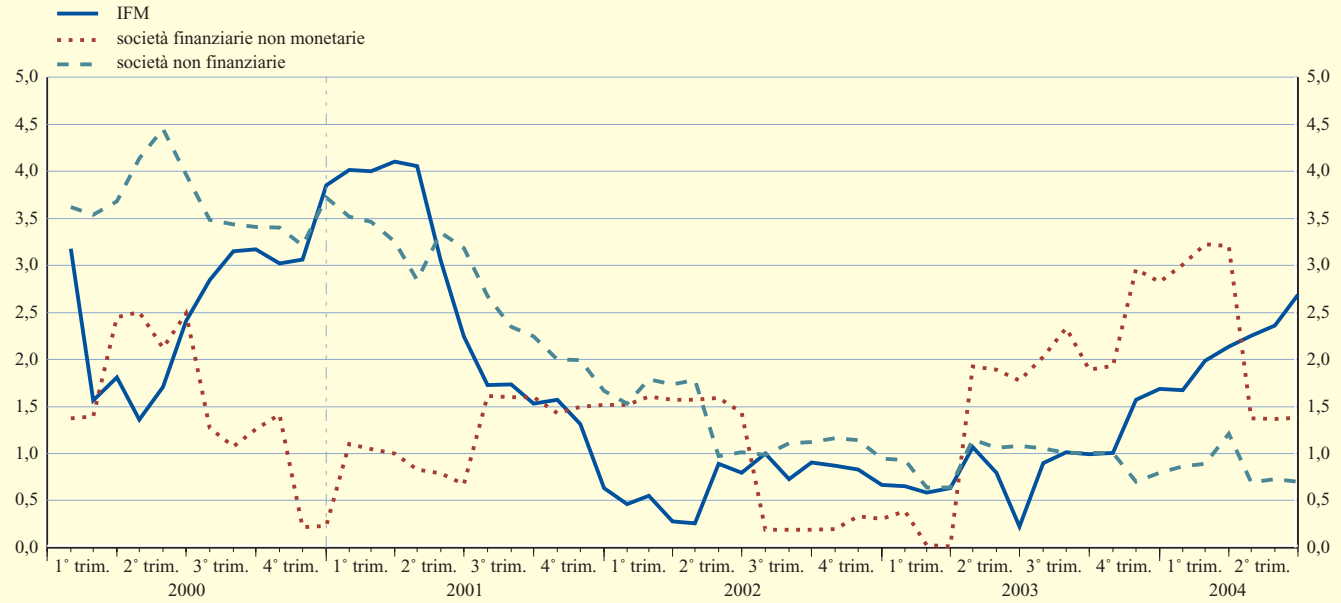
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 giu.	4.119,4	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,4	3.041,2	1,0
lug.	3.710,9	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.800,7	1,0
ago.	3.521,3	100,6	1,0	521,7	0,7	371,1	0,2	2.628,6	1,1
set.	2.982,8	100,6	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.293,9	1,1
ott.	3.252,7	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.484,5	1,2
nov.	3.436,6	100,8	1,0	487,4	0,8	345,9	0,3	2.603,3	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	0,6	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	1,1
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	101,7	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	101,8	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
dic.	3.647,3	102,0	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,2	0,8
2004 gen.	3.788,5	102,0	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,0	0,9
feb.	3.851,9	102,1	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,7	0,9
mar.	3.766,4	102,4	1,5	571,9	2,1	355,0	3,2	2.839,5	1,2
apr.	3.748,3	102,5	1,0	579,4	2,3	361,1	1,4	2.807,9	0,7
mag.	3.687,7	102,5	1,0	568,1	2,4	350,6	1,4	2.769,1	0,7
giu.	3.770,8	102,6	1,1	583,5	2,7	358,0	1,4	2.829,3	0,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

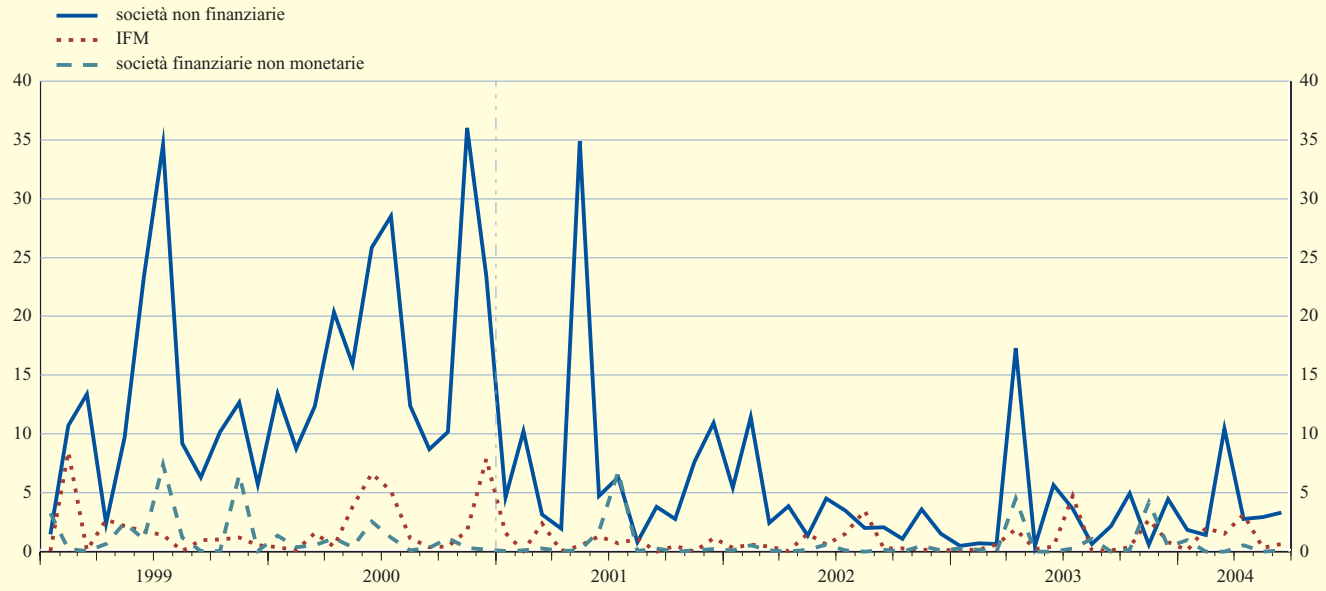
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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 giu.	5,7	0,7	5,0	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	4,5	0,6	3,9
lug.	5,1	1,2	3,9	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,2	3,3
ago.	5,5	5,2	0,3	3,5	4,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
set.	2,5	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,8
ott.	1,3	0,1	1,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,1	1,0
nov.	4,3	0,7	3,6	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,6	0,3	3,3
dic.	1,7	0,5	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	1,1
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	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
mar.	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
apr.	23,7	4,8	18,9	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,6	12,7
mag.	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
giu.	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
lug.	8,6	1,9	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,7	1,9
ago.	1,8	1,2	0,6	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,1	-0,4
set.	2,3	1,8	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,4	1,8
ott.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
dic.	5,7	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,6	3,8
2004 gen.	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
feb.	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
mar.	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
apr.	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
mag.	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
giu.	4,1	1,9	2,2	0,7	1,6	-0,9	0,1	0,1	0,1	3,3	0,2	3,1

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 lug.	0,68	1,91	2,10	2,32	2,14	2,93	0,88	2,02	2,14	2,80	2,03
ago.	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,98
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	3,89	1,99
nov.	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,36	2,70	1,97
dic.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 gen.	0,69	1,91	2,37	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,07	3,12	1,95
feb.	0,69	1,88	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,21	3,59	1,98
mar.	0,70	1,92	2,15	2,34	2,00	2,59	0,86	1,96	2,11	3,35	1,98
apr.	0,70	1,92	2,14	2,44	2,02	2,57	0,85	1,97	2,00	3,50	1,95
mag.	0,70	1,85	2,16	2,41	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,75	1,95
giu.	0,70	1,88	2,23	2,39	2,00	2,55	0,87	1,99	2,27	3,79	1,98

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 e fino a 10 anni	oltre 10 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	8	9	10	11	12	13
2003 lug.	9,75	7,24	7,04	8,20	7,92	3,68	3,92	4,64	4,68	4,33	4,10	4,95	4,98
ago.	9,73	7,70	6,84	8,27	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
set.	9,74	7,44	6,89	8,04	8,02	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
ott.	9,71	7,20	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	7,57	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	4,17	5,02	4,95	4,45	3,85	5,00	5,08
2004 gen.	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,63	4,28	5,02	4,92	4,48	4,06	5,12	5,16
feb.	9,81	7,43	6,91	8,44	8,16	3,55	4,21	4,97	4,84	4,34	4,10	5,07	5,05
mar.	9,71	7,34	6,80	8,28	8,01	3,47	4,12	4,86	4,78	4,28	3,94	5,06	4,97
apr.	9,73	7,31	6,60	8,22	7,82	3,42	4,03	4,78	4,68	4,27	3,87	4,89	4,92
mag.	9,68	7,30	6,69	8,17	7,92	3,40	4,03	4,75	4,61	4,20	4,11	4,81	4,94
giu.	9,56	7,18	6,70	8,30	7,98	3,42	4,11	4,81	4,69	4,20	3,93	4,94	5,01

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 lug.	5,56	4,16	4,58	4,73	3,08	3,15	4,01
ago.	5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,35	4,36
set.	5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,29
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	4,23
dic.	5,58	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 gen.	5,67	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
feb.	5,63	4,02	4,94	4,78	2,97	3,19	4,30
mar.	5,56	3,94	4,79	4,77	2,91	3,25	4,41
apr.	5,51	3,87	4,71	4,64	2,96	3,28	4,41
mag.	5,46	3,98	4,58	4,57	2,95	3,30	4,24
giu.	5,46	3,96	4,76	4,71	3,02	3,25	4,08

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)

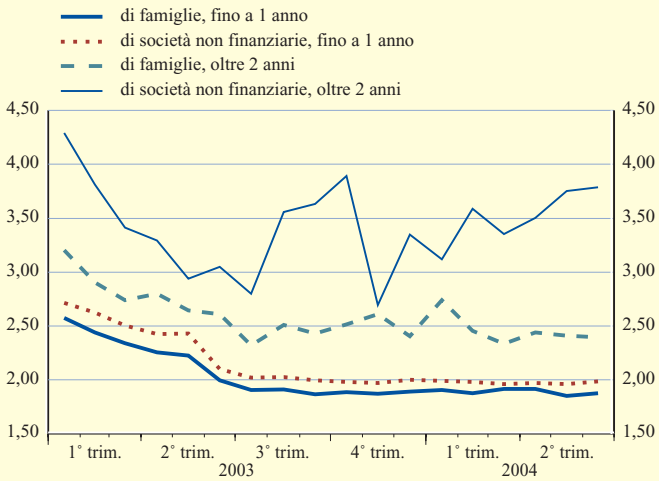
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [1]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [1) 2)]		A vista [1]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 lug.	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
ago.	0,68	2,04	3,43	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	3,54	2,02	2,68	0,86	2,14	4,25	1,98
2004 gen.	0,69	1,94	3,36	2,03	2,65	0,93	2,09	4,27	1,95
feb.	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,09	4,22	1,97
mar.	0,70	1,92	3,32	2,00	2,59	0,86	2,08	4,17	1,93
apr.	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,09	4,16	1,92
mag.	0,70	1,89	3,28	2,00	2,55	0,86	2,07	4,15	1,93
giu.	0,70	1,89	3,27	2,00	2,55	0,87	2,09	4,11	1,94

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 lug.	5,18	5,07	5,31	8,33	7,28	5,96	4,61	4,32	4,81
ago.	5,07	4,99	5,25	8,28	7,23	6,07	4,54	4,21	4,74
set.	5,00	4,95	5,24	8,30	7,27	6,00	4,55	4,20	4,75
ott.	5,00	4,92	5,20	8,13	7,13	5,84	4,56	4,12	4,71
nov.	4,97	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,52	4,18	4,67
dic.	5,09	4,88	5,14	8,04	7,05	6,00	4,56	4,23	4,67
2004 gen.	5,05	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,58	4,07	4,56
feb.	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
mar.	4,98	4,82	5,03	8,05	7,17	5,89	4,56	3,96	4,61
apr.	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
mag.	4,89	4,72	4,99	7,99	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
giu.	4,87	4,69	4,97	7,93	6,99	5,80	4,48	3,90	4,53

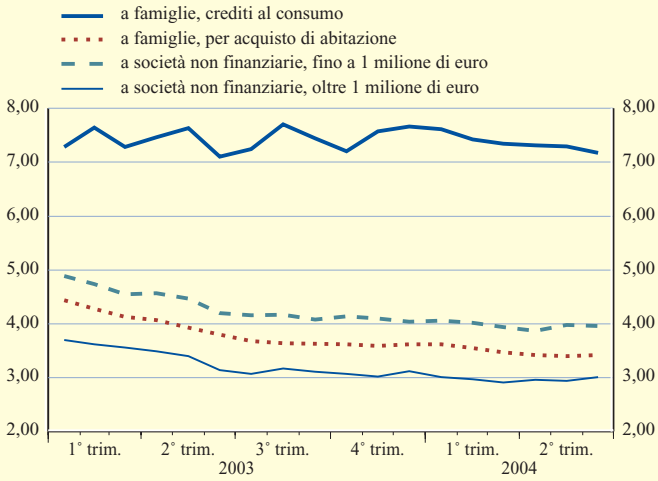
F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F21 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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

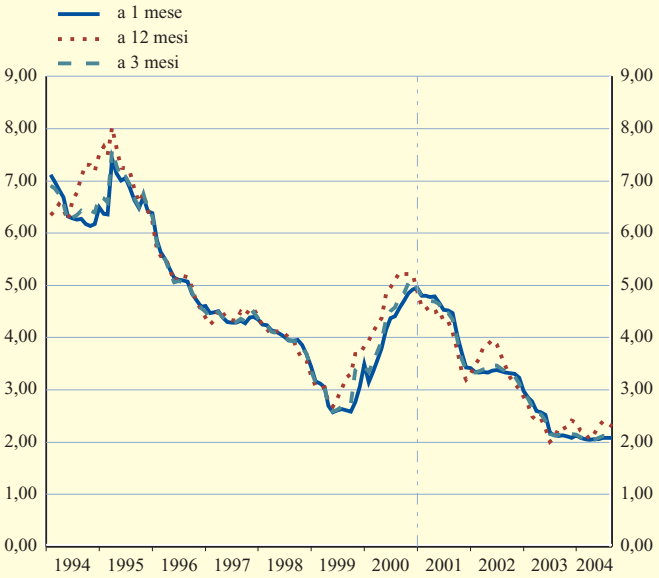


Fonte: BCE.

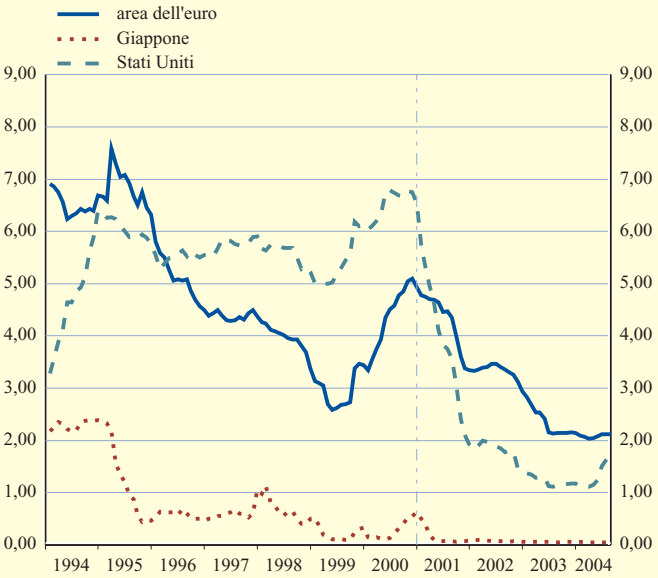
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario
(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro [1]					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	4,08	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 2° trim.	2,44	2,43	2,37	2,29	2,24	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.	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
2° trim.	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
2003 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.	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
apr.	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
mag.	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
giu.	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
lug.	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
ago.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	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.

