



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

BOLLETTINO MENSILE
GENNAIO





BANCA CENTRALE EUROPEA



Nel 2005 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 50 euro

**BOLLETTINO MENSILE
GENNAIO 2005**



© Banca Centrale Europea, 2005

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 12 gennaio 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di gennaio 2005
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 7

Gli andamenti monetari e finanziari 11

Prezzi e costi 30

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro 41

I tassi di cambio
e la bilancia dei pagamenti 47

Riquadri:

1 Metodi di individuazione e stima
delle riallocazioni di portafoglio
concernenti M3 13

2 Le determinanti del calo
dei differenziali di rendimento
sulle obbligazioni societarie
negli ultimi anni 24

3 Effetti base e loro impatto
sull'inflazione al consumo
agli inizi del 2005 31

4 L'utilizzo delle informazioni
del bollettino petrolifero settimanale
per monitorare gli andamenti di breve
termine dei prezzi dei beni energetici 34

ARTICOLI

Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti
patrimoniali: principali caratteristiche
e implicazioni 53

I flussi di capitale verso le economie
emergenti: nuove caratteristiche
e sviluppi recenti 63

STATISTICHE 51

**CRONOLOGIA DELLE MISURE
DI POLITICA MONETARIA
DELL'EUROSISTEMA** I

**I DOCUMENTI PUBBLICATI
DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA
DAL GENNAIO 2004** V

GLOSSARIO XI

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 13 gennaio 2005 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.

Le spinte inflazionistiche di breve periodo, pur restando presenti, hanno di recente registrato una certa attenuazione, principalmente riconducibile al calo dei corsi petroliferi rispetto ai massimi di ottobre. Nel contempo, non si riscontrano al momento indicazioni significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha pertanto lasciato invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE sui loro livelli storicamente contenuti. Permangono, tuttavia, rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine, riguardo ai quali è essenziale rimanere vigili.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, la seconda stima dell'Eurostat ha confermato che nel terzo trimestre il PIL è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Per il quarto trimestre le informazioni sono ancora incomplete; tuttavia, i più recenti dati macroeconomici e i risultati delle ultime indagini congiunturali, benché contrastanti, paiono indicare il perdurare di una crescita moderata.

In prospettiva, continuano a esistere i presupposti per il proseguimento dell'espansione economica. Dal lato esterno, la crescita a livello internazionale dovrebbe rimanere robusta e il vigore della domanda mondiale dovrebbe contribuire a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero essere stimolati dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area, dall'incremento degli utili delle imprese e dalla loro maggiore efficienza con l'avanzare del processo di ristrutturazione societaria. È probabile inoltre che i consumi privati evolvano in linea con l'andamento del reddito disponibile reale;

riceverebbero altresì uno stimolo se diminuissero le incertezze sulla portata e sul ritmo del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali nell'area dell'euro.

Nelle ultime settimane si è osservata una certa attenuazione dei rischi al ribasso per le prospettive economiche derivanti dagli andamenti dei corsi petroliferi. Per quanto concerne i tassi di cambio, il Consiglio direttivo ha confermato la posizione assunta nella fase di brusco rafforzamento dell'euro, ribadendo che questi movimenti non vengono visti con favore e non sono auspicabili per la crescita economica.

Con riferimento ai prezzi, in base alla stima rapida dell'Eurostat il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è salito in dicembre al 2,3 per cento, dal 2,2 di novembre. È probabile che nei prossimi mesi continui ad attestarsi al di sopra del 2 per cento, malgrado il recente calo delle quotazioni petrolifere. In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, le informazioni disponibili indicano che, in assenza di ulteriori shock avversi, l'inflazione armonizzata scenderà al di sotto del 2 per cento nel corso del 2005. Inoltre, gli indicatori più recenti non segnalano l'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. La dinamica salariale rimane contenuta, a fronte della moderata crescita economica in corso e delle deboli condizioni dei mercati del lavoro.

Nel contesto attuale, caratterizzato da prospettive sostanzialmente favorevoli per l'evoluzione dei prezzi nel medio periodo, occorre tenere conto dei rischi al rialzo per la loro stabilità. Dati i passati rincari del greggio, permane la necessità di evitare effetti di secondo impatto nell'economia attraverso la formazione di salari e prezzi. È molto importante che le parti sociali mostrino un atteggiamento responsabile. Occorre, inoltre, seguire da vicino gli andamenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

Passando all'analisi monetaria, i dati più recenti confermano la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Gli aggregati monetari e creditizi hanno mostrato un'accelerazione

nella seconda metà del 2004, in ampia misura ascrivibile al basso livello dei tassi di interesse. Per effetto della sostenuta dinamica monetaria degli ultimi anni, la liquidità presente nell'area dell'euro resta significativamente superiore a quella necessaria per finanziare una crescita non inflazionistica. Nel complesso, emergono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. In alcuni paesi, inoltre, l'effetto congiunto del notevole eccesso di liquidità e della forte espansione del credito potrebbe indurre incrementi non sostenibili dei prezzi nei mercati immobiliari.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che dal lato interno le spinte inflazionistiche di fondo risultano contenute, ma occorre tenere sotto stretta osservazione i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In tale contesto, è fondamentale evitare che gli attuali andamenti di breve periodo dell'inflazione al consumo incidano sulle aspettative di inflazione a lungo termine. La verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere vigili circa il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto concerne sia le politiche di bilancio sia le riforme strutturali, i governi e le istituzioni dell'Unione europea dovranno far fronte a numerose importanti sfide nel corso del 2005.

La prima di queste sfide riguarda il rafforzamento delle finanze pubbliche, tramite una rapida correzione dei disavanzi eccessivi e il ritorno a una decisa azione di risanamento dei conti pubblici. L'intera UE deve altresì affrontare le considerevoli implicazioni dell'invecchiamento della popolazione per gli attuali sistemi pensionistici e previdenziali. È inoltre necessario che il dibattito sul quadro di riferimento per le poli-

tiche di bilancio nell'UE giunga ora a una convincente conclusione, in grado di promuovere la fiducia. L'assetto vigente, sancito dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita, è uno dei cardini dell'Unione economica e monetaria e svolge dunque un ruolo centrale nell'ancorare le aspettative sulla disciplina di bilancio. Il Consiglio direttivo è convinto che l'applicazione del Patto possa essere migliorata. Nel contempo ribadisce che sarebbe controproducente modificare i regolamenti, rendere meno stringente il limite massimo del 3 per cento fissato per il deficit o indebolire la procedura per i disavanzi eccessivi.

Quanto alle politiche strutturali, l'imminente valutazione intermedia della strategia di Lisbona offre l'opportunità di imprimere un rinnovato impulso al processo di riforma strutturale in Europa, come viene sollecitato nel rapporto di recente pubblicazione del gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok. Il Consiglio direttivo sostiene con forza l'adozione di un programma di riforme incentrato sull'aumento della crescita dell'occupazione e sulla promozione degli investimenti, dell'innovazione e della produttività. I passi avanti compiuti in questa direzione non solo incrementeranno il potenziale di crescita dell'economia dell'area dell'euro a medio termine, ma contribuiranno anche a rafforzare la fiducia dei consumatori e delle imprese su un orizzonte più breve.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo descrive lo schema di regolamentazione sui requisiti patrimoniali delle banche ridefinito dal nuovo Accordo di Basilea; l'analisi verte altresì sulle potenziali implicazioni del nuovo schema e sulla sua applicazione nel contesto dell'UE. Il secondo articolo prende in esame il cambiamento dei flussi finanziari verso le economie di mercato emergenti.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La crescita dell'economia mondiale permane piuttosto vigorosa, sostenuta dalle favorevoli condizioni di finanziamento e da un'ulteriore flessione dei corsi petroliferi. Nel contempo, le pressioni inflazionistiche restano in generale relativamente contenute anche se l'evoluzione dei prezzi dei beni energetici continua a influire sull'inflazione complessiva. Le prospettive per l'economia mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro rimangono nell'insieme relativamente favorevoli.