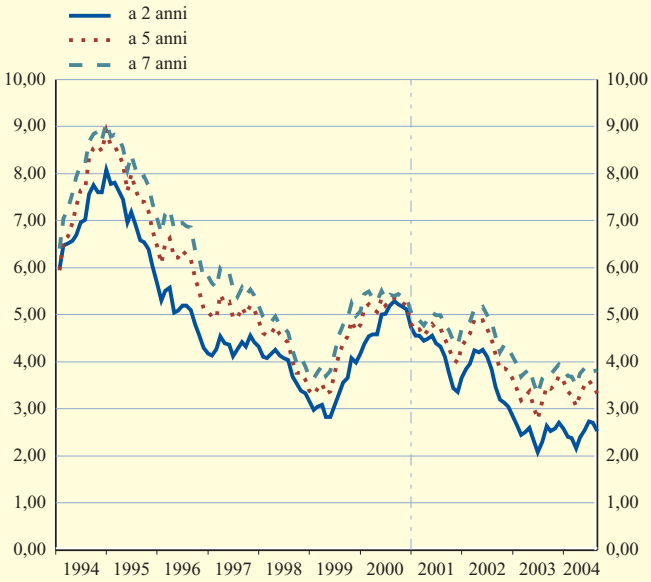
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro [1]					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni	a 3 anni	a 5 anni	a 7 anni	a 10 anni	a 10 anni	a 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2003 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.	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
2° trim.	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
2003 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.	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
apr.	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
mag.	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
giu.	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
lug.	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
ago.	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63

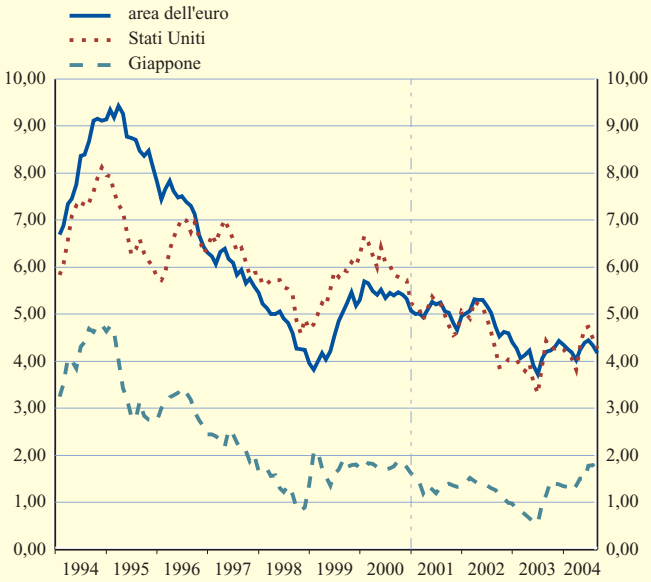
F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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)



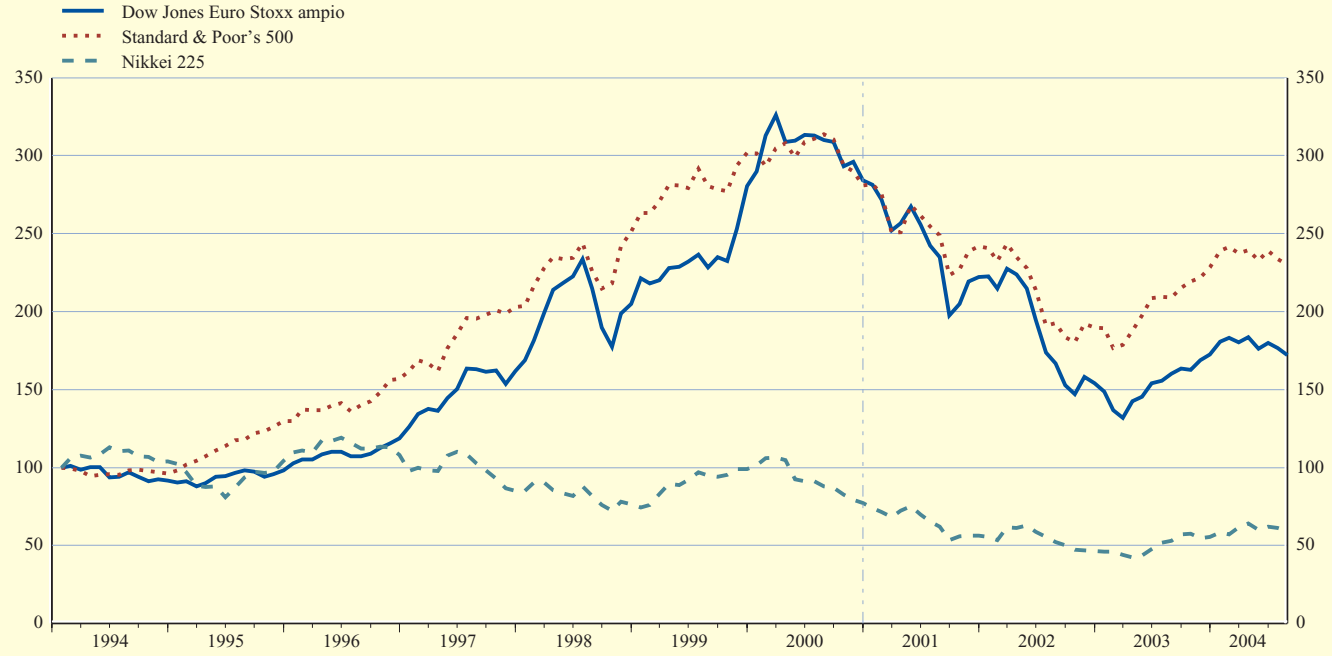
Fonte: BCE.

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											
	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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	336,3	4.049,2	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	3.051,9	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	2.422,5	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 2° trim.	204,3	2.339,9	198,2	126,7	204,2	255,1	189,7	199,2	260,3	208,5	329,9	303,7	937,0	8.295,4
3° trim.	221,7	2.511,5	225,1	144,5	212,8	265,8	209,9	224,9	285,9	216,0	347,4	304,6	1.000,4	10.063,2
4° trim.	232,9	2.613,7	233,5	155,2	219,0	266,7	221,9	240,2	317,4	219,6	360,5	320,0	1.057,0	10.423,3
2004 1° trim.	251,5	2.845,3	244,9	163,8	226,7	279,9	240,3	257,0	352,9	248,6	405,1	366,5	1.132,6	10.995,7
2° trim.	249,8	2.794,5	244,7	164,7	229,4	300,8	234,6	256,1	299,3	262,1	388,2	394,9	1.123,6	11.550,0
2003 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.	250,2	2.825,6	240,0	161,6	228,9	286,2	235,8	253,8	351,0	254,2	398,8	379,0	1.124,0	11.437,8
apr.	254,9	2.860,2	247,6	167,2	231,0	300,0	241,0	262,5	321,0	264,5	401,8	389,3	1.133,4	11.962,8
mag.	244,4	2.728,0	240,2	161,4	225,8	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,7	11.141,0
giu.	249,8	2.792,2	246,1	165,2	231,2	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1.132,9	11.527,7
lug.	245,2	2.730,4	245,5	161,7	224,4	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,9	11.390,8
ago.	238,9	2.646,9	243,7	155,4	215,0	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3

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

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	-	-	-	-	-	-
2003 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	2,5	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	0,6
2004 1° trim.	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
2° trim.	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
2004 mar.	115,0	1,7	1,1	2,5	0,3	1,2	0,0	0,0	1,3	0,2
apr.	115,5	2,0	1,8	2,5	0,3	0,1	-0,2	0,3	1,1	0,2
mag.	115,9	2,5	2,4	2,6	0,3	0,3	0,2	0,0	2,5	0,2
giu.	115,9	2,4	2,2	2,6	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,7	0,3
lug.	115,7	2,3	2,1	2,7	0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,6	0,2
ago. [3)]	.	2,3	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu-nicazione	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
2003 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
2004 1° trim.	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
2° trim.	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
2004 mar.	3,1	4,1	1,7	0,1	0,7	-2,0	2,3	1,9	2,7	-1,3	2,4	4,8
apr.	2,9	3,9	1,6	1,2	1,0	2,0	2,3	1,8	3,0	-1,7	2,2	4,8
mag.	3,1	3,9	1,7	2,1	0,9	6,7	2,3	1,8	2,9	-1,9	2,5	4,8
giu.	2,8	3,8	1,2	2,0	0,9	5,9	2,3	1,8	3,0	-2,0	2,5	5,0
lug.	2,6	3,8	0,7	1,8	0,7	5,9	2,5	1,9	2,9	-2,4	2,6	5,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati antecedenti il 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.

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 al netto dell'energia	
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli						
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	2,5	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	16,4	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,2	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,0	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2003 2° trim.	103,2	1,3	0,9	1,2	0,3	1,0	0,5	1,1	2,7	2,5	0,7	-13,7	-7,9	22,7
3° trim.	103,2	1,1	0,5	0,0	0,3	1,2	0,6	1,3	3,0	1,9	0,4	-6,5	-5,8	25,1
4° trim.	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,5	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 1° trim.	103,9	0,2	0,8	1,0	0,3	1,1	0,4	1,3	-2,6	1,6	0,2	-2,5	9,8	25,0
2° trim.	105,3	2,0	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	.	2,5	28,8	20,9	29,3
2004 mar.	104,4	0,4	1,2	1,5	0,3	1,5	0,5	1,7	-2,8	-	0,5	6,8	17,2	26,7
apr.	104,9	1,4	1,5	2,3	0,5	1,4	0,6	1,6	1,2	-	1,7	23,1	19,7	27,6
mag.	105,5	2,4	1,6	2,9	0,6	1,4	0,6	1,6	5,5	-	2,8	35,9	21,1	30,9
giu.	105,5	2,4	1,9	3,3	0,6	1,6	0,6	1,7	4,4	-	2,8	27,8	21,9	29,3
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	24,9	18,0	30,7
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	25,7	10,9	34,1

3. Costo orario del lavoro [5]

	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	3,2	3,6	2,0	3,0	3,6	3,7	2,2
2001	103,5	3,5	3,7	2,9	3,4	3,9	3,2	2,6
2002	107,3	3,7	3,6	4,1	3,7	3,9	3,5	2,7
2003	110,4	2,8	2,7	3,3	3,0	3,3	2,7	2,4
2003 2° trim.	110,1	3,2	3,0	3,8	3,7	3,6	3,0	2,4
3° trim.	110,7	2,8	2,6	3,3	3,0	3,1	2,8	2,4
4° trim.	111,3	2,3	2,1	2,7	2,2	2,8	2,5	2,2
2004 1° trim.	112,1	2,5	2,6	2,3	2,8	2,9	2,5	2,3
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,2

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 12 e 13), Thomson Financial Datastream (colonna 14), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 5.1.2 e colonna 7 nella tavola 5.1.3) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5.1.3).

1) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
2) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
3) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
4) Nel 2000.
5) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le componenti non sono coerenti con il totale.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

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

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

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]							
2000	100,0	1,4	0,9	0,0	1,8	-0,2	3,9	1,8
2001	102,6	2,6	2,5	2,6	4,2	0,8	3,4	2,8
2002	104,8	2,2	-0,3	0,9	3,1	2,0	3,3	2,4
2003	107,0	2,0	4,5	1,4	3,2	1,7	2,1	2,1
2003 1° trim.	106,3	1,8	2,3	0,6	3,3	1,4	2,6	2,1
2° trim.	107,1	2,5	7,2	2,7	3,5	2,2	2,7	2,0
3° trim.	107,4	2,3	6,8	2,1	3,4	1,3	1,2	2,9
4° trim.	107,2	1,6	1,7	0,5	2,7	2,0	1,9	1,4
2004 1° trim.	107,2	0,9	-6,3	0,1	2,6	0,8	1,4	1,6
	Redditi per occupato							
2000	100,0	2,7	2,2	3,4	2,5	1,8	2,2	2,7
2001	102,8	2,8	1,8	2,7	3,1	2,7	2,4	3,1
2002	105,4	2,5	2,7	2,6	2,9	2,6	2,1	2,7
2003	107,9	2,4	2,5	3,4	3,1	1,8	2,0	2,2
2003 1° trim.	107,1	2,4	2,4	3,5	2,5	2,0	2,2	2,1
2° trim.	107,7	2,5	4,8	3,6	3,6	2,3	2,5	1,8
3° trim.	108,4	2,5	2,4	3,4	3,4	1,3	1,6	3,1
4° trim.	108,5	2,1	0,3	3,2	2,9	1,4	1,8	1,9
2004 1° trim.	109,2	1,9	-3,9	3,4	3,4	0,9	1,3	2,1
	Produttività del lavoro [2]							
2000	100,0	1,3	1,2	3,4	0,7	2,1	-1,6	0,9
2001	100,2	0,2	-0,6	0,2	-1,0	1,9	-0,9	0,3
2002	100,6	0,3	3,1	1,7	-0,2	0,6	-1,2	0,2
2003	100,9	0,3	-1,9	2,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
2003 1° trim.	100,8	0,6	0,1	2,9	-0,8	0,5	-0,4	0,0
2° trim.	100,5	0,0	-2,3	0,8	0,2	0,1	-0,2	-0,2
3° trim.	101,0	0,2	-4,1	1,3	-0,1	0,0	0,4	0,2
4° trim.	101,3	0,5	-1,3	2,7	0,2	-0,6	-0,1	0,5
2004 1° trim.	101,9	1,1	2,5	3,2	0,8	0,2	-0,1	0,5

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	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,1	2,6	2,1	2,3	2,1	2,0	-0,3	-1,6
2003	107,2	2,0	1,8	2,0	2,2	1,2	-0,5	-1,1
2003 1° trim.	106,3	2,0	2,0	2,3	2,1	1,6	0,0	0,1
2° trim.	106,9	2,1	1,7	1,9	2,3	1,2	-0,7	-1,8
3° trim.	107,6	2,1	1,9	1,9	2,7	1,2	-0,8	-1,5
4° trim.	107,9	2,0	1,7	1,9	1,6	1,0	-0,6	-1,4
2004 1° trim.	108,5	2,0	1,5	1,7	1,4	1,4	-0,9	-2,6

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
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2000	6.576,1	6.519,5	3.762,6	1.306,9	1.420,2	29,7	56,6	2.448,9	2.392,2
2001	6.842,6	6.729,1	3.918,6	1.371,3	1.443,7	-4,5	113,4	2.564,6	2.451,2
2002	7.079,0	6.900,1	4.031,3	1.442,6	1.430,5	-4,3	179,0	2.596,4	2.417,4
2003	7.256,9	7.108,5	4.152,1	1.502,7	1.440,1	13,6	148,4	2.584,8	2.436,4
2003 2° trim.	1.803,6	1.769,7	1.033,3	374,2	358,5	3,7	33,9	636,2	602,3
3° trim.	1.822,2	1.777,7	1.040,4	379,9	359,9	-2,6	44,5	649,3	604,8
4° trim.	1.835,3	1.796,0	1.046,9	379,3	363,6	6,2	39,3	654,0	614,7
2004 1° trim.	1.855,6	1.811,0	1.058,3	380,2	366,9	5,6	44,6	661,0	616,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	in percentuale del PIL								
2003	100,0	98,0	57,2	20,7	19,8	0,2	2,0	-	-
	A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2003 2° trim.	-0,1	0,0	0,0	0,5	-0,1	-	-	-0,8	-0,3
3° trim.	0,4	-0,1	0,2	0,7	0,1	-	-	2,3	1,0
4° trim.	0,4	0,8	0,2	0,4	0,8	-	-	0,3	1,4
2004 1° trim.	0,6	0,4	0,6	-0,2	0,2	-	-	1,5	0,9
2° trim.	0,5	.	.	.	.	-	-	.	.
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	5,0	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,8	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,9	0,4	0,5	3,0	-2,8	-	-	1,5	0,3
2003	0,5	1,2	1,0	2,0	-0,6	-	-	0,1	1,9
2003 2° trim.	0,1	1,1	1,0	1,7	-0,2	-	-	-1,2	1,3
3° trim.	0,4	0,8	0,8	1,9	-0,3	-	-	-0,2	1,0
4° trim.	0,7	1,2	0,7	2,2	0,0	-	-	0,3	1,7
2004 1° trim.	1,3	1,1	0,9	1,5	1,0	-	-	3,4	2,9
2° trim.	2,0	.	.	.	.	-	-	.	.
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali								
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	0,4	0,3	0,6	-0,6	0,1	0,5	-	-
2003	0,5	1,1	0,6	0,4	-0,1	0,3	-0,7	-	-
2003 2° trim.	0,1	1,1	0,5	0,4	0,0	0,2	-0,9	-	-
3° trim.	0,4	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,0	-0,4	-	-
4° trim.	0,7	1,2	0,4	0,4	0,0	0,4	-0,5	-	-
2004 1° trim.	1,3	1,1	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	-	-
2° trim.	2,0	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Incluse 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
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.649,6	1.305,0	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,4	1.350,6	1.724,2	1.365,3	222,1	712,9
2002	6.567,4	149,0	1.432,8	362,5	1.386,5	1.803,6	1.433,0	227,6	739,3
2003	6.733,0	152,4	1.440,7	373,9	1.413,6	1.873,1	1.479,4	234,3	758,2
2003 1° trim.	1.665,2	37,5	361,3	91,8	348,2	461,0	365,4	58,0	188,6
2° trim.	1.673,3	37,5	356,0	93,0	352,5	466,4	367,9	58,7	189,0
3° trim.	1.693,2	38,3	360,4	93,8	356,1	471,1	373,5	58,8	187,9
4° trim.	1.701,3	39,1	363,0	95,3	356,8	474,6	372,5	58,7	192,7
2004 1° trim.	1.720,8	38,8	368,0	96,5	359,1	481,3	377,2	58,7	193,5
	in percentuale del valore aggiunto								
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
	A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2003 1° trim.	0,1	-1,1	0,5	-0,4	-0,4	0,2	0,2	-0,2	-0,7
2° trim.	-0,1	-2,1	-1,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,7	0,0
3° trim.	0,5	-1,0	0,7	-0,1	0,7	0,6	0,3	1,0	-0,2
4° trim.	0,3	2,1	0,5	0,2	-0,1	0,1	0,5	-0,5	0,9
2004 1° trim.	0,5	2,7	0,9	0,1	0,4	0,5	0,1	-0,7	0,8
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
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	3,4	2,9	1,7	4,7	0,2
2002	1,0	1,0	0,3	-1,0	1,0	1,1	2,1	-0,1	-0,6
2003	0,6	-3,6	0,0	-0,5	0,6	1,2	1,1	2,0	0,3
2003 1° trim.	0,8	-2,4	1,0	-1,7	0,6	1,2	1,3	1,8	0,3
2° trim.	0,2	-4,4	-1,0	0,0	0,4	0,8	1,0	2,5	0,8
3° trim.	0,5	-5,4	-0,6	-0,3	0,8	1,4	1,0	2,5	0,0
4° trim.	0,8	-2,1	0,7	-0,1	0,5	1,2	1,2	1,0	0,1
2004 1° trim.	1,2	1,8	1,2	0,4	1,3	1,5	1,1	0,5	1,6
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali								
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	0,8	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2003 1° trim.	0,8	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,2	-	-
4° trim.	0,8	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 1° trim.	1,2	0,0	0,3	0,0	0,3	0,4	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	5,5	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,4	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,6	0,3	-2,0	0,8	1,3	0,7	0,3
2002	-0,4	100,0	-0,5	-0,7	0,1	-1,6	-0,4	-5,6	0,6	1,1	0,7	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	-0,1	0,3	-0,1	-0,6	-4,3	0,1	2,9	-0,2	0,0
2003 2° trim.	-0,6	99,6	-0,8	-1,4	-0,8	-1,8	-1,5	-6,2	-0,6	2,0	0,7	-1,3
3° trim.	-0,4	100,2	-0,3	-0,7	-0,6	-1,3	0,1	-3,6	0,7	2,0	0,1	-0,5
4° trim.	0,9	101,2	1,4	1,3	1,7	1,8	-0,1	-1,6	0,1	2,7	0,5	1,4
2004 1° trim.	1,1	101,3	1,1	0,9	1,1	0,5	0,7	1,4	0,5	2,2	1,3	1,0
2° trim.	.	102,2	2,7	2,9	2,5	4,2	1,2	2,9	0,9	2,2	.	3,1
2004 gen.	1,0	101,0	0,6	0,4	1,0	-0,2	-0,1	1,3	-0,4	1,5	2,9	0,4
feb.	1,4	101,4	0,9	1,2	2,2	-0,3	0,4	1,0	0,3	0,4	5,9	1,1
mar.	0,9	101,6	1,7	1,1	0,2	1,7	1,6	1,8	1,6	4,9	-3,4	1,4
apr.	0,6	101,9	1,6	1,6	2,0	2,1	0,5	2,4	0,2	2,0	-6,4	1,7
mag.	2,5	102,5	3,7	3,9	3,0	5,2	2,4	4,7	2,0	3,8	-5,6	4,0
giu.	.	102,1	2,8	3,1	2,6	5,2	0,6	1,6	0,5	0,8	.	3,4
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2004 gen.	-0,1	-	-0,4	-0,5	-0,6	-1,4	-0,1	1,1	-0,3	1,5	-0,3	-0,7
feb.	0,3	-	0,4	0,5	0,5	0,1	0,2	-0,4	0,3	2,4	1,0	0,4
mar.	-0,3	-	0,2	0,0	-1,0	0,9	0,2	-0,1	0,3	0,3	-5,1	0,2
apr.	0,0	-	0,3	0,5	1,3	0,8	-0,1	0,6	-0,2	-1,8	-2,2	0,5
mag.	0,5	-	0,6	0,7	-0,1	1,1	0,3	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,7
giu.	.	-	-0,3	-0,4	0,0	-0,4	-0,6	-1,2	-0,5	-0,8	.	-0,3

4. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti		Prezzi costanti							
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Migliaia [2] (dest.)	Totale
							Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici		
in perc. del totale [1]	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,1	100,0	2,2	1,8	2,1	1,0	4,2	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,6	1,6	1,7	1,6	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	106,0	1,9	101,7	0,1	1,0	-0,5	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	107,7	1,6	102,0	0,3	1,3	-0,6	-3,1	-0,2	912	-1,4
2003 2° trim.	107,6	1,9	102,4	1,2	1,7	-0,1	-1,8	0,2	896	-1,8
3° trim.	107,5	0,9	101,8	-0,4	1,1	-1,8	-5,0	-0,9	928	1,4
4° trim.	107,9	1,1	101,7	-0,3	0,0	-0,5	-3,5	0,0	924	-2,4
2004 1° trim.	108,4	0,6	102,5	0,5	0,0	0,0	-1,8	2,1	912	0,9
2° trim.	108,7	0,9	102,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,6	2,0	929	3,0
2004 gen.	109,1	1,7	103,7	1,2	0,9	0,9	-0,8	3,1	905	1,1
feb.	107,9	-0,2	102,3	-0,1	-1,3	-1,0	-0,8	1,5	919	2,5
mar.	108,1	0,4	101,6	0,5	0,3	-0,1	-3,6	1,6	913	-0,6
apr.	108,9	1,1	103,2	0,3	0,1	0,1	0,2	2,0	930	4,6
mag.	108,1	0,7	100,6	-2,0	-1,5	-2,0	-3,6	0,2	925	4,1
giu.	109,0	1,0	102,7	1,1	0,5	1,4	1,8	3,7	931	0,6

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

(saldi percentuali [1], salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico [2] (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie [3]				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [3] [4] (in perc.)	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	114,2	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,4	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 2° trim.	91,3	-12	-28	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
3° trim.	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
4° trim.	97,7	-7	-22	9	8	81,0	-16	-5	-17	33	-9
2004 1° trim.	98,8	-7	-21	10	11	80,6	-14	-4	-13	30	-9
2° trim.	100,1	-4	-16	8	11	81,0	-15	-3	-15	32	-8
2004 feb.	98,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
mar.	98,8	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-13	30	-9
apr.	100,2	-4	-16	9	12	80,7	-14	-3	-14	31	-7
mag.	100,3	-5	-18	7	11	-	-16	-4	-16	33	-9
giu.	99,7	-4	-15	8	10	-	-14	-3	-14	31	-8
lug.	100,1	-4	-12	7	8	81,3	-14	-4	-14	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	11	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-27	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	11
2003 2° trim.	-21	-27	-14	-12	-14	18	-5	-2	-12	0	6
3° trim.	-21	-28	-15	-10	-15	17	1	5	-1	4	13
4° trim.	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 1° trim.	-20	-29	-10	-8	-12	15	1	11	6	6	20
2° trim.	-17	-24	-9	-8	-10	15	2	11	5	11	17
2004 feb.	-21	-32	-9	-9	-11	14	-1	11	7	6	21
mar.	-19	-27	-10	-8	-12	14	1	11	5	5	22
apr.	-17	-24	-10	-6	-7	15	3	11	6	11	16
mag.	-17	-22	-11	-7	-10	15	3	13	6	12	20
giu.	-16	-25	-6	-10	-14	16	0	10	4	11	15
lug.	-17	-26	-8	-9	-10	15	-2	11	6	12	16

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

1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.

2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media.

3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.

4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.

5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale [2)]	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,428	2,2	2,5	0,6	-1,5	0,6	1,9	3,1	5,9	1,6
2001	133,276	1,4	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,6	1,5	3,9	1,4
2002	133,978	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,187	0,2	0,1	0,2	-1,9	-1,9	-0,2	0,5	1,2	1,1
2003 1° trim.	133,946	0,0	0,1	0,0	-2,8	-1,9	-0,6	-0,2	1,6	1,4
2° trim.	134,096	0,2	0,1	0,3	-2,4	-1,9	0,2	0,4	1,0	1,4
3° trim.	134,151	0,2	0,2	0,4	-1,6	-1,9	-0,2	0,9	1,1	1,0
4° trim.	134,255	0,2	0,2	0,3	-0,8	-2,0	-0,2	1,1	1,1	0,6
2004 1° trim.	134,283	0,2	0,2	-0,1	-1,0	-2,0	0,0	1,1	1,2	0,5
	variazioni sul trimestre precedente (dest.)									
2003 1° trim.	0,031	0,0	0,1	-0,2	-0,8	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3
2° trim.	0,150	0,1	0,1	0,3	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
3° trim.	0,055	0,0	0,0	0,4	0,1	-0,4	-0,4	0,4	0,4	0,0
4° trim.	0,104	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,6	-0,1	0,3	0,7	0,1
2004 1° trim.	0,028	0,0	0,1	-0,5	-0,9	-0,5	0,1	0,2	0,4	0,1

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		78,3		21,7		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,608	8,4	8,881	7,3	2,727	16,7	5,499	7,0	6,109	10,4
2001	11,084	8,0	8,539	7,0	2,546	15,8	5,338	6,7	5,746	9,7
2002	11,806	8,4	9,181	7,4	2,626	16,4	5,841	7,3	5,966	9,9
2003	12,532	8,9	9,798	7,8	2,734	17,2	6,296	7,9	6,236	10,2
2003 2° trim.	12,562	8,9	9,813	7,8	2,749	17,2	6,310	7,9	6,252	10,2
3° trim.	12,571	8,9	9,841	7,8	2,730	17,2	6,318	7,9	6,253	10,2
4° trim.	12,590	8,9	9,873	7,8	2,717	17,2	6,334	7,9	6,256	10,2
2004 1° trim.	12,627	8,9	9,885	7,9	2,741	17,4	6,352	7,9	6,275	10,2
2° trim.	12,712	9,0	9,957	7,9	2,755	17,5	6,396	8,0	6,316	10,2
2004 feb.	12,621	8,9	9,881	7,8	2,740	17,4	6,346	7,9	6,275	10,2
mar.	12,664	8,9	9,911	7,9	2,753	17,4	6,374	8,0	6,290	10,2
apr.	12,706	9,0	9,943	7,9	2,763	17,5	6,395	8,0	6,311	10,2
mag.	12,704	9,0	9,953	7,9	2,751	17,4	6,391	8,0	6,313	10,2
giu.	12,725	9,0	9,975	7,9	2,750	17,4	6,402	8,0	6,323	10,3
lug.	12,739	9,0	9,992	7,9	2,748	17,4	6,412	8,0	6,328	10,3

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 2003.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

6

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2)]
			Imposte dirette			Imposte indirette		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	47,1	46,5	11,5	9,1	2,0	13,4	0,9	17,3	8,4	5,6	2,4	0,6	0,3	42,5
1996	47,9	47,4	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,5	0,3	43,2
1997	48,1	47,5	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,6	0,4	43,6
1998	47,5	47,1	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,4	0,3	43,3
1999	48,0	47,6	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,4	0,3	43,8
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,4	0,3	43,6
2001	47,1	46,7	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,4	0,3	42,8
2002	46,5	46,1	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,4	0,3	42,3
2003	46,6	45,8	11,8	9,3	2,2	13,8	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,8	0,5	42,4

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie [3)]
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,8	26,0	22,8	2,3	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,4
1996	52,2	48,2	11,2	4,8	5,8	26,5	23,2	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,5
1997	50,8	47,1	11,1	4,7	5,2	26,1	23,1	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,6
1998	49,8	45,9	10,7	4,6	4,8	25,8	22,6	2,1	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	45,0
1999	49,3	45,3	10,7	4,7	4,3	25,7	22,5	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,0
2000	48,7	44,7	10,6	4,7	4,1	25,4	22,2	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,6
2001	48,8	44,7	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	2,0	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,8	44,9	10,6	4,9	3,7	25,7	22,8	1,9	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1
2003	49,4	45,3	10,7	4,9	3,5	26,2	23,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,5	0,1	45,9

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	Consumi pubblici [4)]							
	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
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,1	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	3,0	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,7
2000	-0,9	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,2	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	2,2	8,2	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,2	0,2	1,4	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,5	-0,1	0,0	0,8	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) [5)]

	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	0,3	-3,9	-3,2	0,3	-4,1	0,2	-2,4	-0,1	-3,2	-1,3	-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.

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le Amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

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

5) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

6.2 Debito [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [2)]				Altri creditori [3)]
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1994	70,7	2,9	16,3	10,7	41,0	56,4	30,3	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	18,0	10,1	44,1	58,7	32,9	8,7	17,1	16,2
1996	76,2	2,8	17,4	10,2	45,8	59,1	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,4	9,0	47,4	56,8	31,1	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,2	7,9	48,0	53,2	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,7	2,9	14,3	6,8	48,8	48,4	27,2	9,7	11,6	24,3
2000	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,5	9,2	11,5	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	47,9	42,1	22,1	8,4	11,6	27,3
2002	69,2	2,7	11,8	6,7	47,9	39,0	20,5	7,0	11,4	30,2
2003	70,6	2,1	11,9	7,4	49,2	38,7	20,8	7,5	10,5	31,9

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

	Totale	Emesso da [4)]				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	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 [5)]	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1994	70,7	58,9	5,3	6,0	0,6	12,3	58,4	7,3	17,9	27,1	25,8	68,4	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,1	5,6	19,0	26,8	29,2	72,8	2,1
1996	76,2	63,9	6,0	5,8	0,5	12,2	64,0	5,3	20,5	25,9	29,8	74,1	2,1
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,4	4,6	19,8	25,9	29,8	73,3	2,2
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,9
1999	72,7	61,1	6,1	5,2	0,3	9,2	63,5	3,2	15,5	27,6	29,7	70,7	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,3	62,1	2,8	15,3	28,2	26,9	68,5	1,9
2001	69,4	58,0	6,2	4,9	0,3	8,8	60,6	1,5	16,0	26,3	27,1	67,9	1,5
2002	69,2	57,7	6,4	4,8	0,3	9,1	60,1	1,7	16,8	25,2	27,3	67,8	1,4
2003	70,6	58,2	6,7	5,2	0,6	9,2	61,4	1,5	15,5	26,3	28,7	69,6	1,0

3. Paesi dell'area dell'euro

	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	103,0	50,8	63,7	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 delle Amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da Amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
4) Esclude il debito detenuto dalle Amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno [2)]	Effetti di rivalutazione [3)]	Altre variazioni in volume [4)]	Effetto di aggregazione [5)]	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [6)]	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori [7)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	7,7	5,2	0,4	2,4	-0,3	0,1	2,5	0,0	5,1	5,1	4,1	-0,4	2,6
1996	3,9	4,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,4	3,3	2,4	1,0	1,7	1,4
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	3,4	0,0	-0,4	2,0	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	2,7	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,8	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,6	-2,7	-0,5	-2,5	4,4
2000	1,1	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,0	-2,4	-0,1	3,0
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,4	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,1	2,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,7	1,6	-1,7	-0,8	-1,0	3,8
2003	3,1	2,9	0,3	0,0	0,0	-0,5	0,4	0,8	2,4	0,7	0,7	0,6	2,4

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) [8)]	Raccordo disavanzo – debito [9)]											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione		Altre variazioni in volume	Altro [11)]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli [10)]	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale		Effetti di cambio		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	7,7	-5,1	2,6	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,8	-1,3	0,5	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,3
2000	1,1	0,1	1,2	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5
2001	1,8	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,1	-2,3	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4
2003	3,1	-2,7	0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,4

Fonte: BCE.

1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 1999.
6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.
11) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali [1)]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2)]
			Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale		Imposte in conto capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 1° trim.	44,2	43,7	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,4
2° trim.	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,8
3° trim.	45,2	44,8	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,4
4° trim.	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 1° trim.	44,1	43,5	11,2	13,3	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2° trim.	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
3° trim.	44,9	44,5	12,2	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,2
4° trim.	51,3	50,8	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 1° trim.	43,0	42,6	10,7	13,0	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,5
2° trim.	47,7	47,3	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,1
3° trim.	44,4	44,0	11,9	12,6	15,9	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
4° trim.	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,6	0,3	45,3
2002 1° trim.	42,7	42,3	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2° trim.	46,4	45,8	12,8	12,9	15,7	2,0	1,4	0,6	0,4	41,9
3° trim.	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,5	0,3	40,5
4° trim.	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 1° trim.	42,7	42,3	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2° trim.	47,1	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,6	1,4	42,7
3° trim.	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
4° trim.	51,2	50,1	13,6	14,7	16,8	3,2	0,7	1,1	0,3	45,4
2004 1° trim.	42,3	41,9	9,9	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,3	39,0

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 1° trim.	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	2,0	1,3	-3,6	1,0
2° trim.	47,9	44,3	10,6	4,5	4,4	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,8
3° trim.	47,8	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
4° trim.	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,6	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 1° trim.	46,6	43,2	10,3	4,4	4,3	24,3	21,3	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,5	1,7
2° trim.	47,1	43,6	10,5	4,5	4,0	24,6	21,4	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,3
3° trim.	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,6	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
4° trim.	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,8	1,6	3,9	3,2	1,5	0,5	4,4
2001 1° trim.	45,9	42,6	10,2	4,1	4,1	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,3
2° trim.	47,0	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,7	4,7
3° trim.	47,0	43,3	10,2	4,5	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,4
4° trim.	52,4	47,3	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	2,0
2002 1° trim.	46,4	43,0	10,5	4,1	3,9	24,5	21,6	1,1	3,4	2,0	1,4	-3,7	0,2
2° trim.	47,5	44,0	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,6
3° trim.	47,6	43,9	10,2	4,6	3,7	25,4	22,0	1,4	3,6	2,5	1,1	-3,1	0,6
4° trim.	52,0	47,6	11,3	5,6	3,5	27,1	23,5	1,5	4,4	2,8	1,6	-1,4	2,1
2003 1° trim.	47,1	43,7	10,5	4,3	3,7	25,2	22,1	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,7
2° trim.	48,1	44,6	10,7	4,7	3,5	25,7	22,3	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,0	2,5
3° trim.	48,0	44,4	10,4	4,8	3,5	25,7	22,3	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,1	-0,7
4° trim.	52,7	47,8	11,3	5,7	3,3	27,5	23,9	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,5	1,8
2004 1° trim.	46,7	43,3	10,4	4,3	3,3	25,2	21,9	1,1	3,4	2,0	1,3	-4,4	-1,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario non sono incluse. L'inclusione di tali transazioni porterebbe a un incremento sia delle entrate sia delle spese pari, in media, a circa lo 0,2 per cento del PIL. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

7

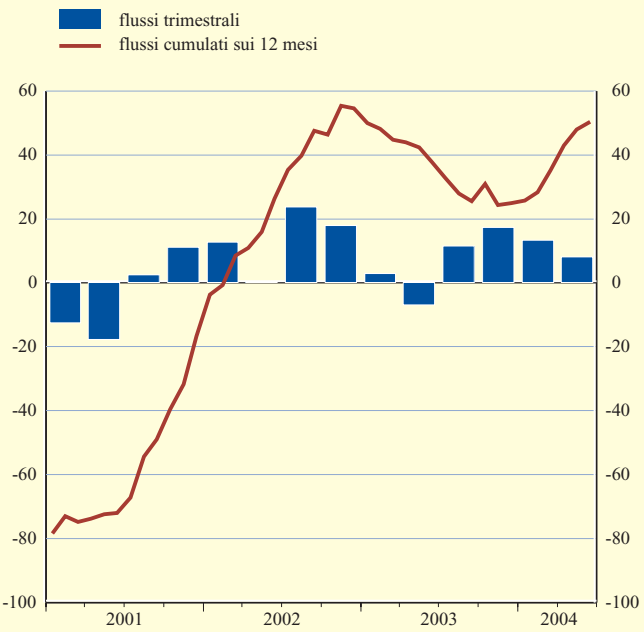
TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

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

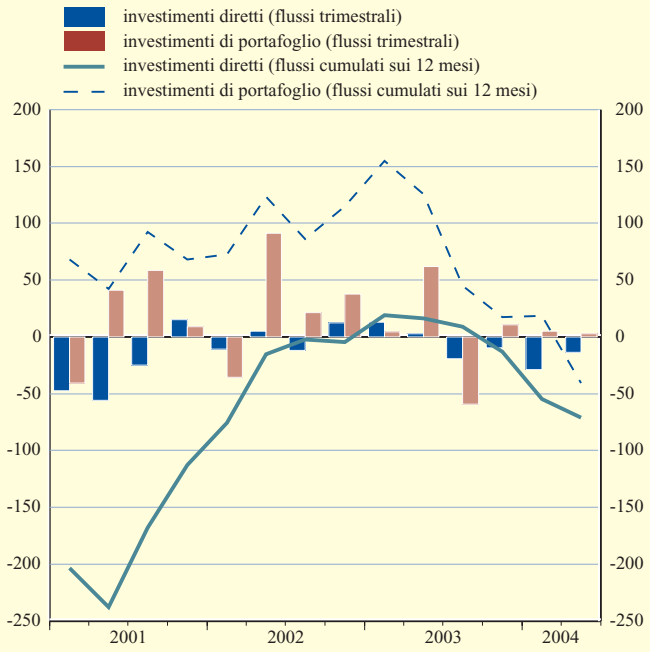
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	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	-16,7	73,6	-0,4	-38,6	-51,4	6,6	-10,1	-34,2	-112,4	67,9	-0,9	-6,6	17,8	44,3
2002	54,5	133,6	13,1	-44,1	-48,1	11,0	65,4	-65,8	-4,7	114,6	-10,8	-162,7	-2,3	0,4
2003	24,9	108,5	15,6	-43,4	-55,9	13,4	38,3	-50,5	-13,1	17,6	-13,1	-71,7	29,8	12,2
2003 2° trim.	-6,9	24,2	5,7	-17,0	-19,7	1,9	-5,0	-32,0	2,7	62,0	-1,4	-97,6	2,3	37,0
3° trim.	11,5	36,8	3,7	-9,4	-19,6	2,8	14,3	-0,6	-19,1	-59,1	-4,6	80,1	2,0	-13,6
4° trim.	17,3	30,7	4,3	-5,0	-12,7	7,4	24,7	-3,6	-9,6	10,5	-4,1	-13,9	13,6	-21,2
2004 1° trim.	13,3	28,1	-2,6	-5,2	-7,0	2,9	16,2	-14,0	-28,9	5,2	6,2	-6,0	9,4	-2,2
2° trim.	8,2	33,8	6,6	-15,3	-17,0	3,8	12,0	-14,5	-13,4	2,5	-1,5	1,0	-3,1	2,5
2003 giu.	2,1	10,1	2,5	-3,3	-7,2	1,6	3,7	-26,4	13,6	25,0	-0,2	-65,6	0,8	22,8
lug.	2,8	15,5	2,6	-8,8	-6,4	0,8	3,6	0,3	-4,0	-33,7	-2,4	38,6	1,8	-4,0
ago.	3,0	10,5	-0,1	-1,4	-6,0	1,7	4,8	5,9	-5,6	-36,2	-2,6	50,0	0,3	-10,7
set.	5,6	10,9	1,2	0,7	-7,2	0,2	5,9	-6,9	-9,5	10,8	0,4	-8,5	-0,1	1,0
ott.	8,0	13,4	2,0	-3,9	-3,5	1,2	9,2	-0,1	-9,2	34,1	1,6	-27,3	0,7	-9,1
nov.	3,3	8,7	0,6	0,4	-6,4	1,1	4,4	13,2	3,9	3,4	0,6	-0,2	5,5	-17,6
dic.	6,1	8,6	1,8	-1,5	-2,8	5,1	11,1	-16,7	-4,3	-27,0	-6,3	13,6	7,3	5,5
2004 gen.	-3,1	5,2	-2,0	-8,1	1,7	0,3	-2,8	-19,7	-10,6	-6,4	2,9	-2,7	-3,0	22,5
feb.	5,2	9,4	-0,4	0,9	-4,7	2,1	7,3	16,7	7,8	16,5	0,9	-17,2	8,6	-24,0
mar.	11,1	13,4	-0,2	1,9	-4,0	0,5	11,7	-11,0	-26,1	-4,9	2,4	13,8	3,7	-0,7
apr.	0,3	10,7	0,5	-6,7	-4,2	0,7	1,0	-8,5	-2,9	-3,0	0,0	0,2	-2,7	7,5
mag.	3,4	11,2	3,7	-5,8	-5,7	2,3	5,7	-7,1	-1,6	-24,0	-1,6	19,3	0,7	1,4
giu.	4,5	11,9	2,4	-2,8	-7,1	0,8	5,3	1,1	-8,9	29,5	0,1	-18,5	-1,1	-6,4
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2004 giu.	50,3	129,4	12,0	-34,9	-56,3	16,9	67,2	-32,7	-71,0	-40,9	-4,0	61,2	21,9	-34,5

F27 Saldi di conto corrente
(miliardi di euro)



F28 Investimenti diretti e di portafoglio
(miliardi di euro)



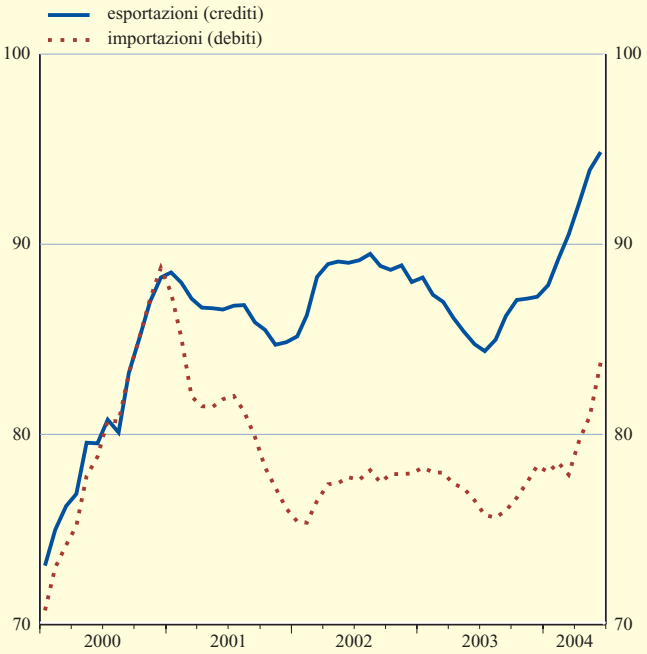
Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

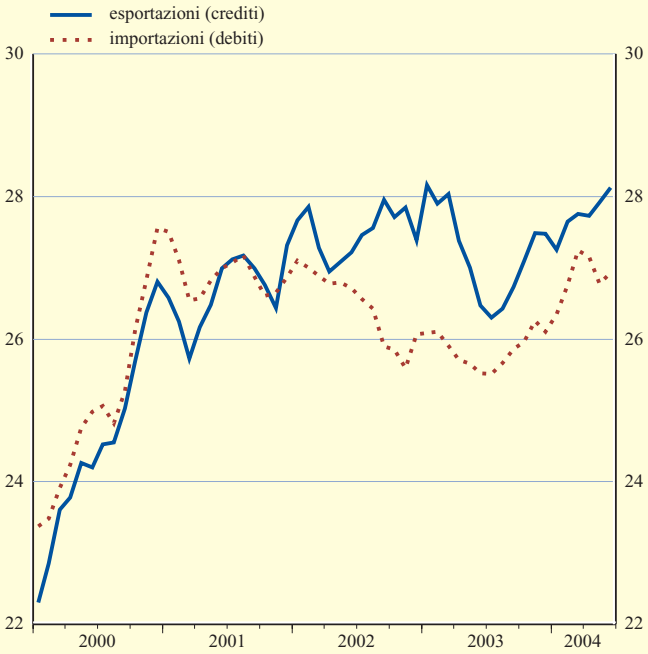
2. Conto corrente
(dati destagionalizzati)

	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 2° trim.	408,7	408,1	0,5	254,2	229,6	79,4	76,6	55,8	67,3	19,2	34,6
3° trim.	413,9	408,4	5,5	258,7	228,0	80,2	77,6	56,2	66,1	18,8	36,8
4° trim.	419,9	407,9	12,0	261,8	235,1	82,4	78,3	54,6	62,7	21,1	31,8
2004 1° trim.	432,2	415,7	16,5	271,5	233,6	83,3	81,7	57,3	64,1	20,2	36,3
2° trim.	446,4	432,0	14,4	284,6	251,3	84,4	80,8	57,3	67,4	20,1	32,5
2003 giu.	134,3	134,7	-0,4	83,2	75,4	26,2	25,4	18,0	22,2	6,9	11,7
lug.	136,7	135,8	1,0	85,0	75,3	26,6	25,6	18,7	22,6	6,4	12,3
ago.	139,0	136,7	2,3	86,8	76,2	26,4	26,0	19,5	22,3	6,3	12,3
set.	138,2	136,0	2,2	86,9	76,5	27,1	26,0	18,1	21,3	6,1	12,2
ott.	139,2	132,7	6,5	87,5	77,4	27,7	25,9	17,6	21,3	6,4	8,1
nov.	139,8	137,4	2,4	87,0	78,5	27,6	26,9	18,5	19,9	6,7	12,2
dic.	140,9	137,8	3,1	87,3	79,2	27,1	25,5	18,5	21,5	8,1	11,6
2004 gen.	141,6	136,8	4,8	89,3	76,3	27,0	26,6	18,3	21,7	7,0	12,1
feb.	145,4	140,6	4,8	91,2	80,1	28,8	28,1	19,3	20,6	6,1	11,9
mar.	145,2	138,3	6,9	91,1	77,2	27,4	27,0	19,7	21,8	7,1	12,3
apr.	147,9	139,0	8,8	94,5	81,9	27,0	26,4	20,0	21,8	6,4	9,0
mag.	149,9	143,9	6,0	96,2	83,7	29,4	27,0	17,8	21,5	6,6	11,8
giu.	148,6	149,1	-0,5	93,9	85,7	28,0	27,5	19,5	24,1	7,1	11,7

F29 Conto dei beni
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F30 Conto dei servizi
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

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 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11	Crediti 12	Debiti 13
2001	1.710,2	1.726,9	-16,7	1.033,9	960,2	321,7	322,0	275,9	314,4	78,8	130,2	17,4	10,8
2002	1.714,5	1.660,1	54,5	1.063,2	929,7	329,8	316,7	236,1	280,3	85,3	133,4	19,0	8,1
2003	1.664,1	1.639,3	24,9	1.036,2	927,7	326,0	310,3	221,2	264,6	80,8	136,6	23,2	9,8
2003 2° trim.	407,6	414,5	-6,9	254,5	230,3	79,4	73,7	59,3	76,3	14,5	34,2	4,5	2,6
3° trim.	412,6	401,1	11,5	257,1	220,2	86,5	82,8	53,9	63,4	15,1	34,7	4,1	1,4
4° trim.	431,7	414,3	17,3	271,4	240,7	84,4	80,1	56,6	61,5	19,4	32,1	9,2	1,9
2004 1° trim.	426,5	413,2	13,3	265,1	237,1	75,0	77,6	54,6	59,9	31,7	38,7	5,1	2,2
2° trim.	446,8	438,6	8,2	286,2	252,4	84,4	77,8	61,3	76,5	14,9	31,9	5,0	1,2
2003 giu.	137,4	135,3	2,1	84,9	74,8	27,3	24,9	20,1	23,3	5,1	12,3	2,6	1,0
lug.	147,3	144,5	2,8	91,5	76,1	31,0	28,5	19,2	28,0	5,5	11,9	1,3	0,5
ago.	125,4	122,3	3,0	76,4	65,9	27,5	27,6	16,6	18,0	4,8	10,8	2,1	0,4
set.	139,9	134,3	5,6	89,1	78,2	28,0	26,8	18,1	17,4	4,7	11,9	0,7	0,5
ott.	148,1	140,1	8,0	97,3	83,9	29,1	27,1	17,1	21,0	4,5	8,0	1,6	0,4
nov.	134,5	131,2	3,3	86,8	78,1	25,9	25,3	16,1	15,7	5,7	12,1	1,7	0,6
dic.	149,1	143,1	6,1	87,3	78,7	29,4	27,6	23,3	24,8	9,1	11,9	5,9	0,9
2004 gen.	138,5	141,6	-3,1	80,7	75,5	23,5	25,5	16,8	24,9	17,5	15,8	0,8	0,5
feb.	133,8	128,6	5,2	85,4	75,9	24,5	25,0	17,2	16,2	6,7	11,4	2,6	0,5
mar.	154,2	143,0	11,1	99,0	85,6	27,0	27,2	20,7	18,8	7,5	11,4	1,8	1,2
apr.	145,9	145,5	0,3	94,1	83,5	26,0	25,4	21,1	27,8	4,7	8,9	1,1	0,4
mag.	143,8	140,4	3,4	92,4	81,2	28,7	25,1	17,6	23,4	5,0	10,7	2,7	0,3
giu.	157,2	152,7	4,5	99,7	87,8	29,7	27,3	22,6	25,3	5,2	12,3	1,3	0,5

4. Conto dei redditi

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
					Totale		Investimenti diretti					
							Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12
2001	275,9	314,4	14,7	5,9	261,2	308,5	59,2	60,3	48,8	50,2	10,3	10,1
2002	236,1	280,3	14,7	6,0	221,5	274,3	52,5	57,9	44,4	50,7	8,1	7,2
2003	221,2	264,6	14,7	5,7	206,5	259,0	51,7	54,8	42,1	46,0	9,6	8,8
2003 1° trim.	51,4	63,5	3,6	1,2	47,8	62,2	8,9	10,9	7,2	8,9	1,8	2,1
2° trim.	59,3	76,3	3,6	1,4	55,6	74,9	14,3	16,5	11,4	14,2	2,9	2,4
3° trim.	53,9	63,4	3,7	1,5	50,2	61,9	12,6	13,4	10,5	11,9	2,1	1,5
4° trim.	56,6	61,5	3,8	1,5	52,8	60,0	15,8	13,9	13,0	11,1	2,8	2,9
2004 1° trim.	54,6	59,9	3,6	1,2	51,1	58,7	13,4	10,9	10,4	8,8	3,0	2,1

	Redditi da capitale							
	Investimenti di portafoglio						Altri investimenti	
	Totale		Dividendi		Interessi			
	Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18	Crediti 19	Debiti 20
2001	85,0	116,9	18,0	44,8	67,0	72,1	117,0	131,3
2002	85,7	123,3	19,7	52,4	66,0	70,9	83,2	93,1
2003	85,2	126,0	20,8	49,7	64,4	76,3	69,6	78,2
2003 1° trim.	19,0	31,4	3,6	8,4	15,4	23,0	19,9	19,9
2° trim.	23,4	37,7	7,8	21,3	15,6	16,3	17,9	20,7
3° trim.	21,6	30,7	4,8	10,3	16,8	20,4	16,1	17,8
4° trim.	21,2	26,3	4,7	9,7	16,6	16,6	15,7	19,8
2004 1° trim.	21,5	30,1	4,7	9,5	16,8	20,6	16,1	17,6

Fonte: BCE.