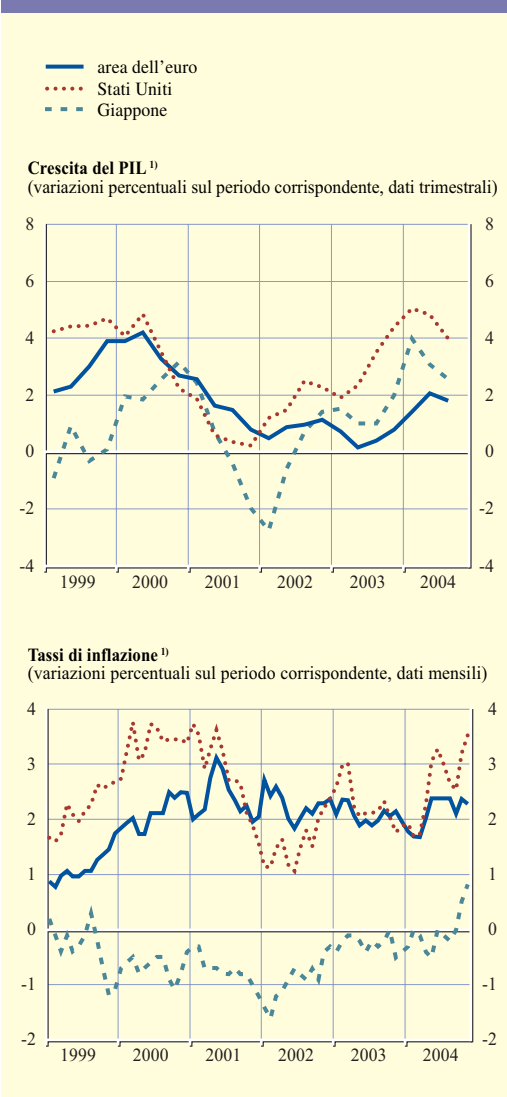
I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale ha continuato a registrare un'espansione alquanto robusta, anche se in graduale moderazione dopo i livelli eccezionalmente elevati degli inizi del 2004. In un contesto in cui l'azione di stimolo delle politiche economiche viene progressivamente meno in numerosi paesi, le condizioni di finanziamento permangono favorevoli e un'attività creditizia piuttosto vivace continua a sostenere la crescita mondiale. Inoltre, l'ulteriore ribasso del prezzo del petrolio osservato in dicembre ha contribuito a contenere un importante fattore di rallentamento dell'attività su scala internazionale, anche se i corsi petroliferi restano su livelli notevolmente elevati. I buoni risultati dell'economia mondiale nel 2004 sono stati messi in secondo piano dalle conseguenze della tragica calamità naturale che ha colpito l'Asia alla fine di dicembre. Enormi dal punto di vista umano, a livello economico i costi dello tsunami si prevedono contenuti e con effetti scarsi – se non nulli – sul processo di crescita internazionale. Le pressioni inflazionistiche a livello mondiale sono rimaste generalmente piuttosto limitate in un contesto in cui in numerosi paesi i prezzi al consumo, a esclusione di quelli dei beni alimentari ed energetici, hanno recentemente evidenziato incrementi relativamente modesti.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica sembra ancora solida dopo una stima finale della crescita del PIL in termini reali pari al 4 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno). Negli ultimi mesi i consumi privati hanno mostrato una persistente tenuta, mentre le informazioni disponibili indicano che l'espansione del settore delle imprese rimane robusta. Con un aumento dell'occupazione dipendente pari a 157.000 unità in dicembre, l'eccesso di offerta accumulato sul mercato del lavoro continua a ridursi progressiva-

Figura 1 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.

mente. Tuttavia, durante gli ultimi mesi la crescita del reddito disponibile in termini reali è stata relativamente modesta, per la dinamica moderata dei salari reali e il livello persistentemente elevato dei prezzi petroliferi. Assieme alla robusta espansione della spesa per consumi, ciò si è tradotto in un ulteriore calo del risparmio personale in percentuale del reddito disponibile. Con riferimento all'inflazione, in novembre il tasso di incremento dell'IPC sui dodici mesi è salito ulteriormente (al 3,5 per cento) per effetto dei prodotti energetici, contro un aumento del 2,2 per cento dell'indice calcolato al netto degli alimentari e dell'energia. Il 14 dicembre il Federal Open Market Committee ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la quinta volta consecutiva, al 2,25 per cento, e nel relativo comunicato stampa ha affermato: “[...] il Comitato ritiene che l'indirizzo accomodante della politica monetaria possa essere abbandonato a un ritmo probabilmente misurato. Nondimeno, esso reagirà al variare delle prospettive economiche in modo tale da poter assolvere al proprio compito di mantenere la stabilità dei prezzi”.

GIAPPONE

In Giappone il ritmo della ripresa economica ha subito una significativa diminuzione durante gli ultimi trimestri, in un contesto in cui persistono moderate pressioni deflazionistiche. Sulla base delle statistiche di contabilità nazionale elaborate secondo la nuova metodologia basata sugli indici concatenati, nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali (sul periodo precedente) è stata pari ad appena lo 0,1 per cento, dopo il -0,1 per cento nel secondo. Vari indicatori segnalano il protrarsi della debolezza dell'attività nel settore manifatturiero e in quello dei servizi durante il quarto trimestre. Inoltre, a dicembre l'indagine Tankan della Banca del Giappone mostra come la perdurante moderazione della crescita sia stata accompagnata anche da un leggero peggioramento del clima di fiducia delle imprese. Benché il grado di fiducia dei consumatori resti relativamente elevato, le rilevazioni recenti indicano che la spesa in termini reali delle famiglie è calata. Ciò sembrerebbe in parte riconducibile alle preoccupazioni circa il possibile aumento futuro delle imposte. Più in positivo, le statistiche sull'interscambio indicano che verso la fine del 2004 le esportazioni delle imprese nipponiche si attestavano ancora su livelli soddisfacenti. Nel contempo le imprese intervistate hanno annunciato programmi di investimento significativi per il resto dell'attuale esercizio finanziario (che si concluderà a marzo 2005). Con riferimento ai prezzi, il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi è salito dallo 0,5 per cento di ottobre allo 0,8 di novembre. Questi recenti incrementi hanno riflesso in larga misura un picco temporaneo dei prezzi degli alimentari freschi, in quanto in novembre l'IPC al netto di questi ultimi è di fatto sceso dello 0,2 per cento, dopo un calo dello 0,1 per cento in ottobre.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali ha registrato una sensibile moderazione durante la seconda metà dello scorso anno e nel terzo trimestre è scesa allo 0,5 per cento (sul periodo precedente), dallo 0,9 per cento del secondo. Ciò è ascrivibile soprattutto all'effetto congiunto dell'andamento del contributo delle esportazioni nette e della decelerazione degli investimenti. Nel terzo trimestre l'apporto delle esportazioni nette è sceso a -0,3 punti percentuali (da +0,1 nel trimestre precedente) e la crescita (sul periodo precedente) degli investimenti fissi lordi è calata allo 0,6 per cento (dal 2,4 del secondo trimestre). Durante lo stesso periodo il tasso di espansione della spesa delle famiglie è rimasto invariato e i consumi collettivi hanno registrato un aumento sensibile. Stando alle indagini della Commissione europea, nel quarto trimestre il clima di fiducia del settore industriale è ulteriormente peggiorato mentre quello dei consumatori ha registrato un lieve miglioramento. Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione misurata in termini di tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC è rimasta al di sotto dell'obiettivo del 2 per cento (1,5 per cento in novembre, contro l'1,2 per cento di ottobre), in un contesto in cui il principale effetto al rialzo è provenuto dalle componenti relative ai prodotti energetici e ai servizi di trasporto.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nel terzo trimestre il PIL in termini reali della Svezia è cresciuto dello 0,9 per cento sul periodo precedente, a fronte di un incremento dell'1,0 per cento nel secondo trimestre. A determinare tale risultato ha concorso soprattutto l'aumento delle scorte, mentre il contributo delle esportazioni nette è diventato negativo per lo stallo delle esportazioni. In dicembre l'indice IAPC ha registrato un aumento dello 0,9 per cento sui dodici mesi, in calo rispetto all'1,1 per cento di novembre, di riflesso alla diminuzione dei prezzi dei combustibili.

In Danimarca l'incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è sceso allo 0,1 per cento nel terzo trimestre, in quanto l'aumento dell'espansione della domanda interna è stato in larga misura controbilanciato dalla crescita significativa delle importazioni, riconducibile soprattutto alle maggiori importazioni di mezzi di trasporto e di carburante. In novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa all'1,0 per cento, dall'1,6 di ottobre, principalmente a causa del calo dei prezzi dei prodotti energetici e dei mezzi di trasporto.

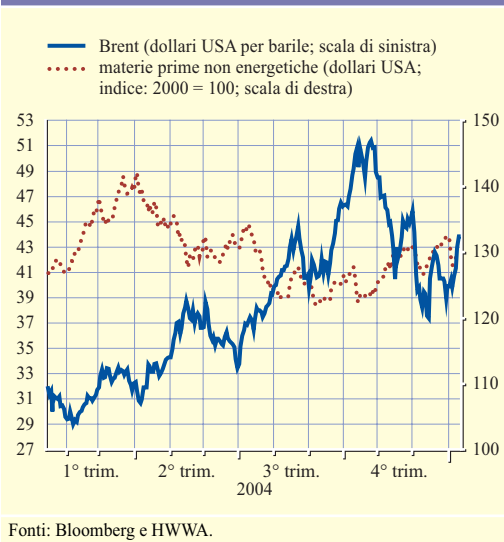
Nei maggiori nuovi Stati membri la crescita del PIL in termini reali è diminuita durante il terzo trimestre pur mantenendosi su livelli elevati. L'inflazione misurata sullo IAPC ha continuato a calare progressivamente dopo il notevole incremento della prima parte del 2004. In gran parte di questi Stati le pressioni inflazionistiche si sono allentate soprattutto per l'andamento favorevole dei prezzi dei beni alimentari ed energetici.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nei paesi asiatici escluso il Giappone l'attività ha continuato a rallentare gradualmente ma è rimasta complessivamente piuttosto vivace. Tale moderazione sarebbe in larga parte ascrivibile alla decelerazione della domanda estera: stando ai dati disponibili sull'interscambio commerciale, il rallentamento delle esportazioni si è protratto anche negli ultimi mesi del 2004. Le pressioni inflazionistiche si sono attenuate in molti paesi in novembre, grazie soprattutto all'evoluzione favorevole dei prezzi dei beni alimentari. Le conseguenze economiche dello tsunami dovrebbero essere piuttosto contenute, nonostante la tragica perdita di vite umane. Benché sia prevedibile un effetto negativo di breve periodo sul settore turistico dei paesi colpiti, gli sforzi necessari per la ricostruzione potrebbero di fatto agire da stimolo per la crescita del prodotto nella regione.