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	-316,5	-237,9	-19,6	-218,3	-78,6	-0,1	-78,4	204,1	146,5	5,5	141,0	57,6	0,9	56,7
2002	-151,3	-136,4	-14,9	-121,4	-15,0	0,0	-14,9	146,6	111,9	3,1	108,8	34,7	0,5	34,3
2003	-118,6	-93,4	3,8	-97,2	-25,2	-0,1	-25,1	105,5	105,2	2,8	102,4	0,3	0,0	0,3
2003 2° trim.	-29,8	-22,4	5,1	-27,5	-7,4	0,0	-7,4	32,5	30,2	1,9	28,3	2,3	0,0	2,3
3° trim.	-32,2	-34,4	-1,2	-33,2	2,2	-0,1	2,4	13,1	15,9	-0,4	16,2	-2,8	-0,4	-2,4
4° trim.	-27,2	-18,6	2,0	-20,6	-8,7	0,2	-8,8	17,6	29,8	0,4	29,4	-12,2	0,5	-12,7
2004 1° trim.	-25,9	-19,6	-6,6	-13,0	-6,3	-0,1	-6,1	-3,0	7,1	-0,6	7,7	-10,1	-0,3	-9,7
2° trim.	-20,5	-23,4	-3,0	-20,4	2,9	0,0	2,9	7,1	8,4	0,7	7,7	-1,3	0,0	-1,2
2003 giu.	2,4	1,6	7,2	-5,6	0,8	0,0	0,9	11,2	6,9	1,5	5,4	4,3	0,1	4,3
lug.	-9,4	-8,5	-0,9	-7,7	-0,9	-0,1	-0,8	5,4	4,3	-0,8	5,2	1,0	-0,6	1,6
ago.	-4,9	-10,3	-0,5	-9,7	5,3	-0,1	5,4	-0,6	-0,9	0,2	-1,2	0,3	0,1	0,2
set.	-17,9	-15,6	0,2	-15,8	-2,3	0,0	-2,2	8,3	12,4	0,2	12,2	-4,1	0,1	-4,2
ott.	-11,1	-5,8	2,0	-7,8	-5,3	0,0	-5,3	1,9	6,0	0,1	5,9	-4,1	0,3	-4,4
nov.	0,6	4,1	-1,2	5,3	-3,5	0,1	-3,6	3,3	5,0	0,4	4,6	-1,8	0,1	-1,8
dic.	-16,8	-16,9	1,2	-18,1	0,1	0,1	0,1	12,5	18,8	-0,1	18,8	-6,3	0,1	-6,4
2004 gen.	-10,7	-5,3	-0,9	-4,5	-5,4	0,0	-5,4	0,1	6,7	0,2	6,5	-6,6	-0,1	-6,5
feb.	-5,5	-3,0	-1,2	-1,9	-2,4	0,0	-2,4	13,3	2,9	0,3	2,6	10,4	-0,1	10,5
mar.	-9,7	-11,3	-4,6	-6,6	1,6	-0,1	1,7	-16,4	-2,6	-1,2	-1,4	-13,8	-0,1	-13,7
apr.	-7,9	-3,1	-0,4	-2,7	-4,8	0,1	-4,8	4,9	1,6	0,2	1,4	3,3	0,0	3,2
mag.	-1,0	-7,4	0,2	-7,6	6,4	0,0	6,5	-0,6	3,6	0,4	3,2	-4,2	0,0	-4,2
giu.	-11,6	-12,9	-2,8	-10,1	1,3	0,0	1,3	2,8	3,2	0,1	3,0	-0,4	-0,1	-0,3

6. Investimenti di portafoglio distinti per strumento

	Totale		Azioni e altre partecipazioni		Titoli di debito					
	Attività	Passità	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	-281,9	349,8	-101,6	232,6	-180,3	-155,9	-24,4	117,3	113,1	4,1
2002	-175,8	290,4	-40,4	88,9	-135,4	-89,6	-45,8	201,5	133,7	67,9
2003	-283,8	301,4	-67,7	103,6	-216,1	-172,8	-43,3	197,8	191,8	6,0
2003 2° trim.	-107,3	169,3	-33,2	30,5	-74,1	-59,3	-14,8	138,8	124,6	14,2
3° trim.	-63,3	4,2	-19,4	25,1	-43,9	-37,2	-6,8	-20,9	-7,8	-13,1
4° trim.	-64,3	74,8	-26,3	45,7	-38,0	-25,4	-12,6	29,1	34,6	-5,6
2004 1° trim.	-89,9	95,1	-31,3	19,9	-58,6	-46,4	-12,2	75,2	53,4	21,7
2° trim.	-61,0	63,5	-21,8	1,8	-39,2	-30,6	-8,6	61,7	64,8	-3,1
2003 giu.	-47,4	72,4	-14,7	22,8	-32,7	-24,1	-8,6	49,6	53,0	-3,5
lug.	-27,1	-6,7	-8,6	10,9	-18,5	-22,0	3,5	-17,5	-13,3	-4,3
ago.	-14,5	-21,7	-5,3	3,4	-9,2	-6,3	-2,9	-25,1	-8,8	-16,3
set.	-21,8	32,6	-5,6	10,8	-16,2	-8,8	-7,4	21,8	14,3	7,5
ott.	-33,6	67,7	-15,0	22,2	-18,7	-11,7	-6,9	45,6	27,0	18,6
nov.	-20,4	23,8	-3,6	11,3	-16,7	-15,0	-1,7	12,4	12,8	-0,4
dic.	-10,3	-16,7	-7,7	12,2	-2,6	1,3	-3,9	-28,9	-5,1	-23,8
2004 gen.	-46,1	39,8	-10,4	1,1	-35,8	-18,8	-17,0	38,6	28,1	10,5
feb.	-18,3	34,8	-10,1	18,1	-8,2	-3,2	-5,0	16,7	16,3	0,4
mar.	-25,4	20,5	-10,8	0,7	-14,6	-24,4	9,7	19,8	9,0	10,9
apr.	-29,8	26,8	-2,5	-12,9	-27,3	-8,7	-18,6	39,7	27,2	12,5
mag.	-18,7	-5,2	-4,5	-0,2	-14,2	-16,7	2,4	-5,0	12,6	-17,6
giu.	-12,4	41,9	-14,8	14,9	2,4	-5,2	7,6	27,0	25,1	2,0

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	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	18,6	-0,1	18,7
2002	-0,4	-7,6	-32,4	-4,4	-28,0	-0,6	-15,0	-74,1	-0,9	-73,2	2,0	-32,8	-15,0	-1,1	-14,0
2003	-0,3	-12,7	-54,7	-2,6	-52,1	-2,2	-45,4	-125,1	-0,2	-124,9	0,2	-42,6	-0,9	0,6	-1,5
2003 2° trim.	-0,2	0,7	-33,8	-0,8	-33,0	-0,2	-25,6	-33,5	0,0	-33,5	1,0	-1,6	-14,3	1,0	-15,3
3° trim.	-0,1	-6,2	-13,1	-0,8	-12,3	-1,4	-8,5	-27,3	-0,3	-27,0	0,1	-1,0	-5,9	-0,1	-5,8
4° trim.	0,0	-3,6	-22,7	-0,4	-22,3	-0,4	-6,9	-18,1	-0,1	-18,0	-0,2	-13,1	0,7	1,3	-0,6
2004 1° trim.	0,0	-6,0	-25,3	-0,9	-24,4	-0,5	-25,8	-20,1	-0,6	-19,5	-0,2	-7,3	-4,7	-1,1	-3,6
2° trim.	0,0	-14,9	-6,9	.	.	0,4	-8,1	-23,0	.	.	0,0	-11,3	2,8	.	.
2003 giu.	0,0	-0,1	-14,5	-	-	0,1	-14,9	-9,3	-	-	-0,4	1,6	-9,8	-	-
lug.	0,0	-2,0	-6,5	-	-	-0,1	-1,7	-20,2	-	-	0,2	-3,3	6,6	-	-
ago.	0,0	-1,0	-4,2	-	-	-0,6	-2,3	-3,5	-	-	0,1	4,0	-7,0	-	-
set.	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,5	-3,6	-	-	-0,1	-1,7	-5,6	-	-
ott.	0,0	-4,7	-10,3	-	-	-0,4	-1,7	-9,7	-	-	-0,1	-4,1	-2,8	-	-
nov.	0,0	1,4	-5,1	-	-	0,0	-8,1	-6,8	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
dic.	0,0	-0,3	-7,4	-	-	0,0	2,9	-1,7	-	-	0,0	-6,4	2,5	-	-
2004 gen.	0,0	-3,4	-7,0	-	-	0,0	-13,0	-5,8	-	-	0,1	-15,0	-2,1	-	-
feb.	0,1	-3,1	-7,0	-	-	0,0	-1,2	-2,0	-	-	-0,2	-3,6	-1,2	-	-
mar.	0,0	0,5	-11,3	-	-	-0,4	-11,6	-12,3	-	-	0,0	11,2	-1,4	-	-
apr.	0,0	-1,1	-1,4	-	-	0,2	-3,0	-5,9	-	-	0,0	-15,6	-3,0	-	-
mag.	0,0	-4,2	-0,3	-	-	0,2	-4,8	-12,0	-	-	-0,2	0,5	2,2	-	-
giu.	0,0	-9,6	-5,1	-	-	0,1	-0,3	-5,0	-	-	0,2	3,8	3,6	-	-

8. Altri investimenti: scomposizione per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività		Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività		Passività
						Banconote, monete e depositi		Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività		Banconote, monete e depositi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2001	-268,2	261,6	0,6	4,4	3,0	-	-0,4	-229,1	232,4	-46,9	22,7	-182,3	209,7	-42,6	-	25,2
2002	-230,4	67,8	-1,2	19,3	0,1	-	-8,2	-166,0	27,8	-32,2	51,7	-133,8	-23,9	-63,4	-	28,8
2003	-236,5	164,9	-0,8	12,0	-1,3	-	-3,6	-152,8	133,8	-55,6	56,9	-97,2	76,9	-81,6	-	22,6
2003 2° trim.	-132,2	34,6	0,2	4,9	-2,0	-	3,9	-103,2	26,9	-11,5	11,8	-91,7	15,1	-27,2	-	-1,1
3° trim.	92,0	-11,9	0,3	5,8	-0,3	-	5,3	87,6	-7,1	-12,5	16,4	100,2	-23,4	4,4	-	-16,0
4° trim.	-73,2	59,3	-0,7	-0,6	2,7	-	-4,6	-71,5	53,8	-16,6	18,2	-54,8	35,6	-3,7	-	10,7
2004 1° trim.	-180,8	174,8	-0,6	-1,2	-0,3	-0,2	-6,4	-158,9	158,9	-20,3	3,0	-138,6	155,9	-20,9	-18,5	23,4
2° trim.	-21,5	22,5	0,4	1,9	-4,2	-3,9	1,8	-9,0	25,8	-8,2	2,9	-0,8	22,9	-8,8	8,5	-6,9
2003 giu.	-29,5	-36,0	-0,5	2,1	0,9	-	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,4	-29,1	-36,3	5,4	-	-9,1
lug.	41,3	-2,7	0,1	2,6	-2,5	-	2,1	42,4	2,6	-4,6	8,3	47,0	-5,7	1,3	-	-9,9
ago.	79,8	-29,8	0,3	1,5	0,5	-	0,5	73,4	-30,2	-2,0	2,7	75,4	-33,0	5,6	-	-1,6
set.	-29,1	20,6	-0,1	1,8	1,7	-	2,7	-28,1	20,6	-5,9	5,4	-22,2	15,2	-2,5	-	-4,4
ott.	-51,4	24,1	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,7	25,7	-5,8	-2,0	-34,9	27,8	-11,6	-	-0,5
nov.	-35,7	35,5	0,4	-2,8	1,1	-	1,5	-34,7	27,9	-6,0	10,0	-28,7	17,9	-2,4	-	8,9
dic.	13,9	-0,3	-0,9	1,3	0,5	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,8	-10,0	10,3	-	2,3
2004 gen.	-71,2	68,5	-0,4	2,6	-1,5	-1,5	-4,5	-63,0	76,9	-4,8	5,3	-58,2	71,6	-6,2	-4,8	-6,4
feb.	-29,3	12,1	-0,3	-4,3	1,8	1,6	-0,3	-25,1	17,0	-8,7	0,0	-16,4	17,0	-5,7	-5,3	-0,3
mar.	-80,3	94,2	0,0	0,5	-0,5	-0,3	-1,5	-70,8	65,1	-6,8	-2,3	-64,0	67,4	-9,0	-8,5	30,2
apr.	-55,5	55,6	0,6	0,6	-1,0	-0,8	-0,2	-53,1	55,3	-8,3	-2,1	-44,9	57,4	-1,8	5,4	-0,1
mag.	13,3	6,0	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	16,4	10,8	1,9	2,8	14,5	7,9	-3,1	3,9	-5,2
giu.	20,6	-39,1	0,0	1,4	-3,4	-3,3	1,5	27,8	-40,3	-1,8	2,2	29,6	-42,5	-3,8	-0,8	-1,7

Fonte: BCE.

9. Altri investimenti: scomposizione per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi: Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi	Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-1,2	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,2
2003	-0,8	0,0	12,1	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-0,9	0,0	-3,9	0,3
2003 1° trim.	-0,6	0,0	2,0	0,0	0,0	-1,2	-	-	-0,5	0,0	-8,2	-0,1
2° trim.	0,2	0,0	4,9	0,0	0,0	-1,7	-	-	-0,3	0,0	3,6	0,3
3° trim.	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5
4° trim.	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	2,7	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4
2004 1° trim.	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,8	0,0	-6,1	-0,3

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi: Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi	Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2001	-215,1	-14,0	222,2	10,2	-3,5	-30,2	-	-	-8,9	1,3	18,7	5,2
2002	-162,2	-3,8	30,6	-2,8	-3,5	-58,4	-	-	-1,5	-3,0	25,9	5,9
2003	-150,7	-2,1	136,5	-2,7	-4,8	-63,8	-	-	-13,0	7,9	13,7	1,0
2003 1° trim.	-63,8	-1,9	59,7	0,5	-1,3	-47,9	-	-	-5,8	5,1	22,7	1,2
2° trim.	-103,9	0,7	28,5	-1,6	-1,1	-18,5	-	-	-7,5	-0,2	-7,2	6,4
3° trim.	87,9	-0,2	-5,7	-1,3	-1,3	4,7	-	-	0,9	0,9	-11,5	-5,4
4° trim.	-70,9	-0,6	54,0	-0,2	-1,1	-2,1	-	-	-0,5	2,1	9,7	-1,1
2004 1° trim.	-156,4	-2,6	157,4	1,6	-2,8	-16,3	2,2	-18,5	-1,7	4,9	18,2	0,4

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
2003	29,8	1,7	0,0	-1,6	29,7	-1,8	1,6	0,0	22,6	7,3	0,1	0,0
2003 1° trim.	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0
2° trim.	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
3° trim.	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,3	0,0	0,0
4° trim.	13,6	0,6	0,0	1,8	11,1	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 1° trim.	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,8	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0

Fonte: BCE.

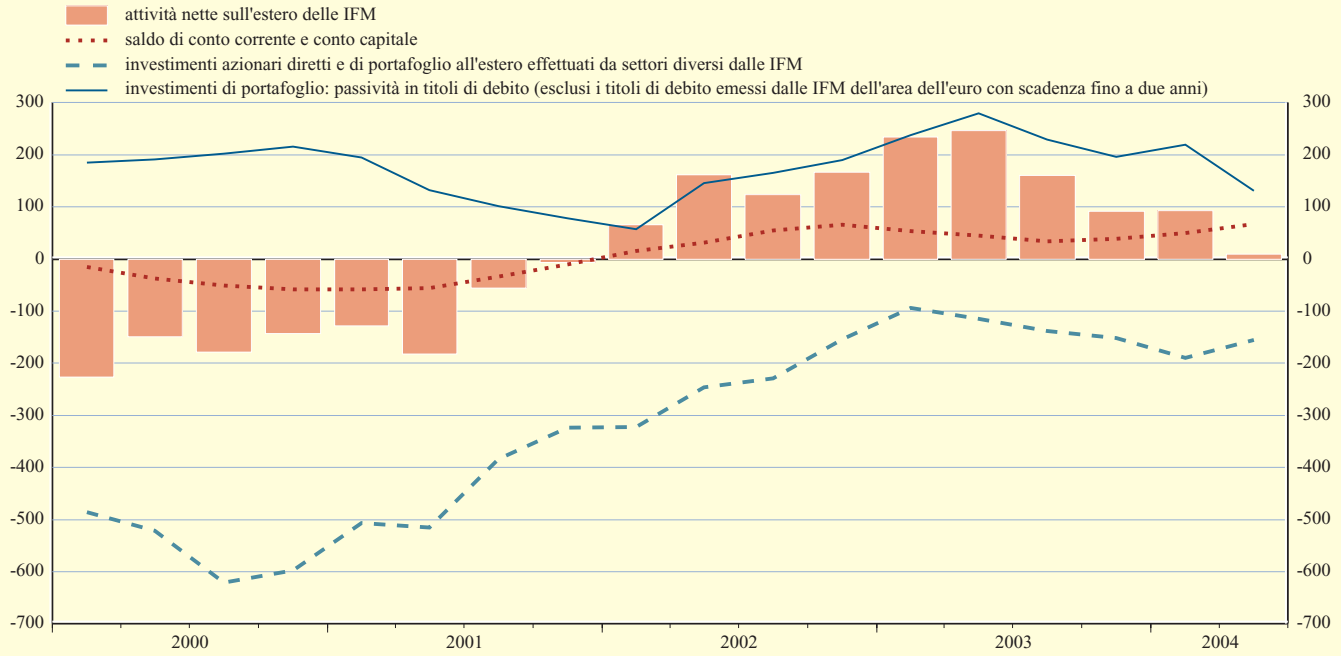
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni [1]	Titoli di debito [2]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,5	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-6,9
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	190,3	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,0	166,7
2003	38,3	-122,3	105,5	-180,7	108,5	196,3	-83,0	19,0	-13,1	12,2	80,7	91,6
2003 2° trim.	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	29,3	140,2	-29,2	2,8	-1,4	37,0	89,9	91,0
3° trim.	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,3	-5,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-52,8	-49,7
4° trim.	24,7	-29,4	17,1	-40,1	41,9	16,2	-1,0	6,1	-4,1	-21,2	10,2	14,8
2004 1° trim.	16,2	-19,1	-2,7	-50,1	3,9	68,7	-21,2	17,1	6,2	-2,2	16,9	37,1
2° trim.	12,0	-17,5	7,1	-27,1	1,8	51,8	-13,0	-5,2	-1,5	2,5	11,0	6,9
2003 giu.	3,7	-4,8	11,1	-33,6	10,3	53,2	6,3	-9,3	-0,2	22,8	59,4	57,7
lug.	3,6	-8,5	5,9	-20,1	10,0	-14,6	-1,2	-7,8	-2,4	-4,0	-39,0	-38,1
ago.	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,3	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-35,6	-31,5
set.	5,9	-18,1	8,3	-11,5	18,5	20,0	-0,8	-1,7	0,4	1,0	21,8	19,9
ott.	9,2	-13,1	1,6	-22,7	17,3	38,0	-10,5	-2,5	1,6	-9,1	9,8	9,2
nov.	4,4	1,7	3,2	-10,8	10,9	10,5	-1,4	10,4	0,6	-17,6	11,9	18,1
dic.	11,1	-18,0	12,3	-6,6	13,6	-32,3	10,8	-1,8	-6,3	5,5	-11,6	-12,4
2004 gen.	-2,8	-9,8	0,2	-14,9	-6,7	36,6	-7,8	-10,9	2,9	22,5	9,3	23,9
feb.	7,3	-4,3	13,4	-10,2	18,1	12,4	-3,9	-0,6	0,9	-24,0	9,1	6,6
mar.	11,7	-5,0	-16,3	-25,0	-7,4	19,7	-9,5	28,6	2,4	-0,7	-1,5	6,6
apr.	1,0	-7,6	4,9	-10,4	-15,1	32,6	-2,9	-0,3	0,0	7,5	9,7	8,3
mag.	5,7	-1,2	-0,6	-10,1	2,2	-6,8	-2,9	-4,7	-1,6	1,4	-18,5	-20,1
giu.	5,3	-8,8	2,9	-6,6	14,7	26,0	-7,2	-0,2	0,1	-6,4	19,8	18,7
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2004 giu.	67,2	-96,8	35,0	-163,7	74,9	130,8	-31,1	7,4	-4,0	-34,5	-14,8	9,0

F31 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

2) Esclusi i titoli di debito emessi da IFM con scadenza fino a due anni.