In Cina gli indicatori disponibili segnalano che la crescita economica ha continuato a moderarsi, anche se in modo graduale. In novembre il tasso di espansione della produzione industriale è sceso ulteriormente, al 14,8 per cento sui dodici mesi, dal 15,7 di ottobre. Analogamente, la crescita degli investimenti fissi è scesa al 24,9 per cento, dal 26,4 di ottobre. Sempre in novembre, l'inflazione è diminuita sensibilmente – soprattutto per effetto dell'evoluzione dei prezzi dei beni alimentari – con un tasso di crescita sui dodici mesi dell'IPC complessivo calato al 2,8 per cento, dal 4,3 del mese precedente.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha continuato a registrare una crescita vivace. Durante il terzo trimestre il PIL in termini reali dei tre principali paesi è aumentato sensibilmente rispetto al periodo corrispondente (+8,3 per cento in Argentina, +6,1 per cento in Brasile e +4,4 per cento in Messico), grazie all'effetto congiunto delle esportazioni e della domanda interna. In parte di riflesso a questa robusta evoluzione della domanda, in tutti e tre i paesi permangono pressioni inflazionistiche.

MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In un contesto di notevole volatilità, i prezzi petroliferi sono rimasti ben al di sotto dei livelli record raggiunti in precedenza. Il 12 gennaio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 43,1 dollari statunitensi, un livello inferiore del 16 per cento al massimo storico della fine di ottobre. La domanda di energia – uno dei principali fattori alla base dei forti rincari del petrolio nel corso del 2004 – si è moderata alla fine dell'anno, consentendo un aumento delle scorte di prodotti petroliferi. Ciò nonostante, i corsi del petrolio restano relativamente elevati e superiori del 36 per cento in termini di dollari statunitensi (33 per cento in termini di euro) a quelli di un anno fa. Il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo la catena della fornitura di petrolio, e di conseguenza l'elevata sensibilità alle variazioni inattese nell'equilibrio fra la domanda e l'offerta, continuano a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi. Nelle attese degli operatori i corsi petroliferi dovrebbero restare prossimi ai livelli attuali durante tutto l'anno in corso, per poi scendere solo gradualmente verso la quota di 38 dollari statunitensi entro la fine del 2007.

Dopo aver continuato a scendere rispetto ai massimi dell'aprile 2004, i prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente aumentati in novembre e in dicembre. I prezzi dei prodotti alimentari hanno segnato un rialzo dopo il calo piuttosto sensibile dei mesi precedenti, mentre quelli delle materie prime industriali sono diminuiti. In termini di dollari statunitensi nel mese di dicembre i prezzi delle materie prime non energetiche sono nell'insieme aumentati dell'8,9 per cento rispetto a un anno prima.

PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive generali per l'economia mondiale e per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono relativamente favorevoli. È tuttavia probabile una prosecuzione della tendenza a una certa moderazione della crescita emersa nei trimestri più recenti dopo i livelli elevati dei primi mesi del 2004, come attestano altresì gli indicatori anticipatori e coincidenti dell'economia mondiale (quali l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE e l'indice dei responsabili degli acquisti).

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati recenti confermano il rafforzamento delle dinamiche monetarie in atto dalla metà del 2004. Il basso livello dei tassi di interesse ha rappresentato uno stimolo alla crescita di M3, compensandone in misura crescente la tendenza alla riduzione derivante dalla normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro, dopo l'eccezionale preferenza per la liquidità osservata nel periodo di acuta incertezza economica fra il 2001 e la metà del 2003. Il basso livello dei tassi di interesse ha inoltre sostenuto un ulteriore rafforzamento della già vigorosa crescita dei prestiti al settore privato. Nel complesso, la liquidità presente nell'area continua a essere notevolmente superiore a quella necessaria per finanziare la crescita senza alimentare pressioni inflazionistiche.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

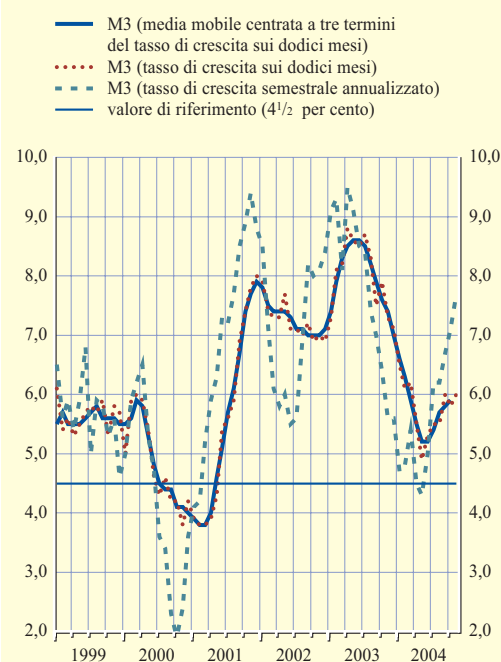
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 6,0 per cento in novembre, dal 5,8 di ottobre (cfr. figura 3). La media a tre mesi è aumentata al 5,9 per cento nel periodo fra settembre e novembre, dal 5,8 nel periodo di tre mesi conclusosi in ottobre. Anche le dinamiche a più breve termine di M3 sono rimaste vigorose in novembre, come indica, tra l'altro, un ulteriore aumento del tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno, al 7,7 per cento.

Gli andamenti monetari continuano a essere influenzati da due fattori. Da un lato, la forte crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e l'incremento relativamente contenuto degli strumenti negoziabili compresi in M3 indicano un proseguimento del processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro, con ricomposizioni da attività monetarie a strumenti a più lungo termine, ma con impatto frenante sulla crescita di M3 inferiore a quanto ci si sarebbe attesi sulla base delle regolarità osservate in passato. Dall'altro lato, la prosecuzione della forte domanda delle componenti più liquide di M3 e di prestiti delle IFM al settore privato riflette l'effetto di stimolo proveniente dal basso livello dei tassi di interesse, che è risultato essere la principale forza trainante della crescita di M3 dalla metà del 2004.

Data la vigorosa crescita di M3 negli anni recenti (confermata dagli ultimi andamenti monetari), la liquidità nell'area dell'euro è notevolmente superiore a quanto necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Se quote significative di tale eccesso di liquidità 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 reale, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine potrebbero aumentare. Un elevato eccesso di liquidità e una vigorosa

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.

crescita del credito potrebbero inoltre diventare fonte di forti aumenti dei prezzi delle attività, soprattutto sui mercati immobiliari.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il maggior contributo alla vigorosa dinamica di M3 continua a provenire dalla forte domanda delle componenti più liquide comprese nell'aggregato monetario ristretto M1, a sua volta riconducibile in ampia misura al basso livello dei tassi di interesse e, quindi, del costo opportunità di detenere tali attività, più liquide ma a basso rendimento. In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito al 9,7 per cento, dal 9,0 di ottobre (cfr. tavola 1), rispecchiando un aumento dell'espansione dei depositi a vista (all'8,2 per cento, dal 7,2). Il tasso di incremento del circolante si è mantenuto molto elevato, al 19,2 per cento, riflettendo il perdurare di una vigorosa domanda di banconote in euro sia dall'interno che dall'esterno dell'area.

In novembre il tasso di crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è sceso al 3,2 per cento, dal 3,6 in ottobre, riflettendo andamenti divergenti a livello delle singole componenti. A fronte di un lieve incremento della crescita sul periodo corrispondente dei depositi a risparmio a breve termine (rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), è stato più ampio rispetto al mese precedente il calo dei depositi a scadenza a breve termine (con durata prestabilita fino a due anni). Ciò è probabilmente riconducibile al fatto che la remunerazione attuale di questo tipo di depositi non sembra sufficiente a compensare la loro minore liquidità, soprattutto rispetto ai depositi a vista e a risparmio.

Il tasso di variazione degli strumenti negoziabili compresi in M3 è rimasto sostanzialmente invariato in novembre, al 2,9 per cento dal 2,8 di ottobre, confermando il contributo relativamente modesto di tali attività alla crescita di M3 dalla metà del 2004 in poi. Considerato che esse sono spesso usate come strumento sicuro e liquido in periodi di forte incertezza economica, il loro andamento recente sembra confermare un proseguimento, sia pure lento, della normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro (cfr. riquadro 1).

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		2004		2004		2004
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ott.	nov.
M1	44,8	11,4	11,0	11,0	10,2	9,6	9,0	9,7
Banconote e monete in circolazione	7,0	29,6	26,5	24,0	21,6	20,3	19,6	19,2
Depositi a vista	37,8	8,8	8,7	9,1	8,5	7,9	7,2	8,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,7	5,8	4,8	3,3	1,7	2,0	3,6	3,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,5	-1,4	-3,0	-4,4	-7,0	-5,8	-2,0	-3,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,2	11,6	11,0	9,2	8,1	7,6	7,4	7,5
M2	85,5	8,5	7,9	7,2	6,0	5,8	6,3	6,5
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,5	7,5	5,6	2,3	2,0	3,9	2,8	2,9
M3	100,0	8,4	7,5	6,4	5,4	5,6	5,8	6,0
Credito a residenti nell'area dell'euro		5,3	5,8	5,8	6,0	6,2	6,1	6,0
Credito alle Amministrazioni pubbliche		4,8	6,6	6,0	6,5	6,5	4,5	3,5
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche		1,0	1,5	1,2	2,3	2,3	1,6	-0,1
Credito al settore privato		5,4	5,6	5,7	5,9	6,1	6,5	6,7
Prestiti al settore privato		4,9	5,3	5,4	5,6	6,2	6,8	6,9
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		5,6	6,4	7,2	8,3	8,6	8,9	8,8

Fonte: BCE.