7.3 Commercio di beni
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2000	21,7	29,5	1.002,1	492,4	216,4	262,8	875,3	1.023,8	591,0	182,9	220,8	743,7	122,7
2001	6,1	-0,7	1.062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1.014,3	579,0	178,8	228,3	740,5	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,5	512,4	227,8	309,3	948,7	984,4	559,2	163,3	234,2	717,0	105,2
2003	-2,6	-0,1	1.054,9	496,0	220,1	297,5	917,9	982,3	548,3	160,6	237,9	708,5	108,0
2003 1° trim.	-1,0	3,6	265,3	125,3	54,7	75,2	230,6	249,1	142,2	40,9	58,4	177,7	29,5
2° trim.	-5,9	-2,9	257,4	121,9	52,4	72,5	224,7	242,6	134,0	39,4	59,5	176,7	25,0
3° trim.	-2,6	-1,8	263,8	124,6	55,8	74,3	231,3	242,3	134,9	38,8	59,5	175,1	26,7
4° trim.	-0,8	0,8	268,3	124,3	57,2	75,4	231,3	248,2	137,3	41,5	60,5	179,0	26,7
2004 1° trim.	4,7	-0,2	276,6	129,9	58,2	75,2	241,0	249,3	136,3	40,9	61,6	181,1	26,1
2° trim.	11,4	8,3	286,1	117,0	51,5	68,8	245,4	260,7	122,8	36,4	54,0	184,5	.
2004 gen.	-2,8	-6,6	90,2	42,2	18,8	24,3	79,1	81,7	44,5	13,2	20,4	60,2	8,5
feb.	3,1	0,9	92,9	43,4	19,9	25,1	80,7	83,8	46,0	14,2	20,5	60,8	8,0
mar.	13,1	5,2	93,5	44,3	19,5	25,8	81,1	83,8	45,9	13,5	20,7	60,1	9,6
apr.	10,1	5,4	95,5	45,0	20,0	26,1	83,4	86,4	47,4	14,9	20,7	61,8	8,9
mag.	8,5	5,0	94,7	44,1	19,2	25,9	80,3	85,6	46,9	13,9	20,2	60,9	8,9
giu.	15,4	14,8	95,8	28,0	12,4	16,8	81,7	88,8	28,5	7,5	13,1	61,8	.
	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	5,2	-0,8	105,0	102,1	108,3	108,0	105,5	98,9	99,3	96,3	100,6	98,0	99,4
2002	2,9	-0,5	108,0	105,1	105,6	115,3	108,4	98,5	99,0	90,2	104,4	96,7	100,7
2003	0,7	3,3	108,7	104,8	106,3	114,3	108,6	101,6	99,7	94,4	109,4	99,6	103,2
2003 1° trim.	1,9	3,9	107,8	104,3	103,8	114,4	107,5	100,1	99,1	94,7	106,8	98,3	96,2
2° trim.	-2,2	2,4	106,2	103,1	101,6	111,7	106,3	101,7	99,4	93,2	109,5	99,5	103,7
3° trim.	0,6	1,7	109,2	105,9	108,3	114,6	109,9	101,0	99,4	91,5	109,4	98,9	108,6
4° trim.	2,6	4,8	111,5	105,8	111,4	116,5	110,5	103,6	101,0	98,3	112,0	101,5	104,3
2004 1° trim.	7,6	4,6	115,6	111,3	114,3	116,6	115,6	105,0	100,3	99,1	115,5	103,5	100,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 gen.	0,1	-1,4	113,0	108,6	109,9	113,3	113,8	103,3	98,8	95,9	114,3	103,3	99,1
feb.	6,5	6,2	116,9	111,9	117,3	116,7	116,6	106,2	101,7	103,5	115,8	104,3	93,0
mar.	15,7	9,0	117,0	113,5	115,7	119,7	116,5	105,6	100,3	98,0	116,4	102,9	109,0
apr.	11,2	6,0	118,7	114,7	117,0	119,9	119,2	107,4	102,2	107,0	115,8	104,8	98,1
mag.	8,4	0,6	117,1	112,0	112,0	118,7	114,6	104,5	98,0	99,9	112,5	102,6	94,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	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	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,7	100,2	101,8	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	88,6
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,6	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	-3,2	-3,2	96,9	96,2	95,7	99,0	96,6	94,5	93,2	93,0	98,5	95,7	85,7
2003 1° trim.	-2,8	-0,3	98,2	97,6	97,4	100,0	98,0	97,3	97,3	94,5	99,1	97,2	100,2
2° trim.	-3,7	-5,2	96,7	96,1	95,3	98,8	96,6	93,3	91,3	92,4	98,4	95,5	78,7
3° trim.	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,7	96,2	93,8	91,9	92,7	98,5	95,3	80,4
4° trim.	-3,3	-3,9	96,1	95,4	95,0	98,6	95,6	93,7	92,1	92,5	97,9	94,9	83,4
2004 1° trim.	-2,8	-4,5	95,5	94,8	94,0	98,2	95,2	92,8	92,1	90,3	96,6	94,1	84,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 gen.	-2,8	-5,2	95,6	94,7	94,6	97,9	95,4	92,8	91,5	90,4	96,8	94,0	84,1
feb.	-3,2	-4,9	95,2	94,5	94,1	98,1	94,9	92,6	91,9	90,2	96,4	94,0	84,3
mar.	-2,2	-3,5	95,7	95,2	93,4	98,6	95,5	93,1	92,9	90,3	96,7	94,4	86,2
apr.	-1,0	-0,6	96,4	95,6	94,6	99,3	96,0	94,3	94,3	91,6	97,0	95,2	88,4
mag.	0,1	4,3	96,9	96,0	94,9	99,7	96,0	96,0	97,3	91,5	97,5	95,9	92,8
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	Altri Stati membri UE				Svizzera	Stati Uniti	Giappone	Asia escluso Giappone	Africa	America Latina	Altri Paesi
		Regno Unito	Svezia	Danimarca	Altri							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Esportazioni (f.o.b.)											
2000	1.002,1	189,1	39,4	23,5	97,2	63,9	172,5	34,5	153,6	56,5	47,0	126,4
2001	1.062,3	202,4	37,0	24,4	105,9	66,3	180,2	34,5	165,4	60,5	49,8	136,2
2002	1.083,5	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,6	43,4	148,7
2003	1.054,9	193,0	38,5	24,8	117,3	63,2	166,1	31,2	170,3	59,2	37,8	154,3
2003 1° trim.	265,3	48,9	9,6	6,3	28,5	16,5	43,1	7,7	42,6	14,6	10,4	37,6
2° trim.	257,4	47,1	9,5	6,1	29,0	15,6	40,3	7,6	41,3	14,4	9,5	37,6
3° trim.	263,8	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,3	7,8	43,4	15,2	9,1	39,5
4° trim.	268,3	48,9	9,8	6,1	29,6	15,8	41,3	8,1	43,0	15,0	8,9	39,6
2004 1° trim.	276,6	48,9	9,9	6,1	31,3	15,5	42,4	8,4	46,4	15,1	9,6	42,8
2° trim.	286,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 gen.	90,2	16,0	3,3	2,1	10,3	5,2	13,6	2,8	15,5	5,0	3,3	14,4
feb.	92,9	16,9	3,3	2,0	10,4	5,1	14,3	2,8	15,6	5,0	3,1	13,0
mar.	93,5	16,0	3,3	2,0	10,6	5,2	14,5	2,8	15,3	5,1	3,1	15,4
apr.	95,5	16,6	3,4	2,2	10,9	5,5	14,7	2,7	15,8	5,3	3,3	.
mag.	94,7	16,1	3,4	2,2	10,8	5,4	14,4	2,6	15,5	5,2	3,4	.
giu.	95,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	percentuale delle esportazioni totali											
2003	100,0	18,3	3,6	2,4	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,6
	Importazioni (c.i.f.)											
2000	1.023,8	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,2
2001	1.014,3	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,2	74,0	40,9	140,4
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,7	67,8	39,4	140,0
2003	982,3	137,1	36,6	23,0	102,0	50,5	110,2	52,1	215,2	68,5	39,5	148,4
2003 1° trim.	249,1	35,6	9,1	5,9	24,8	13,1	28,2	13,3	53,2	18,4	9,7	37,7
2° trim.	242,6	34,1	9,1	5,8	25,1	12,6	28,1	13,1	52,9	16,9	9,6	36,4
3° trim.	242,3	33,6	9,1	5,6	25,1	12,4	27,3	12,7	53,0	16,7	9,7	36,7
4° trim.	248,2	33,8	9,3	5,7	27,0	12,4	26,6	13,0	56,1	16,5	10,5	37,5
2004 1° trim.	249,3	33,4	9,3	5,9	27,3	12,6	25,9	13,3	55,1	16,4	10,5	38,4
2° trim.	260,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 gen.	81,7	11,2	3,0	1,8	9,1	4,2	8,7	4,4	17,6	5,5	3,4	12,0
feb.	83,8	11,3	3,1	2,0	9,2	4,2	8,7	4,4	18,6	5,2	3,5	12,6
mar.	83,8	10,9	3,1	2,1	9,1	4,2	8,6	4,5	18,9	5,7	3,6	13,8
apr.	86,4	11,4	3,1	1,9	9,7	4,3	10,0	4,3	20,3	5,1	3,6	.
mag.	85,6	11,4	3,1	1,9	9,2	4,3	9,4	4,2	20,5	5,6	3,4	.
giu.	88,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	percentuale delle importazioni totali											
2003	100,0	14,0	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
	Saldo											
2000	-21,7	29,5	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,4	-17,2	6,7	-6,9
2001	48,0	47,9	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-4,3
2002	99,1	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,2	4,0	8,7
2003	72,6	55,9	1,9	1,8	15,3	12,7	55,9	-20,9	-44,9	-9,3	-1,7	5,9
2003 1° trim.	16,2	13,3	0,4	0,4	3,7	3,5	15,0	-5,6	-10,6	-3,8	0,6	-0,1
2° trim.	14,8	13,0	0,4	0,3	3,9	3,0	12,2	-5,5	-11,6	-2,4	-0,1	1,2
3° trim.	21,5	14,4	0,5	0,7	5,1	2,8	14,0	-4,9	-9,6	-1,5	-0,6	2,8
4° trim.	20,1	15,1	0,5	0,4	2,6	3,4	14,8	-4,9	-13,1	-1,5	-1,6	2,0
2004 1° trim.	27,3	15,4	0,7	0,2	4,0	2,9	16,5	-4,9	-8,8	-1,3	-1,0	4,4
2° trim.	25,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 gen.	8,5	4,8	0,3	0,3	1,2	1,1	4,9	-1,6	-2,2	-0,5	-0,1	2,4
feb.	9,1	5,5	0,2	0,0	1,3	0,9	5,6	-1,6	-3,0	-0,2	-0,4	0,4
mar.	9,7	5,1	0,2	0,0	1,5	0,9	5,9	-1,7	-3,6	-0,6	-0,5	1,6
apr.	9,2	5,2	0,3	0,3	1,1	1,2	4,7	-1,6	-4,6	0,2	-0,4	.
mag.	9,1	4,8	0,2	0,2	1,6	1,1	5,0	-1,6	-5,1	-0,4	0,0	.
giu.	7,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5 e 12).

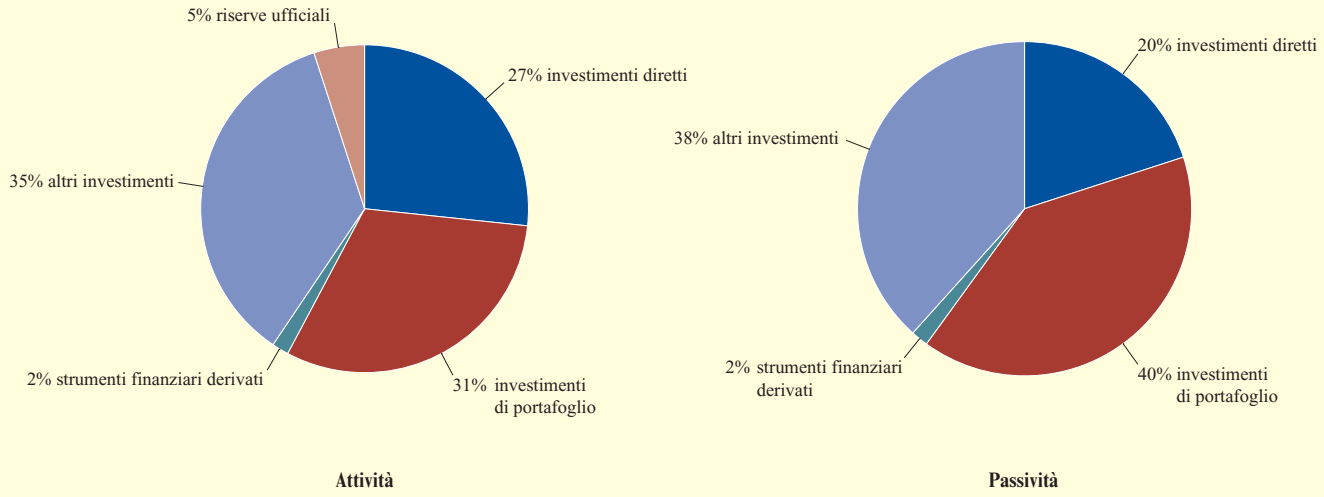
7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(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	102,8	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	106,9	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									
						Obbligazioni e notes					Strumenti del mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1

5. Altri investimenti

	Eurosistema						Amministrazioni pubbliche							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	3,1	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.169,0	1.421,4	2.127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1.715,8	2.413,1	1.668,3	2.364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1.717,0	2.274,6	1.660,1	2.227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Fonte: BCE.

7.5 Riserve ufficiali

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; posizioni di fine periodo)

	Riserve ufficiali														Per memoria:	
															Attività	Passività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predeterminate a breve termine di valuta estera
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati			
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosistema															
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 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
mar.	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5
apr.	303,9	128,0	393,536	4,7	23,7	147,5	10,5	26,5	110,8	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-12,7
mag.	298,9	126,5	392,415	4,7	23,3	144,4	10,6	25,8	108,0	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-9,3
giu.	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
lug.	301,3	127,5	392,221	4,6	22,1	147,1	9,8	27,1	110,2	-	-	-	0,1	0,0	19,6	-9,5
	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 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
mar.	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4
apr.	37,7	8,0	24,656	0,2	0,0	29,5	1,0	4,7	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,5
mag.	37,4	7,9	24,656	0,2	0,0	29,2	1,4	5,5	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,6
giu.	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
lug.	38,0	8,0	24,656	0,2	0,0	29,8	1,4	4,6	23,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-1,0

Fonte: BCE.