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

Riquadro I

METODI DI IDENTIFICAZIONE E STIMA DELLE RIALLOCAZIONI DI PORTAFOGLIO CONCERNENTI M3

Il periodo di eccezionale incertezza economica e finanziaria compreso fra il 2001 e il 2003 ha comportato una netta preferenza degli investitori per le attività liquide. Le riallocazioni straordinarie di portafoglio associate a questo fenomeno si sono riflesse in una marcata crescita di M3 e in un continuo accumularsi di eccesso di liquidità. Sebbene in generale sussista uno stretto legame nel lungo periodo fra l'andamento di M3 e quello dei prezzi al consumo nell'area dell'euro, riallocazioni di portafoglio consistenti possono rendere meno chiaro tale legame, per lo meno temporaneamente. In effetti esistono scenari in cui l'eccesso di liquidità imputabile a tali riallocazioni di portafoglio verso attività monetarie possa non comportare rischi per la stabilità dei prezzi. Ad esempio le riallocazioni possono essere solo momentanee e riassorbirsi successivamente con il venir meno dell'incertezza che le ha generate. Quand'anche siano poi di natura più persistente, esse possono riflettere semplicemente una maggiore preferenza per la liquidità da parte degli investitori, ossia la volontà di detenere attività liquide e sicure piuttosto che attività maggiormente rischiose a più lungo termine. In tal caso esse rappresenterebbero una variazione strutturale nella domanda di moneta. Tuttavia, esiste il rischio che l'eccesso di liquidità derivante da riallocazioni di portafoglio venga in un determinato momento destinato all'acquisto di beni e servizi, soprattutto in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica.

Benché è probabile che nella realtà siano sempre congiuntamente presenti queste varie possibilità, come primo passo verso l'analisi dei rischi occorre comprendere le dimensioni delle riallocazioni di portafoglio. In tale contesto, il presente riquadro offre alcuni metodi per la loro identificazione e quantificazione.

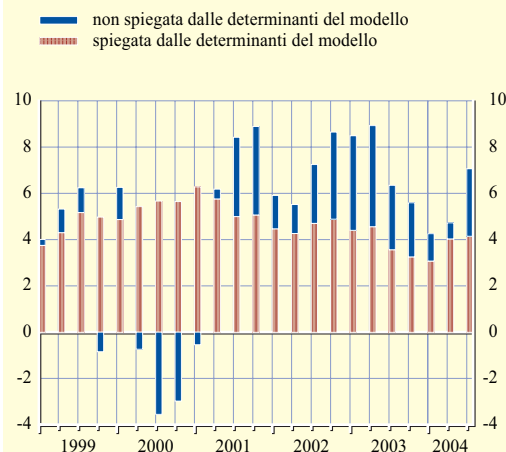
Identificazione delle riallocazioni straordinarie di portafoglio a favore di attività monetarie

Idealmente, il rapporto fra un'accresciuta incertezza e la conseguente avversione al rischio, da un lato, e la domanda di strumenti liquidi compresi in M3, dall'altro, dovrebbe essere analizzato in un modello economico strutturale che colga esplicitamente i comportamenti economici sottostanti. Tuttavia, la tipologia e la portata degli shock (gli avvenimenti dell'11 settembre 2001 e il calo protratto caratterizzato da volatilità dei mercati azionari) che hanno determinato le recenti riallocazioni di portafoglio non hanno precedenti, almeno a partire dagli inizi degli anni ottanta, da quando cioè sono disponibili i dati sugli andamenti monetari nell'area dell'euro. L'esperienza passata, perciò, può non costituire una guida adeguata all'esplicita modellizzazione dell'impatto di questi shock in tempo reale. Inoltre, la complessità delle scelte di portafoglio degli investitori non può essere adeguatamente rappresentata in un modello con i dati aggregati disponibili.

I modelli disponibili per la domanda di moneta hanno lasciato "senza spiegazione" una parte cospicua della crescita monetaria osservata in tempi recenti, soprattutto nella seconda metà del 2001 e nel periodo compreso fra gli ultimi mesi del 2002 e la metà del 2003 (cfr. figura A). Ciò indica la peculiarità di tali periodi, che stimola la ricerca di spiegazioni più particolareggiate.

Figura A Scomposizione della crescita trimestrale di M3 in termini nominali nell'area dell'euro effettuata utilizzando un modello di domanda di moneta

(variazioni percentuali trimestrali annualizzate)

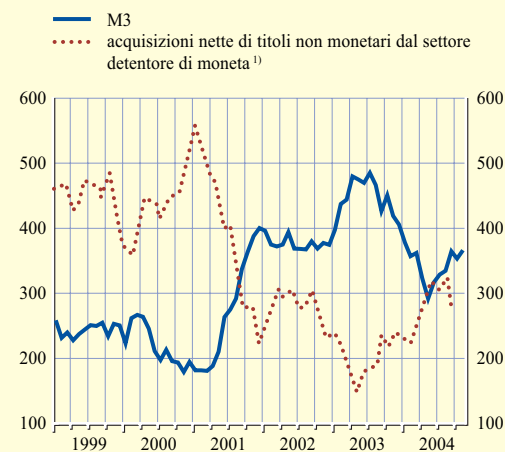


Fonte: BCE.

Nota: i contributi sono derivati dal modello presentato in A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately*, IMF working paper No. 01/179.

Figura B Acquisizioni nette di titoli non monetari dal settore detentore di moneta e M3

(flussi sui dodici mesi; miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolate come la somma di prestiti ai residenti nell'area dell'euro, emissioni di titoli da parte del settore detentore di moneta e saldo di conto corrente al netto di strumenti inclusi in M3, depositi a più lungo termine presso le IFM e transazioni nette con l'estero del settore detentore di monete diverse da quelle in titoli.

Anche altri metodi possono servire a quantificare e spiegare le riallocazioni di portafoglio al fine di ricavare una misura corretta di M3: in particolare un metodo consiste nell'estrarre discretionalmente da una vasta gamma di indicatori economici quelli che si ritiene rilevino, in tempo reale e in maniera relativamente stabile, l'impatto quantitativo delle riallocazioni di portafoglio straordinarie da e verso le attività comprese in M3. Di seguito sono presentati due indicatori di questo genere.

Il primo indicatore consiste in una misura quantitativa dell'acquisto netto di titoli non monetari (ossia attività finanziarie non comprese in M3) da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro (cfr. figura B). L'indicatore mostra una marcata flessione nei periodi in cui i fattori fondamentali del modello non riescono a spiegare gran parte del rafforzamento della domanda di moneta, ovvero nella seconda metà del 2001 e nel periodo compreso fra gli ultimi mesi del 2002 fino alla metà del 2003. L'indicatore mostra altresì una certa normalizzazione delle scelte di portafoglio fra la metà del 2003 e la primavera del 2004, quando un rallentamento delle dinamiche di M3 ha coinciso in misura significativa con un aumento degli investimenti in attività non monetarie.

Il secondo indicatore consiste in una misura aggregata dell'avversione al rischio approssimata dalla correlazione condizionale fra i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine e gli indici del mercato azionario¹⁾. Tale misura può offrire indicazioni sulla tempistica e sull'andamento delle riallocazioni di portafoglio (cfr. figura C). La figura C mostra che l'avversione al rischio degli in-

1) Per maggiori dettagli su questa misura dell'avversione al rischio, cfr. il riquadro *L'avversione al rischio e l'andamento degli aggregati monetari* nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino.

vestitori dell'area dell'euro è cresciuta in misura significativa fra il 2000 e gli inizi del 2003, ossia durante un periodo in cui la crescita di M3 non può essere spiegata in misura adeguata dai fondamentali macroeconomici. Ancorché in forte calo, l'avversione al rischio è rimasta relativamente elevata nel 2003 e nel 2004, spiegando forse i motivi per cui l'allocatione di portafoglio degli investitori dell'area dell'euro abbia mostrato una tendenza alla normalizzazione più lenta di quanto ci si sarebbe aspettati sulla base delle esperienze precedenti.

Nel complesso, considerati congiuntamente, gli indicatori confermano che nel periodo compreso fra il 2001 e la metà del 2003 si possono individuare due fasi di riallocazioni straordinarie di portafoglio. Inoltre, il periodo successivo alla metà del 2003, in particolare fra la metà del 2003 e la metà del 2004, è stato caratterizzato da una certa normalizzazione delle scelte di portafoglio, sebbene a un ritmo piuttosto lento.

Quantificazione dell'impatto delle riallocazioni straordinarie di portafoglio con modelli univariati di analisi delle serie temporali

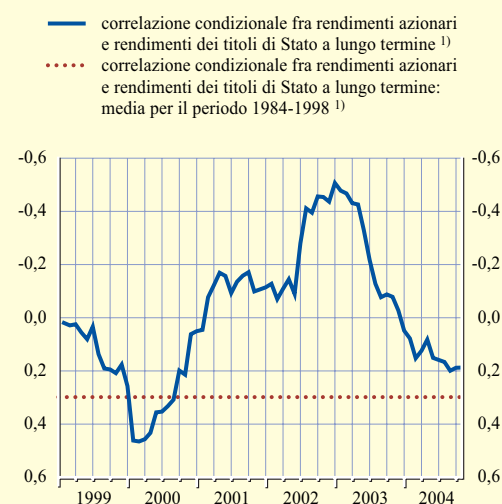
Il carattere straordinario dei periodi in esame è confermato dall'analisi degli errori di previsione ad un periodo derivati da un modello univariato di analisi delle serie temporali²⁾. Il profilo di tali errori nel periodo in esame è in linea con le informazioni stilizzate sulle riallocazioni di portafoglio fornite dagli indicatori descritti in precedenza. Un modo per quantificare l'impatto di riallocazioni straordinarie di portafoglio consiste nell'introdurre in questo modello univariato di analisi delle serie temporali le cosiddette variabili "di intervento" (variabili dummy e tendenze) per il livello di M3 nei periodi menzionati³⁾. Più specificatamente, l'impatto delle riallocazioni straordinarie di portafoglio verso attività monetarie nel 2001 nonché nel periodo fra l'autunno del 2002 e gli inizi del 2003 è modellato come un effetto linearmente crescente sul livello di M3, mentre per il graduale riassorbimento delle passate riallocazioni di portafoglio nel periodo da metà 2003 a metà 2004 si ipotizza un andamento lineare a un quarto del ritmo osservato nelle riallocazioni precedenti verso M3. L'andamento ipotizzato per le riallocazioni di portafoglio è statisticamente significativo e la figura D illustra gli associati fattori di correzione per il livello di M3 (un dato pari a 1,05 indica che le riallocazioni di portafoglio si collocano al 5 per cento del livello di M3).

2) Per maggiori dettagli sul modello univariato di analisi delle serie temporali, cfr. il riquadro *Identificazione e quantificazione della distorsione di M3 all'inizio della Terza fase dell'UEM sulla base di un modello lineare univariato di serie storiche* nel numero di maggio 2001 di questo Bollettino.

3) Alcuni metodi alternativi sono stati presentati nel riquadro *Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni* pubblicato nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino.

Figura C Correlazione condizionale fra rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di stato a lungo termine¹⁾

(dati trimestrali; scala invertita)



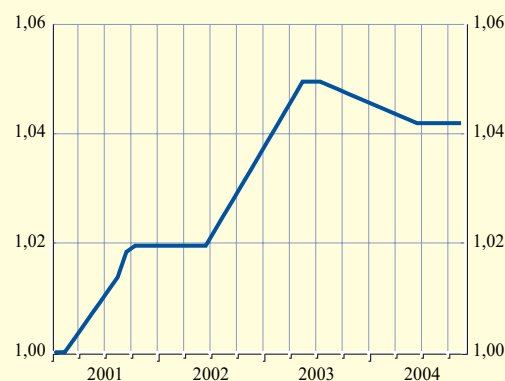
Fonte: stima della BCE.

1) Indice dei rendimenti del Dow Jones EURO STOXX e indice dei rendimenti dei titoli di stato a dieci anni.

L'applicazione di tali fattori di correzione ai livelli di M3 fornisce una stima di questo aggregato corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio⁴⁾ (cfr. figure E ed F). Il livello di questa serie corretta di M3 è rimasto costantemente inferiore a quello ufficiale da marzo 2001. Per contro, da marzo 2004 il tasso di crescita sui dodici mesi della stima dell'aggregato corretto è stato, per la prima volta dagli inizi del 2001, superiore a quello della serie ufficiale, in linea con la moderata inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio.

Sebbene i fatti stilizzati siano colti relativamente bene dalla stima delle riallocazioni di portafoglio, si devono tener presente alcuni motivi di cautela. In primo luogo, le stime sono desunte da un modello estremamente semplice cui sfugge la complessa interrelazione fra parecchi fattori determinanti i comportamenti di allocazione di portafoglio. In secondo luogo, la stima dei fattori di correzione incorpora valutazioni soggettive. Per questi motivi, l'esatta quantificazione delle riallocazioni di portafoglio non è semplice e qualsiasi stima è caratterizzata inevitabilmente da un notevole grado di incertezza.

Figura D Fattori di correzione dei livelli di M3 associati a riallocazioni di portafoglio¹⁾

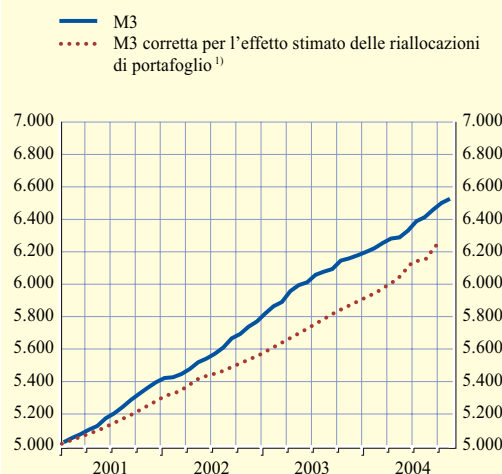


Fonte: BCE.

1) Ottenuti da un modello univariato di analisi delle serie temporali così come descritto nel testo. Un valore di 1,05 indica che le riallocazioni di portafoglio corrispondono al 5 per cento del livello di M3.

Figura E M3 e M3 corretta per l'effetto stimato delle riallocazioni di portafoglio

(in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

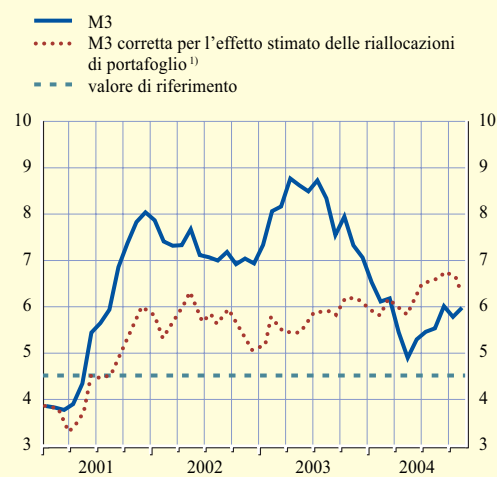
Nota: le serie sono costruite a partire dall'indice delle consistenze corrette con periodo base gennaio 2001.

1) Dati corretti usando i fattori in figura D.

4) In questa stima è stata altresì introdotta una lieve correzione per le variazioni volatili dei depositi delle amministrazioni centrali tra il 2002 e il 2004.

Figura F M3 e M3 corretta per l'effetto stimato delle riallocazioni di portafoglio

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



Fonte: BCE.

1) Cfr. figura D.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, l'effetto di stimolo prodotto dal basso livello dei tassi di interesse si è riflesso in un ulteriore rafforzamento della crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato, al 6,9 per cento in novembre dal 6,8 di ottobre (con un incremento sul mese precedente dello 0,7 per cento per il terzo mese consecutivo). Tale andamento è divenuto più generalizzato tra i settori, come evidenziato dall'accelerazione sia dei prestiti alle famiglie sia di quelli alle società non finanziarie (rispettivamente al 7,9 e 5,2 per cento; cfr. tavola 2). Il principale contributo alla crescita del credito al settore privato è riconducibile ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, cresciuti del 9,9 per cento, probabilmente sospinti dalla vigorosa dinamica dei mercati immobiliari in alcuni paesi, oltre che dal basso livello dei tassi sui mutui ipotecari in tutta l'area dell'euro. La maggiore espansione dei prestiti alle società non finanziarie in novembre implica un proseguimento della tendenza al rialzo osservata fin dall'inizio del 2004.

Il tasso di crescita del credito alle Amministrazioni pubbliche è sceso al 3,5 per cento in novembre, dal 4,5 nel mese precedente (cfr. tavola 1), implicando un lieve calo della crescita dell'aggregato più ampio costituito dal credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro, al 6,0 per cento dal 6,1 in ottobre.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è rimasto sostanzialmente invariato, all'8,8 per cento (cfr. figura 4). Tale crescita vigorosa indica il protrarsi delle riallocazioni di portafoglio a sfavore delle attività monetarie e a favore delle attività più a lungo termine, a riprova della normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area.

Nel contempo il flusso cumulato delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area è sceso a 123 miliardi di euro in novembre, contro un incremento di 132 miliardi nel periodo di dodici mesi conclusosi in ottobre. Sebbene, in ragione della volatilità di questo indicatore, sia preferibile non attribuire eccessivo rilievo ai suoi andamenti a breve termine, i dati di novembre sembrerebbero suggerire una moderazione degli afflussi netti di capitali dopo un incremento durato quattro mesi consecutivi.

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 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 ott.	2004 nov.
Società non finanziarie	41,9	3,5	3,2	4,0	4,6	5,1	5,2
Fino a 1 anno	31,1	-0,8	-2,4	-2,1	-0,6	1,5	2,6
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	3,0	3,6	6,4	6,0	5,4	5,0
Oltre 5 anni	51,6	6,5	6,9	7,2	7,4	7,3	6,9
Famiglie²⁾	50,3	6,4	6,6	7,3	7,8	7,8	7,9
Credito al consumo ³⁾	13,5	2,9	4,4	5,7	6,2	5,9	6,5
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	68,1	8,1	8,4	9,0	9,9	9,8	9,9
Altri prestiti	18,4	3,2	2,3	2,3	1,7	2,0	1,8
Società di assicurazione e fondi pensione	0,7	11,8	8,6	18,8	18,2	9,5	10,3
Altri intermediari finanziari non monetari	7,1	11,7	8,9	8,5	8,3	9,2	10,0

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.