8

TASSI DI CAMBIO

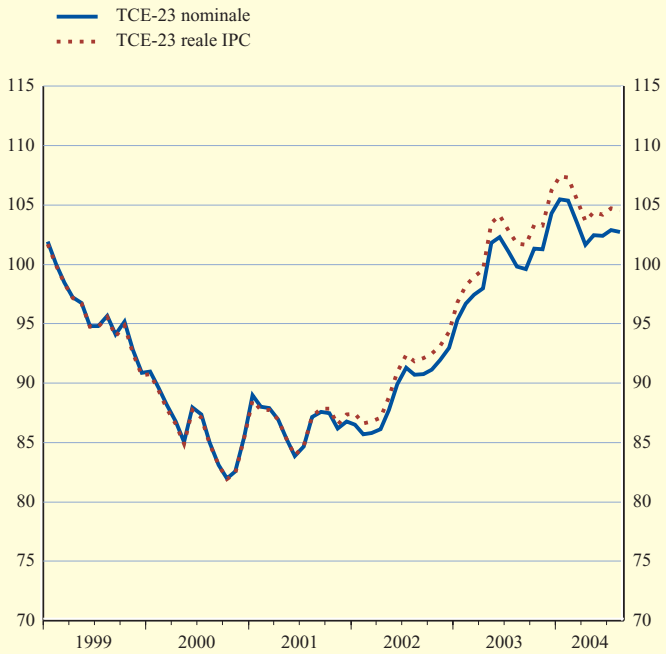
8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

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

	TCE-23						TCE-42	
	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	86,7	86,8	88,4	86,7	86,3	85,2	90,4	87,0
2002	89,2	90,3	91,9	90,2	88,4	88,2	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,1	101,6	99,7	99,3	106,6	101,6
2003 2° trim.	100,7	102,4	103,1	102,4	101,0	100,1	107,3	102,2
3° trim.	100,2	102,1	102,2	101,9	100,4	100,1	106,4	101,5
4° trim.	102,3	104,3	104,1	104,3	102,1	101,2	109,1	103,9
2004 1° trim.	104,7	106,7	106,4	106,8	104,0	103,6	111,6	106,1
2° trim.	102,2	104,1	103,6	.	.	.	109,1	103,7
2003 ago.	99,8	101,8	101,8	.	.	.	106,0	101,2
set.	99,6	101,7	101,5	.	.	.	105,9	101,1
ott.	101,3	103,3	103,1	.	.	.	108,0	102,9
nov.	101,3	103,3	103,2	.	.	.	108,0	102,9
dic.	104,3	106,2	105,9	.	.	.	111,2	105,9
2004 gen.	105,5	107,4	107,0	.	.	.	112,5	106,9
feb.	105,4	107,3	106,9	.	.	.	112,3	106,8
mar.	103,5	105,4	105,2	.	.	.	110,2	104,7
apr.	101,7	103,7	103,2	.	.	.	108,3	103,0
mag.	102,5	104,4	103,9	.	.	.	109,5	104,1
giu.	102,4	104,2	103,7	.	.	.	109,6	103,9
lug.	102,9	104,7	104,1	.	.	.	110,1	104,3
ago.	102,7	104,5	103,9	.	.	.	109,9	104,0
	variazione percentuale sul mese precedente							
2004 ago.	-0,2	-0,2	-0,2	.	.	.	-0,1	-0,2
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2004 ago.	2,9	2,7	2,0	.	.	.	3,7	2,8

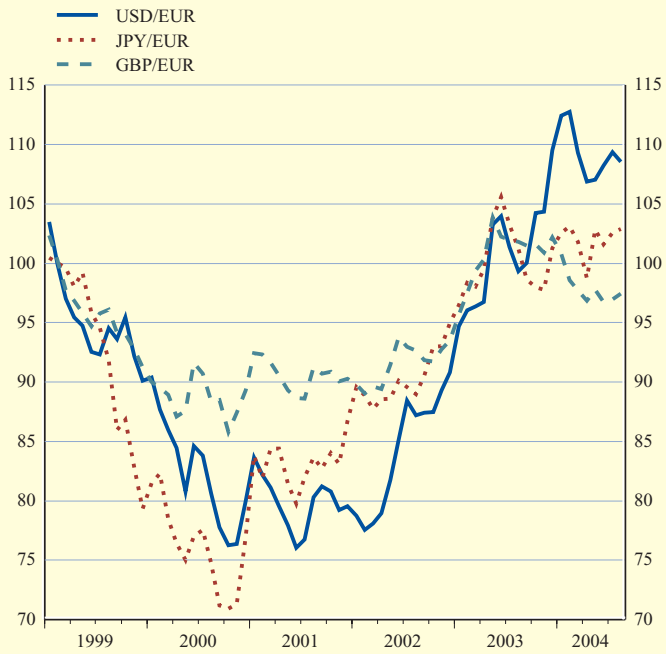
F33 Tassi di cambio effettivi

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



F34 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	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 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
2° trim.	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1.400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
2003 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
apr.	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
mag.	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
giu.	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
lug.	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
ago.	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
	variazione percentuale sul mese precedente														
2004 ago.	-0,7	0,5	0,3	0,8	-0,1	-0,8	-0,7	0,0	-0,5	-1,3	-1,7	0,1	-0,7	-1,9	4,5
	variazione percentuale sull'anno precedente														
2004 ago.	9,3	-4,3	1,6	-0,1	-0,6	7,4	9,3	0,1	6,9	2,8	0,9	0,2	-1,9	-2,8	-4,7

	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 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
2° trim.	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40.664	1.759.532
2003 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
apr.	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40.683	1.637.423
mag.	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40.554	1.818.487
giu.	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40.753	1.814.266
lug.	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40.962	1.784.116
ago.	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40.946	1.799.918
	variazione percentuale sul mese precedente												
2004 ago.	-0,6	0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,2	0,0	-0,8	0,0	0,5	0,0	0,0	0,9
	variazione percentuale sull'anno precedente												
2004 ago.	-1,3	-2,0	0,0	-4,1	0,0	3,0	-0,1	1,4	2,1	-4,4	0,5	10,2	15,1

Fonte: BCE.

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	IACP												
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	2,6	1,9	7,5	3,5	2,0	1,3
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2003 4° trim.	0,8	1,3	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	2,3	1,4	5,0	9,4	1,9	1,3
2004 1° trim.	2,0	0,7	0,6	1,0	4,3	-1,1	6,8	2,5	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
2° trim.	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
2004 mar.	2,1	0,4	0,7	0,1	4,7	-0,9	6,6	2,1	1,8	3,5	7,9	0,4	1,1
apr.	2,0	0,5	1,5	0,1	5,0	-0,7	7,0	3,6	2,3	3,6	7,8	1,1	1,2
mag.	2,6	1,1	3,7	1,2	6,1	1,0	7,8	3,1	3,5	3,9	8,2	1,5	1,5
giu.	2,7	0,9	4,4	2,4	6,1	1,0	7,5	3,3	4,3	3,9	8,1	1,2	1,6
lug.	3,1	1,1	4,0	2,9	6,7	1,8	7,2	3,1	4,7	3,7	8,3	1,2	1,4
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL												
2001	-6,4	3,1	0,3	-2,4	-1,6	-2,1	-4,4	-6,4	-3,5	-2,7	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,4	1,7	1,8	-4,6	-2,7	-1,4	-9,3	-5,7	-3,6	-1,9	-5,7	0,0	-1,6
2003	-12,9	1,5	2,6	-6,3	-1,8	-1,7	-5,9	-9,7	-4,1	-1,8	-3,6	0,7	-3,2
	Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL												
2001	25,2	47,8	4,7	64,4	16,2	23,4	53,5	61,8	36,7	26,9	48,7	54,4	38,9
2002	28,9	47,2	5,7	67,1	15,5	22,8	57,1	61,7	41,2	27,8	43,3	52,6	38,5
2003	37,6	45,0	5,8	72,2	15,6	21,9	59,0	72,0	45,4	27,1	42,8	51,8	39,8
	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo												
2004 feb.	4,80	4,30	-	4,79	5,05	4,81	8,65	4,70	6,82	5,01	5,11	4,55	4,88
mar.	4,50	4,10	-	5,17	4,98	4,64	8,04	4,70	6,65	4,99	5,09	4,31	4,76
apr.	4,60	4,30	-	5,17	4,89	4,55	7,89	4,65	7,02	4,83	5,06	4,55	4,99
mag.	4,88	4,46	-	5,17	4,95	4,46	8,25	4,65	7,32	4,77	5,13	4,68	5,15
giu.	5,02	4,53	-	5,49	4,93	4,47	8,55	4,65	7,27	4,69	5,09	4,72	5,24
lug.	5,11	4,62	-	6,58	4,89	4,58	8,47	4,65	7,44	4,65	5,03	4,57	5,14
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2004 feb.	2,06	2,18	2,61	3,84	4,18	2,66	12,58	2,95	5,46	5,80	5,79	2,55	4,17
mar.	2,05	2,14	2,62	3,83	4,33	2,67	12,25	2,93	5,49	5,62	5,71	2,37	4,30
apr.	2,06	2,17	2,62	3,94	4,49	2,69	-	2,90	5,69	4,99	5,35	2,13	4,39
mag.	2,16	2,20	2,61	5,16	4,47	2,70	-	2,90	5,99	4,76	4,91	2,14	4,53
giu.	2,33	2,21	2,42	5,30	3,94	2,68	11,10	2,90	5,91	4,46	4,33	2,15	4,79
lug.	2,47	2,22	2,41	5,23	4,05	2,69	-	2,90	6,34	4,03	3,96	2,15	4,86
	PIL a prezzi costanti												
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	1,7	1,3	3,4	4,4	2,1	1,8
2003	3,1	0,5	5,1	2,0	7,5	9,0	2,9	.	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 4° trim.	3,3	1,4	6,2	2,9	7,5	10,6	3,6	.	.	2,5	4,7	2,3	2,9
2004 1° trim.	3,1	1,5	6,8	3,4	8,8	7,7	4,2	.	.	3,7	5,5	2,6	3,4
2° trim.	.	2,5	.	.	.	6,9	.	.	.	.	.	3,3	3,7
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL												
2002	-5,7	2,1	-9,9	-4,7	-6,8	-4,8	-6,8	-0,9	-2,6	1,4	-7,6	4,7	-1,6
2003	-6,5	2,8	-12,7	-3,4	-8,3	-6,5	-9,0	-5,2	-2,0	0,1	-0,5	6,3	-1,7
2003 3° trim.	-7,4	4,2	-9,8	9,4	-9,5	-4,6	-7,7	2,1	-1,1	1,9	0,8	6,6	-2,1
4° trim.	-10,0	1,5	-15,9	-4,9	-9,0	-9,7	-9,1	.	-1,3	-0,7	-0,6	6,5	-1,7
2004 1° trim.	-2,6	3,0	-10,8	-12,6	-9,0	-8,9	-9,8	.	-1,4	0,8	1,7	7,8	-0,9
	Costo del lavoro per unità di prodotto												
2002	-	1,8	4,1	-	-0,4	-12,5	9,0	-	-	6,5	4,1	0,8	3,1
2003	-	2,2	4,6	-	4,9	0,2	.	-	-	.	7,2	0,5	.
2003 3° trim.	-	2,4	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
4° trim.	-	1,0	2,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 1° trim.	-	2,1	4,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)												
2002	7,3	4,6	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,5	19,8	6,1	18,7	4,9	5,1
2003	7,8	5,6	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	8,2	19,2	6,5	17,1	5,6	5,0
2003 4° trim.	8,2	5,9	9,7	4,6	10,5	12,1	5,8	8,7	19,1	6,5	16,6	6,0	4,9
2004 1° trim.	8,6	5,9	9,4	4,7	10,6	11,7	5,9	8,9	19,1	6,4	16,5	6,2	4,7
2° trim.	8,7	5,9	9,1	4,3	10,6	11,4	5,9	8,9	18,9	6,4	16,2	6,5	.
2004 mar.	8,7	5,9	9,3	4,7	10,6	11,6	5,9	8,9	19,0	6,4	16,5	6,3	4,7
apr.	8,7	5,9	9,2	4,4	10,7	11,5	5,9	8,9	18,9	6,4	16,4	6,3	4,7
mag.	8,7	5,9	9,1	4,2	10,6	11,4	5,9	8,9	18,9	6,3	16,3	6,6	4,7
giu.	8,8	5,8	9,0	4,4	10,6	11,4	5,9	8,8	18,8	6,3	16,1	6,5	.
lug.	8,8	5,9	8,8	4,5	10,6	11,3	5,9	8,7	18,8	6,2	15,9	6,4	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

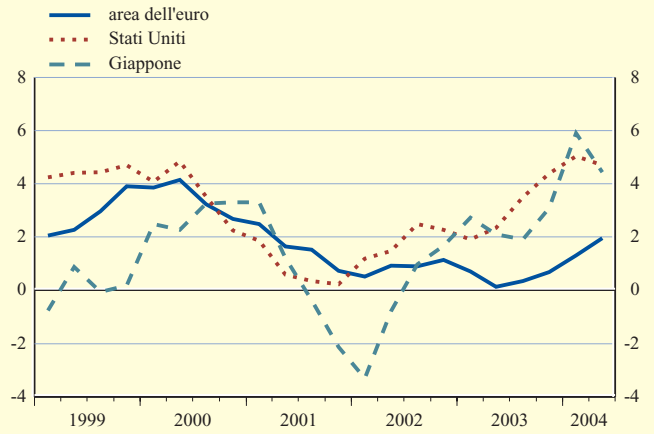
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto (industria manifat-turiera)	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	1,6	44,2
2001	2,8	0,2	0,8	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	43,4
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,6
2003	2,3	3,2	3,0	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,9
2003 2° trim.	2,1	3,4	2,3	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,0
3° trim.	2,2	3,1	3,5	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,1	47,4
4° trim.	1,9	3,5	4,4	1,7	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,9
2004 1° trim.	1,8	1,6	5,0	3,2	5,6	4,3	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,7
2° trim.	2,9	0,0	4,7	5,8	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	.	.
2004 apr.	2,3	-	-	5,5	5,6	5,4	1,15	4,32	1,1985	-	-
mag.	3,1	-	-	6,0	5,6	6,0	1,25	4,70	1,2007	-	-
giu.	3,3	-	-	5,7	5,6	5,8	1,50	4,73	1,2138	-	-
lug.	3,0	-	-	5,5	5,5	4,8	1,63	4,48	1,2266	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	1,73	4,27	1,2176	-	-
	Giappone										
2000	-0,7	-6,7	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,5	126,9
2001	-0,7	4,4	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
2003	-0,3	-3,8	2,5	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 2° trim.	-0,2	-3,0	2,1	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,74	.	.
3° trim.	-0,2	-1,5	1,9	1,0	5,2	1,8	0,05	1,19	132,14	.	.
4° trim.	-0,3	-4,3	3,1	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 1° trim.	-0,1	-6,5	5,9	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	.	4,4	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
2004 apr.	-0,4	-7,6	-	8,7	4,7	2,0	0,05	1,51	129,08	-	-
mag.	-0,5	-4,5	-	4,6	4,6	2,0	0,05	1,49	134,48	-	-
giu.	0,0	.	-	8,9	4,6	1,7	0,05	1,77	132,86	-	-
lug.	-0,1	.	-	5,9	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	-	-
ago.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,63	134,54	-	-

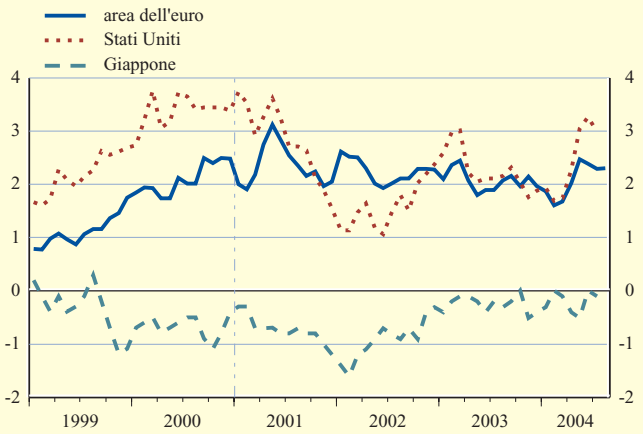
F35 PIL a prezzi costanti

(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).