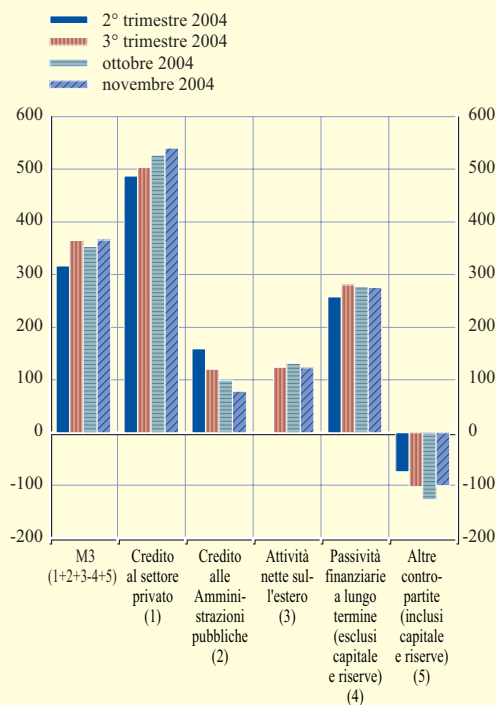
1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali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

Figura 4 Variazioni di M3 e delle sue contropartite

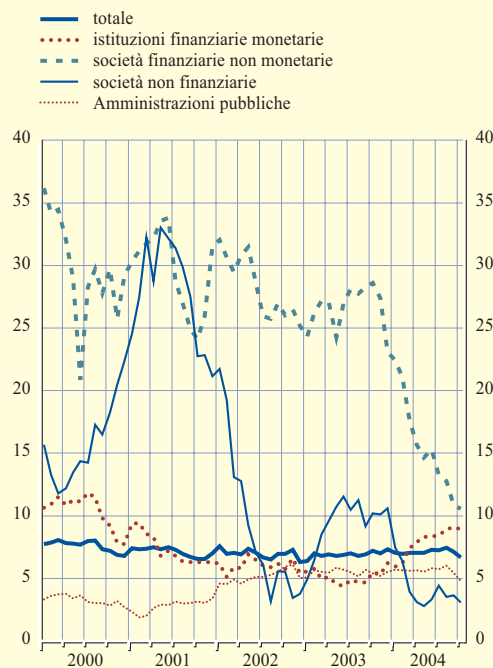
(flussi sui dodici mesi calcolati su dati di fine periodo; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 5 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.

In sintesi, le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3 indicano, da un lato, che la protratta espansione vigorosa delle passività delle IFM a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) associata all'inversione verso attività monetarie delle precedenti riallocazioni straordinarie di portafoglio ha contribuito ad attenuare la crescita di M3; dall'altro, l'espansione del credito delle IFM ai residenti dell'area, sospinta dal basso livello dei tassi di interesse, continua a esercitare una forte spinta al rialzo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio. Nei mesi recenti questo secondo fattore ha assunto un ruolo dominante, portando a una più rapida espansione di M3.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito in ottobre, riflettendo dinamiche analoghe a livello settoriale. La crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area si è mantenuta sui valori moderati degli ultimi due anni.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 6,7 per cento in ottobre, dal 7,1 di settembre (cfr. figura 5). Tale andamento riflette il prose-

guimento della crescita vigorosa delle emissioni a lungo termine (al 7,0 per cento), a fronte di un incremento ancora moderato per i titoli a breve termine.

Per quanto attiene alla scomposizione settoriale, la crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM, nonostante una lieve flessione, è rimasta elevata in ottobre, all'8,9 per cento, mantenendosi su livelli notevolmente superiori alla media del 5 per cento circa del 2003 (cfr. tavola 3). Tale andamento è probabilmente collegato al rafforzamento della già vigorosa crescita dei prestiti al settore privato non finanziario, in particolare alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

La crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle imprese diverse dalle IFM è diminuito di 0,4 punti percentuali, al 7,1 per cento in ottobre, riflettendo la minore crescita sia per le società finanziarie non monetarie, sia per quelle non finanziarie. La crescita delle emissioni da parte di società finanziarie non monetarie, che tipicamente rispecchiano il finanziamento indiretto di IFM e società non finanziarie tramite consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*), è diminuita di 0,3 punti percentuali, restando tuttavia vigorosa, al 10,6 per cento.

La crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie nell'area dell'euro è diminuita di 0,6 punti percentuali, collocandosi al 3,1 per cento in ottobre, un livello considerevolmente inferiore alla media del 9,2 per cento registrata nel 2003. Tale andamento è probabilmente riconducibile al miglioramento degli utili societari nel 2004, che ha dato impulso al risparmio interno ed ha, quindi, ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Le emissioni di titoli di debito sembrano inoltre risentire dell'accelerazione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie in atto dal marzo 2004.

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito è sceso al 4,8 per cento in ottobre, dal 5,4 in settembre. Tale evoluzione è riconducibile a un incremento dei riacquisti netti da parte del settore delle Amministrazioni centrali e dal livello relativamente basso delle emissioni lorde degli altri comparti delle Amministrazioni pubbliche. L'incremento delle emissioni di titoli di debito delle Amministrazioni centrali è sceso al 4,3 per cento in ottobre, dal 4,9 per cento di settembre, ed è ora inferiore alla sua media nel 2003. Nello stesso periodo la

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2004 3° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 set.	2004 ott.
Emissione di titoli di debito:	9.234	7,1	7,1	7,1	7,3	7,1	6,7
IFM	3.533	5,4	6,3	8,0	8,7	9,1	8,9
Società finanziarie non monetarie	714	27,2	21,2	15,6	13,0	10,9	10,6
Società non finanziarie	587	10,1	7,0	3,2	3,8	3,7	3,1
Amministrazioni pubbliche	4.400	5,4	5,6	5,6	5,8	5,4	4,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.159	4,6	4,9	5,0	5,2	4,9	4,3
Altre amministrazioni pubbliche	241	22,4	21,5	18,4	16,4	15,3	14,1
Emissione di azioni quotate:	3.761	1,1	1,3	1,1	0,9	0,9	1,0
IFM	580	1,3	1,9	2,3	1,7	1,3	1,2
Società finanziarie non monetarie	362	2,4	3,1	1,7	1,8	2,0	2,0
Società non finanziarie	2.819	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	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*.

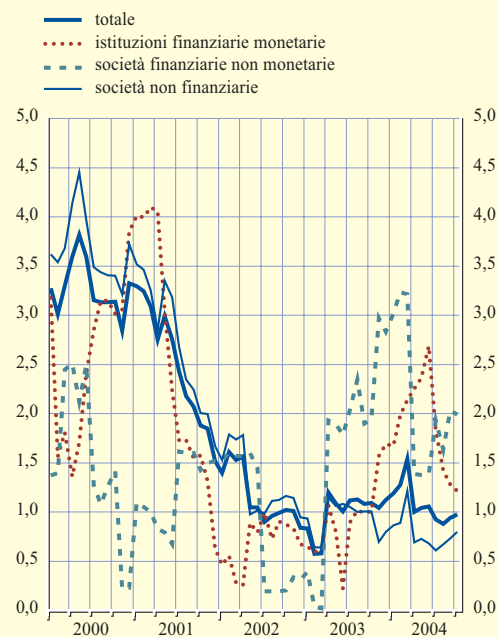
crescita dei titoli di debito emessi da altri comparti delle Amministrazioni pubbliche è calata al 14,1 per cento (dal 15,3 in settembre).

AZIONI QUOTATE

L'attività del mercato azionario primario in ottobre è rimasta modesta, in linea con l'andamento negli ultimi due anni. Riflettendo andamenti analoghi a livello settoriale, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato all'1,0 per cento (cfr. figura 6 e tavola 3). Le emissioni di azioni quotate delle società non finanziarie e delle IFM sono cresciute rispettivamente dello 0,8 e 1,2 per cento, a fronte di una crescita invariata, al 2,0 per cento, delle azioni quotate emesse da società finanziarie non monetarie (comprese le società di assicurazione). Tale modesto livello di attività riflette probabilmente l'andamento positivo degli utili societari, che ha dato impulso alla disponibilità di fondi interni, l'appena graduale aumento delle attività di fusione e acquisizione, nonché il costo ancora relativamente elevato del finanziamento tramite capitale di rischio.

Figura 6 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.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario a più breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili per gran parte di dicembre, mentre nello stesso mese quelli a più lungo termine sono lievemente cresciuti. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è leggermente aumentata.

Dopo essere diminuiti in novembre, i tassi di interesse del mercato monetario a lungo termine sono aumentati in dicembre e il 12 gennaio i tassi a dodici mesi erano 6 punti base più elevati rispetto alla fine di novembre (cfr. figura 7). I tassi di interesse nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario, benché influenzati dal consueto effetto di fine anno, sono rimasti a livelli prossimi ai tassi di riferimento della BCE in dicembre (cfr. figura 8). Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è aumentata. Il 12 gennaio il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era pari a 21 punti base, ossia più ampio di circa 8 punti base rispetto agli inizi di dicembre.

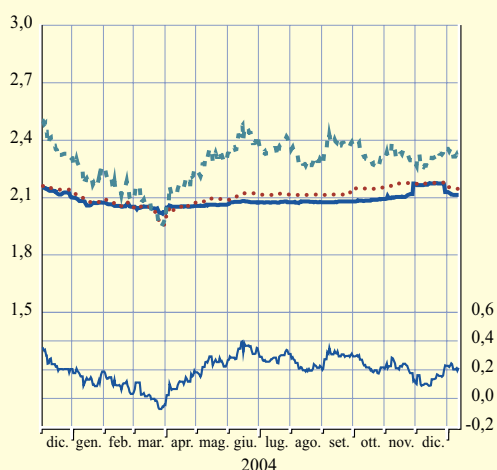
I tassi Euribor a tre mesi impliciti nei prezzi dei contratti future con scadenza in marzo, giugno e settembre 2005 si collocavano il 12 gennaio rispettivamente al 2,19, 2,30 e 2,42 per cento, livelli prossimi a quelli di inizio dicembre.

Dopo una regolare chiusura del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 7 dicembre, i tassi di interesse a più breve termine hanno subito il consueto effetto di fine anno tra gli inizi di

Figura 7 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

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

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

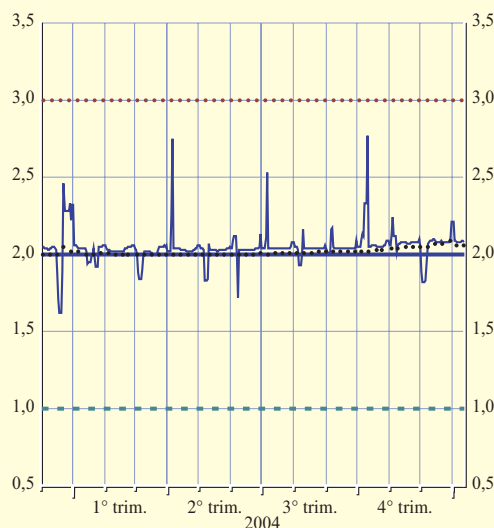


Fonte: Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

dicembre e gennaio. Il tasso marginale e quello medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di dicembre, entrambi al di sopra del tasso minimo di offerta del 2 per cento, sono cresciuti gradualmente verso la fine dell'anno, per poi riportarsi ai livelli osservati agli inizi di dicembre nella prima operazione di rifinanziamento principale del 2005. L'Eonia si è mantenuto attorno al 2,08-2,10 per cento per la maggior parte di dicembre, salendo il 31 del mese al 2,21 per cento a causa del consueto effetto di fine anno. Tuttavia, tale effetto è stato più contenuto che negli anni recenti, e ciò potrebbe essere in parte connesso al fatto che la BCE ha fornito ampia liquidità alle banche in dicembre. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 23 dicembre i tassi d'asta sono stati tra 4 e 6 punti base al di sotto del tasso Euribor a tre mesi prevalente in tale data.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti complessivi dei titoli di Stato a lungo termine sono lievemente diminuiti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti in dicembre e agli inizi di gennaio. Sia nell'area sia negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari hanno evidenziato dinamiche analoghe, dopo gli andamenti differenziati dei tassi di interesse nei mesi precedenti. Tuttavia, mentre il calo dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro è stato connesso a flessioni dei rendimenti reali, quello negli Stati Uniti ha rispecchiato la diminuzione dei tassi di inflazione "di pareggio".

STATI UNITI

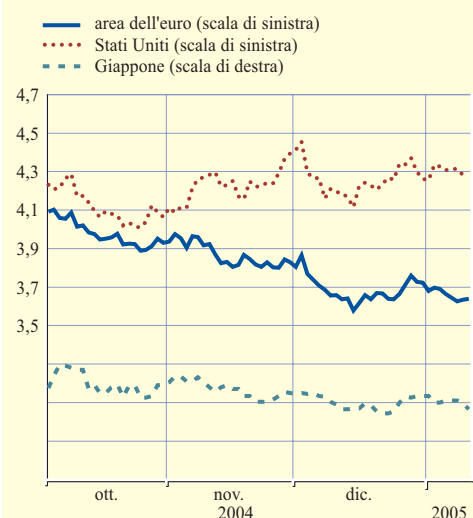
Negli Stati Uniti i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di circa 10 punti base tra la fine di novembre e il 12 gennaio, collocandosi attorno al 4,3 per cento (cfr. figura 9). Il calo si è verificato principalmente in seguito alla pubblicazione agli inizi di dicembre dei dati sull'occupazione, inferiori alle attese degli operatori di mercato. Agli inizi di gennaio i rendimenti obbligazionari hanno lievemente recuperato, anche grazie alla diffusione dei verbali della riunione del Federal Open Market Committee del 14 dicembre, il cui contenuto è stato percepito come un segnale del fatto che l'orientamento restrittivo della politica monetaria statunitense potrebbe proseguire a un ritmo lievemente più elevato rispetto a quanto precedentemente atteso dal mercato.

Il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati è rimasto sostanzialmente invariato tra la fine di novembre e il 12 gennaio, a indicazione che le attese dei mercati sulla crescita sono rimaste complessivamente inalterate durante tale periodo. I timori inflazionistici sembrano essersi lievemente allentati, come indicato da una flessione di circa 15 punti base nei tassi di inflazione "di pareggio" a lungo termine (misurati dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni e quelli di titoli comparabili indicizzati), portatisi attorno al 2,6 per cento il 12 gennaio. Il calo dei prezzi del petrolio potrebbe in parte spiegare tale andamento.

L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è rimasta pressoché invariata in dicembre e agli inizi di gennaio, a un livello di poco inferiore alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 10).

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

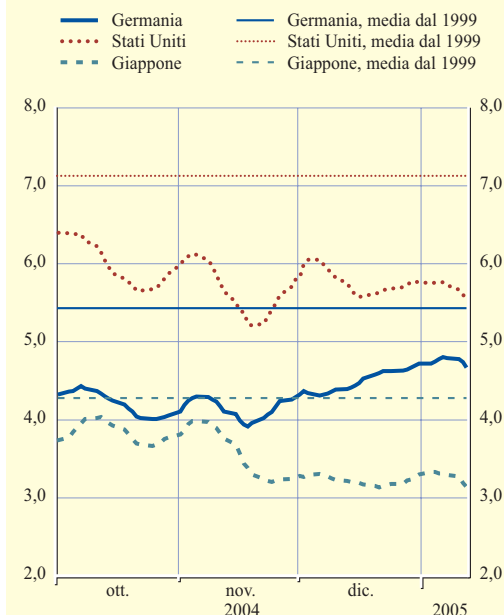


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

Figura 10 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari

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



Fonte: Bloomberg.

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

GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si sono mantenuti sostanzialmente invariati nel periodo compreso tra la fine di novembre e il 12 gennaio, all'1,4 per cento, dal momento che i dati più importanti pubblicati nel periodo sono risultati per la maggior parte in linea con le attese di mercato. Pertanto, le percezioni degli operatori di mercato riguardo a crescita economica e inflazione nell'economia giapponese sono rimaste nel complesso immutate.

L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, non ha segnato sostanziali variazioni in dicembre e agli inizi di gennaio, attestandosi a un livello inferiore alla sua media dal 1999.

AREA DELL'EURO

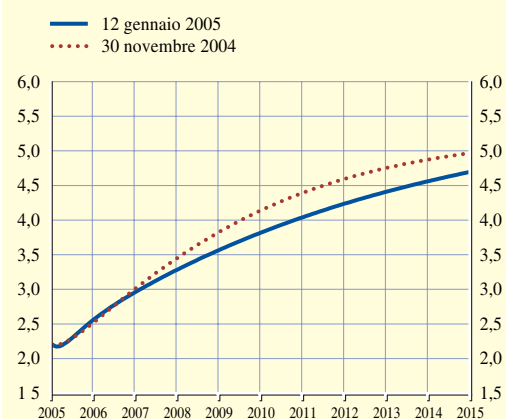
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di circa 20 punti base nell'area dell'euro tra la fine di novembre e il 12 gennaio, al 3,6 per cento circa. I rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno nuovamente segnato dinamiche in parte parallele dopo gli andamenti differenziati di fine ottobre e di tutto novembre. Il differenziale fra i rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si è lievemente ampliato, collocandosi attorno a 65 punti base il 12 gennaio.

Il calo complessivo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro sembra essere stato in parte connesso agli andamenti negli Stati Uniti. In particolare, la pubblicazione agli inizi di dicembre di dati sull'occupazione statunitense inferiori alle attese ha contribuito a far diminuire lievemente i rendimenti dell'area dell'euro. In aggiunta, i timori degli operatori di mercato di un nuovo rafforzamento dell'euro sembrerebbero aver esercitato ulteriori pressioni al ribasso sui rendimenti. Il movimento verso il basso dei rendimenti obbligazionari è stato osservato solo sulle scadenze da medio a più lungo termine, mentre i rendimenti obbligazionari a più breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 11).

Gran parte della diminuzione dei rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro potrebbe essere riconducibile alle flessioni dei rendimenti obbligazionari reali, a possibile indicazione di un lieve peggioramento complessivo delle attese degli operatori di mercato per la crescita dell'area dell'euro. Il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati è sceso di circa 10 punti base tra la fine di novembre e il 12 gennaio. A metà dicembre il rendimento dei titoli decennali francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco) è calato all'1,0 per cento circa, il livello più basso dalla loro emissione nel 2001, sebbene abbia successivamente recuperato portandosi attorno all'1,2 per cento il 12 gennaio. Il tasso di inflazione "di pareggio", misurato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni e quelli di titoli comparabili indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco), è diminuito lieve-

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

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



Fonte: stima della BCE.

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

mente, portandosi attorno al 2,2 per cento, un livello ancora relativamente elevato in termini storici. I tassi di inflazione “di pareggio”, tuttavia, costituiscono un indicatore imperfetto delle attese di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato, in quanto possono incorporare vari premi per il rischio, compresi un premio per l’incertezza sull’inflazione e un premio per la liquidità, e possono anche essere influenzati da fattori puramente tecnici.

Sul mercato delle obbligazioni societarie i differenziali di rendimento si sono mantenuti su un livello contenuto (cfr. riquadro 2), mentre l’incertezza sull’andamento futuro dei mercati obbligazionari dell’area dell’euro, misurata dalla volatilità implicita di tali mercati, è rimasta sostanzialmente invariata in dicembre e agli inizi di gennaio, a un livello inferiore alla media registrata dal 1999.

Riquadro 2

LE DETERMINANTI DEL CALO DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE NEGLI ULTIMI ANNI

I differenziali di rendimento tra le obbligazioni a lungo termine emesse dalle imprese e i titoli di Stato si sono ridotti dalla fine del 2002. Tale riduzione è stata particolarmente pronunciata per quanto riguarda i differenziali relativi alle obbligazioni societarie con merito di credito relativamente modesto (tra A e BBB), che si collocano attualmente su livelli storicamente bassi (cfr. figura A). Il riquadro analizza i fattori che influenzano i differenziali di rendimento relativi alle obbligazioni societarie, evidenziando, in particolare, il forte legame tra questi ultimi e la volatilità implicita del mercato azionario¹⁾.