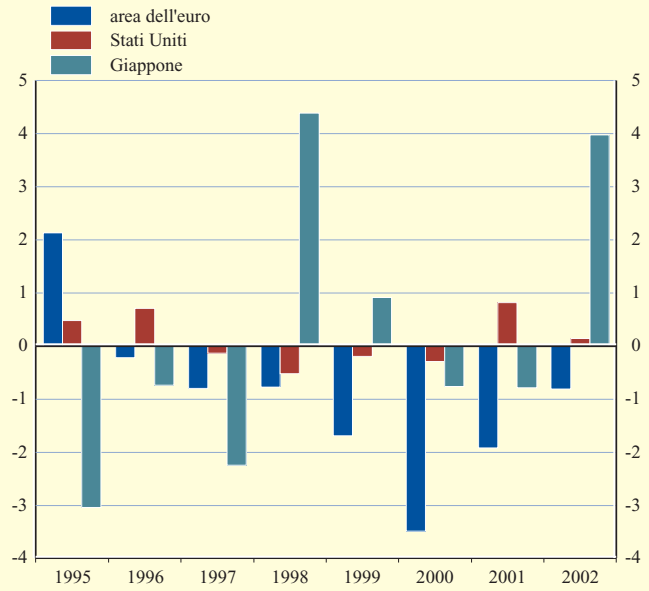
1) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
2) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.
3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
4) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

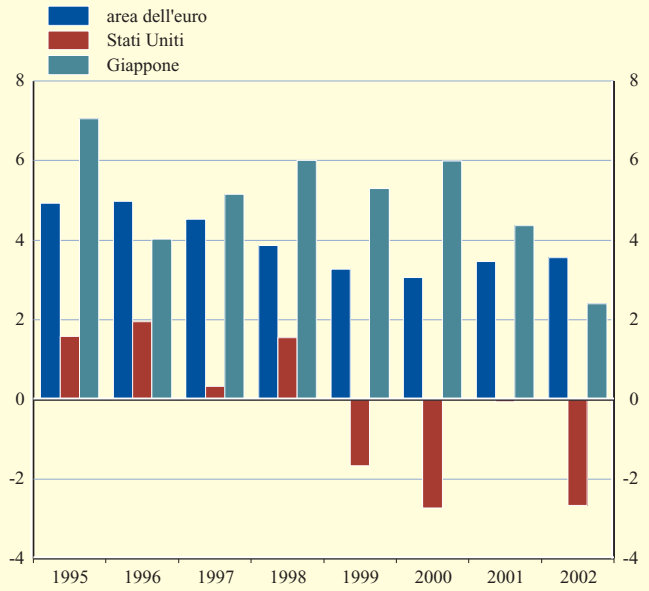
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	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	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	3,1	11,0	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,9	10,6	5,9
2002	14,7	18,4	-4,4	7,4	7,4	1,2	8,2	1,0	0,0	12,8	4,0	11,1	6,7
2003	13,5	18,4	-4,7	7,1	7,2	5,0	8,7	3,2	0,9	13,0	7,0	10,9	8,3
2002 2° trim.	15,1	18,4	-4,6	7,3	7,4	2,3	8,2	2,1	0,4	12,8	3,5	11,6	5,7
3° trim.	14,5	18,5	-4,5	7,5	7,3	0,9	8,1	1,2	-1,6	12,8	2,7	10,9	5,8
4° trim.	13,8	18,4	-4,7	7,3	7,2	4,1	8,4	3,6	0,7	12,8	3,7	10,6	8,1
2003 1° trim.	12,9	18,1	-4,9	7,0	7,1	4,2	7,9	3,2	0,9	12,7	5,8	10,5	9,0
2° trim.	13,2	18,2	-5,0	7,0	7,1	5,7	8,6	3,9	2,1	12,9	11,4	11,1	12,6
3° trim.	13,4	18,4	-4,7	7,0	7,2	4,9	8,9	2,8	0,2	13,2	6,5	11,3	7,5
4° trim.	14,5	18,8	-4,3	7,3	7,3	5,0	9,4	2,9	0,3	13,1	4,4	10,7	4,3
2004 1° trim.	14,2	19,0	-4,8	7,5	7,3	5,3	9,1	3,4	0,7	12,9	7,1	10,7	9,5
	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	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,8	14,0	-2,9	15,7	-7,0	-0,9	4,8	0,7	8,5	-2,1
2003	.	24,0	.	.	.	2,9	.	-5,0	-0,6	.	-0,8	.	-0,6
2002 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	.	.	.	11,6	.	8,3	1,2	.	8,4	.	-1,3
2004 1° trim.	.	23,8	.	.	.	10,6	.	-1,4	-0,6	.	-8,6	.	0,7

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



F38 Saldo finanziario delle famiglie [1]
(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	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei 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	S55
F28	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F29	Conto dei beni	S56
F30	Conto dei servizi	S56
F31	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S61
F32	Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2002	S64
F33	Tassi di cambio effettivi	S67
F34	Tassi di cambio bilaterali	S67
F35	PIL a prezzi costanti	S70
F36	Indici dei prezzi al consumo	S70
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F38	Saldo finanziario delle famiglie	S71

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO (1. ANDAMENTI MONETARI E TASSI DI INTERESSE)

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

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

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:

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

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:

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

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

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

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:

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

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:

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

$$\text{(g)} \qquad a_t = \left(I_t \big/ I_{t-12} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(h)} \qquad a_t^M = \left(I_t / I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

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

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:

$$\text{(i)} \qquad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t, cioè a_t, può essere calcolato utilizzando la formula (g).

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

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA [2)]. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed é effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette [3)]. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori 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 t, il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

$$\text{(j)} \qquad \frac{\sum_{i=0}^{3} T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

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, dun-

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.

que, 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:

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

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:

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

$$\text{(m)} \qquad a_t = \left(I_t / I_{t-12} - 1\right) \times 100$$

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 1 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.

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 destagiona-

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*.

lizzazione 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 1° settembre 2004.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, 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 osserva-

zioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini

economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero". La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente. Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie [1] (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 [2].

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

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.
2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell'area dell'euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tutti i paesi dell'area dell'euro contribuiscono alle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli, ma l'Irlanda e il Lussemburgo per il momento non forniscono dati trimestrali sui conti finanziari nazionali.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare, informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta le emissioni, i rimborsi e le consistenze in essere di titoli per tutte le scadenze, con una scomposizione aggiuntiva di titoli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

Le colonne da 1 a 4 riportano le consistenze in essere, le emissioni lorde, i rimborsi e le emissioni nette per tutti i titoli denominati in euro.

Le colonne da 5 a 8 riportano le medesime voci per i titoli non azionari (titoli di debito) emessi da soggetti residenti nell'area. Le colonne da 9 a 11 le quote (in percentuale) di consistenze in essere, emissioni lorde, rimborsi e emissioni nette di titoli emessi in euro da residenti nell'area. La colonna 12 riporta le emissioni nette da parte di residenti nell'area di titoli denominati in euro.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95 [3]. 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 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 del-

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).

l'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 termine [4]. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001 [5]. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.
5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

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 6.4 riportano le posizioni di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.4, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 [6)], 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. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 [7)] sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.
7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni 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 (5ª edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7) [8] 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.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 7 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 8 e 9 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio, le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di 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

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

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 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 effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, in questo numero del 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 rifinanziamento 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, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO E 2 SETTEMBRE 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.

IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel secondo trimestre del 2004 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 274.036 pagamenti, per un valore di 1.762 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente ciò rappresenta un incremento del 3 per cento sia in termini di volume, sia in termini di valore. In termini di volume l'incremento è principalmente dovuto all'aumento del numero di transazioni tra Stati membri eseguite attraverso Target. In termini di valore esso è invece imputabile all'aumento del valore dei pagamenti interni agli Stati membri e all'assenza di variazioni in quello relativo al traffico fra Stati membri. La quota di mercato complessiva di Target è aumentata all'88 per cento in termini di valore ed al 59 in termini di volume.

PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI REGOLATI IN TARGET

Target ha gestito un numero medio giornaliero di 205.990 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore di 1.190 miliardi. Rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un incremento del 2 per cento in termini di volume e del 5 per cento in termini di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2003, il volume è rimasto invariato, mentre il valore è aumentato del 2 per cento.

I pagamenti interni agli Stati membri hanno rappresentato il 75,2 e il 67,5 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Nel secondo trimestre del 2004 il valore medio di tali pagamenti è stato pari a 5,8 milioni di euro, rispetto a 5,6 milioni di euro nel trimestre precedente.

Il maggior volume di traffico giornaliero si è registrato il 13 aprile 2004 (ovvero, il giorno successivo al fine settimana pasquale), quando il numero totale di pagamenti è stato pari a 272.651. In termini di valore, il maggiore traffico giornaliero è stato registrato l'11 giugno (ovvero, il giorno successivo ad una festività nazionale in Germania e Austria) con complessivi 1.842 miliardi di euro.

Il 66 per cento dei pagamenti interni agli Stati membri regolati in Target era di importo unitario non superiore a 50.000 euro, mentre l'11 per cento si è collocato su valori superiori a un milione. In media giornaliera, 135 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro.

PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI REGOLATI IN TARGET

Nel secondo trimestre del 2004 il numero medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri regolati in Target è stato pari a 68.045, per un valore di 572 miliardi di euro. Rispetto al primo trimestre del 2004, ciò rappresenta un aumento del 4 per cento in termini di volume, a valori stabili. Nel confronto con lo stesso periodo del 2003 le transazioni sono aumentate dell'11 per cento in volume e del 6 per cento in valore.

Rispetto al trimestre precedente, la componente interbancaria è aumentata dell'1 per cento in volume ed è rimasta sugli stessi livelli in valore. I pagamenti per conto della clientela sono cresciuti del 7 per cento in volume e sono rimasti invariati in valore.

In rapporto al traffico medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria è risultata pari al 48,0 per cento in volume e il 95,2 in valore. Rispetto al primo trimestre del 2004, il valore medio dei pagamenti interbancari si è mantenuto stabile a 16,7 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela è sceso da 837.000 a 778.000 euro.

Nel secondo trimestre, il valore più elevato di pagamenti tra Stati membri regolato in una sola giornata è stato registrato il 30 giugno (ovvero, l'ultimo giorno lavorativo del trimestre), con un ammontare complessivo pari a 769 miliardi di euro. In termini di volume, il giorno di picco dell'attività è stato il 1° giugno 2004 (ovvero, il primo giorno lavorativo successivo a una

festività nazionale in numerosi paesi europei e negli Stati Uniti), nel quale sono stati regolati in Target 94.299 pagamenti fra Stati membri, il numero giornaliero storicamente più elevato.

Il 63 per cento dei pagamenti tra Stati membri era di importo unitario non superiore a 50.000 euro, mentre il 14 per cento si è collocato su valori superiori a un milione di euro. In media giornaliera, circa 39 pagamenti tra Stati membri hanno superato il miliardo di euro.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel secondo trimestre del 2004 Target ha fatto segnare una disponibilità complessiva del 99,80 per cento, rispetto al 99,87 del trimestre precedente. Il numero di "incidenti" con effetti sulla

Tavola 1 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale e per il meccanismo dei pagamenti della BCE

Componenti di Target	Disponibilità 2° trim. 2004 (in percentuale)
Belgio	99,78
Danimarca	99,76
Germania	99,44
Grecia	100,00
Spagna	99,97
Francia	99,85
Irlanda	99,25
Italia	99,85
Lussemburgo	100,00
Paesi Bassi	100,00
Austria	99,69
Portogallo	100,00
Finlandia	99,74
Svezia	99,62
Regno Unito	100,00
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,91
Disponibilità complessiva di Target	99,80

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)

	2003			2004	
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
volume totale	16.606.135	16.665.036	17.404.115	17.071.290	17.264.247
media giornaliera	267.841	252.501	271.939	266.739	274.036
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	3.790.098	3.813.244	4.023.122	4.184.179	4.286.846
media giornaliera	61.131	57.776	62.861	65.378	68.045
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	12.816.037	12.851.792	13.380.993	12.887.111	12.977.401
media giornaliera	206.710	194.724	209.078	201.361	205.990
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
volume totale	9.752.646	9.835.244	10.088.174	9.669.240	9.840.955
media giornaliera	157.301	149.019	157.628	151.082	156.206
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.860.345	1.790.113	1.833.104	1.772.742	1.767.244
media giornaliera	30.006	27.123	28.642	27.669	28.051
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
volume totale	461.878	419.123	423.513	365.097	316.448
media giornaliera	7.450	6.350	6.617	5.705	5.023
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	191.101	151.666	134.620	131.082	184.269
media giornaliera	3.082	2.298	2.103	2.048	2.925

Tavola 3 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni

(miliardi di euro)

	2003			2004	
	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	105.978	105.216	102.686	109.062	111.025
media giornaliera	1.709	1.594	1.604	1.704	1.762
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	33.545	34.570	34.128	36.487	36.046
media giornaliera	541	524	533	570	572
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	72.433	70.646	68.558	72.575	74.979
media giornaliera	1.168	1.070	1.071	1.134	1.190
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	11.074	11.331	10.898	11.647	10.987
media giornaliera	179	172	170	182	174
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4.698	4.203	4.180	4.276	4.765
media giornaliera	76	64	65	67	76
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
ammontare totale	78	75	74	60	60
media giornaliera	1	1	1	1	1
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	111	96	104	120	117
media giornaliera	2	1	2	2	2

disponibilità di Target nel secondo trimestre del 2004 è stato pari a 25, rispetto a 19 nel trimestre precedente. La tabella al lato mostra i valori relativi a ciascuna componente nazionale del sistema e al meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism* – EPM).

Nel secondo trimestre il 95,27 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di 5 minuti. Per il 3,76 per cento dei pagamenti si è reso necessario un tempo compreso tra i 5 e i 15 minuti e per lo 0,44 per cento fra i 15 e i 30 minuti. In media, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti per 361 dei 68.045 pagamenti regolati giornalmente fra gli Stati membri.

COLLAUDO DI TARGET E NUOVE VERSIONI

Nel corso del secondo trimestre del 2004 le BCN hanno dovuto effettuare le attività di collaudo per la versione 2004 di Target, entrata in esercizio il 14 giugno 2004.

Questa versione ha recepito una variazione nella regola di convalida SWIFT per il codice IBAN (*International Bank Account Number*), entrata in vigore il medesimo giorno. L'utilizzo di un codice IBAN come numero di conto del beneficiario nei messaggi MT103+ è obbligatorio quando sia la banca mittente sia quella ricevente siano domiciliate in paesi contenuti in una lista predefinita. La variazione è stata dovuta all'inserimento di sei nuovi paesi in tale lista.

Le modifiche nella regola di convalida SWIFT hanno ovviamente implicato analoghi adeguamenti per le componenti nazionali di Target, rendendo pertanto necessarie specifiche attività di collaudo. Tali collaudi sono stati eseguiti con successo e Target 2004 è entrato in esercizio regolarmente il 14 giugno 2004.

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 giugno e agosto 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.
Rapporto annuale 2003, aprile 2004.

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.
L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri, maggio 2004.
Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro, maggio 2004.
I metodi di attenuazione dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, maggio 2004.
Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, luglio 2004.
Analisi della resilienza del settore bancario dell'Unione europea dal 2000, luglio 2004.
La costituzione europea e la BCE, agosto 2004.
Proprietà e utilizzo dei conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche, agosto 2004.
Banconote in euro: primi anni di esperienza, agosto 2004.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

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, aprile 2004.
13 *Fair value accounting and financial stability*, a cura di un gruppo interno coordinato da Andrea Enria e comprendente Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires e Paolo Poloni, aprile 2004.
14 *Measuring financial integration in the euro area*, di L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, aprile 2004.
15 *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, di Henning Ahnert e Geoff Kenny, maggio 2004.
16 *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, di F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, giugno 2004.
17 *Corporate "excesses" and financial market dynamics*, di A. Maddaloni e D. Pain, luglio 2004.
18 *The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents*, di A. Geis, A. Mehl e S. Wredenborg, luglio 2004.
19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell'MPC del SEBC, luglio 2004.
20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.

WORKING PAPERS SERIES

366 *The informational content of over-the-counter currency options*, di P. Christoffersen e S. Mazzotta, giugno 2004.

367 *Factor substitution and factor augmenting technical progress in the US: a normalized supply-side system approach*, di R. Klump, P. McAdam e A. Willman, giugno 2004.
368 *Capital quality improvement and the sources of growth in the euro area*, di P. Sakellaris e F. W. Vijselaar, giugno 2004.
369 *Sovereign risk premia in the European government bond market*, di K. Bernoth, J. von Hagen e L. Schuknecht, giugno 2004.
370 *Inflation persistence during periods of structural change: an assessment using Greek data*, di G. Hondroyiannis e S. Lazaretou, giugno 2004.
371 *Inflation persistence: facts or artefacts?*, di C. R. Marques, giugno 2004.
372 *The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine*, di U. Bindseil, giugno 2004.
373 *Technology shocks and robust sign restrictions in a euro area SVAR*, di G. Peersman e R. Straub, luglio 2004.
374 *To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma e F. Skudelny, luglio 2004.
375 *Guess what: it's the settlements!*, di T. V. Koeppl e C. Monnet, luglio 2004.
376 *Raising rival's costs in the securities settlement industry*, di C. Holthausen e J. Tapking, luglio 2004.
377 *Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates*, di K. Adam e R. M. Billi, luglio 2004.
378 *Liquidity, information, and the overnight rate*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, luglio 2004.
379 *Do financial market variables show (symmetric) indicator properties relative to exchange rate returns?*, di O. Castrén, luglio 2004.
380 *Optimal monetary policy under discretion with a zero bound on nominal interest rates*, di K. Adam e R. M. Billi, agosto 2004.
381 *Fiscal rules and sustainability of public finances in an endogenous growth model*, di B. Annicchiarico e N. Giammarioli, agosto 2004.
382 *Longer-term effects of monetary growth on real and nominal variables, major industrial countries, 1880-2001*, di A. A. Haug e W. G. Dewald, agosto 2004.
383 *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, di A. T. Levin, F. M. Natalucci e J. M. Piger, agosto 2004.
384 *Price rigidity. Evidence from the French CPI micro-data*, di L. Baudry, H. Le Bihan, P. Sevestre e S. Tarrieu, agosto 2004.
385 *Euro area sovereign yield dynamics: the role of order imbalance*, di A. J. Menkveld, Y. C. Cheung e F. de Jong, agosto 2004.
386 *Intergenerational altruism and neoclassical growth models*, di P. Michel, E. Thibault e J.-P. Vidal, agosto 2004.
387 *Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement*, di J. Tapking e J. Yang, agosto 2004.

ALTRE PUBBLICAZIONI

EU banking sector stability, febbraio 2003.
List of monetary financial institutions and institutions subject to minimun 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 Costitution 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.
External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank, aprile 2004.
Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004), aprile 2004.
Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004), aprile 2004.
TARGET compensation claim form, aprile 2004.
Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe, aprile 2004.
The use of central bank money for settling securities transactions, maggio 2004.
TARGET Annual Report 2003, maggio 2004.
Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles, maggio 2004.
Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management, maggio 2004.
Risk Management for Central Bank Foreign Reserves, maggio 2004.
Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan, giugno 2004.
The development of statistics for Economic and Monetary Union, di Peter Bull, luglio 2004.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institutions 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.