I prezzi delle obbligazioni societarie e dei titoli di Stato riflettono la probabilità che i detentori di questi strumenti non siano rimborsati in caso di insolvenza. In generale, la probabilità di insolvenza è maggiore per le obbligazioni emesse da imprese, a cui, pertanto, viene attribuito un prezzo inferiore rispetto a quello di un titolo di Stato con scadenza e pagamenti delle cedole analoghi. La differenza di prezzo, che si traduce in una differenza di rendimento, è spesso definita differenziale di rendimento sulle obbligazioni societarie e rappresenta una misura del premio addizionale richiesto dagli investitori per assumere un rischio di credito in aggiunta al cosiddetto “rischio di mercato”.

In caso di insolvenza, le attività di un’impresa vengono utilizzate per rimborsare i debiti in essere, attribuendo priorità ai detentori di obbligazioni piuttosto che di azioni. Tuttavia, se il valore delle attività rimanenti è inferiore rispetto al valore totale del debito, è possibile che i detentori di obbligazioni non siano rimborsati o lo siano solo in parte.

Per comprendere il legame tra i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle imprese e la volatilità del mercato azionario è utile tenere presente che una società con attività dalle quotazioni più volatili ha maggiori probabilità di trovarsi in condizioni di insolvenza, poiché è più alta la probabilità che il suo valore, a un certo momento, sia inferiore a quello del debito in essere. Pertanto, qualora le attività siano molto volatili, gli investitori richiedono un compenso aggiuntivo sotto forma di un differenziale di rendimento superiore al tasso di mercato. Ci si dovrebbe attendere, pertanto, una correlazione positiva fra i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie e la volatilità delle attività.

1) La teoria della valutazione delle opzioni fornisce un rigoroso quadro di riferimento per analizzare l’impatto dei fattori che influiscono sui differenziali delle obbligazioni societarie. Cfr. Merton, R. C. (1974), “On the pricing of corporate debt: the risk structures of interest rates,” *Journal of Finance*, Vol. 29.

La volatilità delle attività di un'impresa generalmente non è nota agli investitori. Tuttavia, costoro possono ricavare la volatilità implicita dalle opzioni sul capitale della società, che costituisce una misura della volatilità azionaria. I differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie con merito di credito BBB e titoli di Stato comparabili e la volatilità implicita estratta dall'indice Euro STOXX 50 sembrano in effetti essere caratterizzati da *trend* comuni (cfr. figura A). Quando la volatilità implicita cala, i differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse da imprese poco solide si restringono e viceversa.

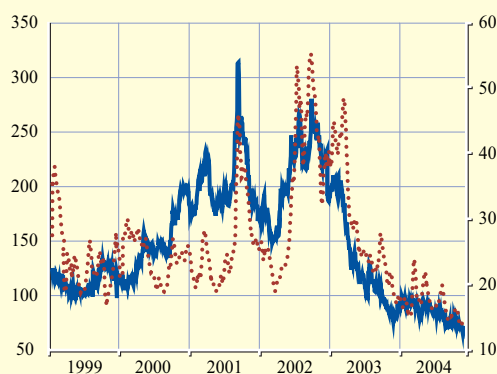
La probabilità di insolvenza è anche correlata all'indebitamento di un'impresa, che può essere misurato dal rapporto tra debito e capitale azionario. Quando il debito di una società raggiunge dimensioni notevoli rispetto al valore del suo capitale, potrebbe essere difficile per la società stessa assolvere alle proprie obbligazioni di debito. Pertanto, in presenza di un valore del debito in essere molto alto rispetto al valore del capitale, è probabile che i detentori di obbligazioni richiedano un premio più elevato quale compenso per un maggiore rischio di insolvenza. Il livello dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle imprese dovrebbe quindi essere connesso al rapporto di indebitamento. In effetti, negli ultimi anni si è osservato altresì un certo grado di comovimento tra il rapporto aggregato tra debito e capitale azionario delle imprese dell'area dell'euro e i differenziali sulle obbligazioni societarie (cfr. figura B).

Infine, si potrebbe ipotizzare che i contenuti differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro siano anche collegati ai bassi livelli dei tassi di interesse, che potrebbero aver influito positivamente sulla leva finanziaria delle imprese. Se il valore di una società è influenzato dal livello dei tassi di interesse, tassi più bassi dovrebbero implicare, per un dato livello di debito, un rapporto di indebitamento inferiore. Vi dovrebbe quindi essere una correlazione positiva fra il differenziale di credito e il livello dei tassi di interesse, fatto che sembra confermato dall'evidenza empirica.

Figura A Differenziali di interesse sui titoli societari e volatilità implicita degli indici azionari nell'area dell'euro

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

— differenziali di interesse sui titoli societari con valutazione del merito di credito BBB (scala di sinistra)¹⁾
 volatilità implicita nell'indice Euro Stoxx 50 (scala di destra)²⁾



Fonti: Bloomberg, Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

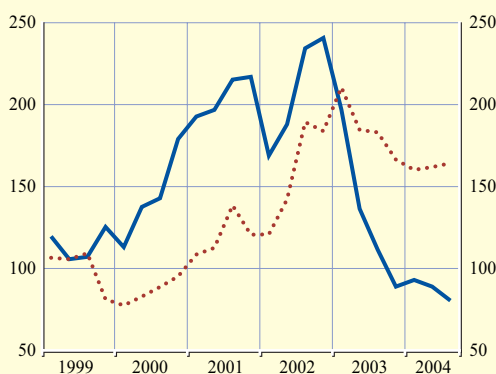
1) Differenza fra i rendimenti dei titoli societari da sette a dieci anni e quelli dei titoli di stato da sette a dieci anni.

2) Deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei corsi azionari su un periodo fino a tre mesi ricavata dal prezzo delle opzioni sugli indici dei corsi azionari.

Figura B Differenziali di interesse sui titoli societari e rapporto fra debito e capitale azionario nell'area dell'euro

(punti percentuali e punti base; dati trimestrali)

— differenziali di interesse sui titoli societari con valutazione del merito di credito BBB¹⁾
 rapporto fra debito e capitale azionario²⁾



Fonti: BCE e Thomson Financial Datastream.

1) Differenza fra i rendimenti dei titoli societari da sette a dieci anni e quelli dei titoli di stato da sette a dieci anni.

2) Il debito comprende i prestiti concessi da istituzioni finanziarie monetarie e altre società finanziarie, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie. Il capitale azionario comprende le azioni quotate emesse da società non finanziarie.

In sintesi, l'attuale livello dei differenziali sulle obbligazioni societarie appare coerente con il presente contesto di moderata incertezza circa la redditività futura misurata dalla volatilità implicita del mercato azionario. Inoltre, il calo del rapporto debito/capitale nell'area dell'euro dalla fine del 2002, che ha rispecchiato un certo miglioramento della redditività delle imprese e una prudente politica di finanziamento del debito, nonché i tassi di interesse contenuti, può aver contribuito alla diminuzione dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In ottobre la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni è rimasta invariata o è lievemente diminuita.

In ottobre la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta in media sostanzialmente invariata (cfr. figura 12 e tavola 4). L'unica eccezione di rilievo è stata una diminuzione di 15 punti base del tasso sui prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno.

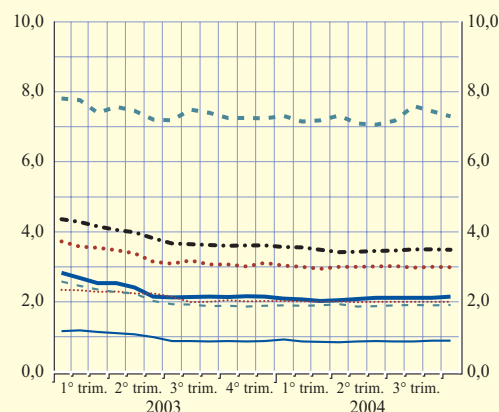
Considerando un orizzonte temporale lievemente più lungo, nei primi dieci mesi del 2004 i tassi a breve delle IFM sui depositi sono rimasti pressoché immutati, mentre la maggior parte dei tassi comparabili sui prestiti è calata leggermente. Ad esempio, tra dicembre 2003 e ottobre 2004 i tassi a breve termine sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale fino a un anno) sono complessivamente diminuiti di oltre 10 punti base. Dal dicembre 2004 i tassi a breve sui prestiti alle società non finanziarie di importo contenuto (fino a un milione di euro) non sono sostanzialmente variati, mentre quelli sui prestiti di importo elevato (oltre il milione di euro) sono scesi di oltre 10 punti base. A titolo di confronto, il tasso del mercato monetario a tre mesi si è mantenuto nel complesso invariato nei dodici mesi terminati nell'ottobre 2004.

In ottobre la maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata o

Figura 12 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 corretti¹⁾)

- tasso del mercato monetario a tre mesi
- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno
- - - prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno
- depositi a vista di società non finanziarie
- depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- - - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno



Fonte: BCE.

1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando per ciascun paese pesi basati sulla 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 è ottenuto usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino a ottobre 2004			
	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.	2003 gen.	2003 dic.	2004 lug.	2004 set.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi										
Depositi delle famiglie										
con durata prestabilita fino a un anno	1,86	1,88	1,90	1,92	1,90	1,92	-67	3	2	2
con durata prestabilita oltre due anni	2,42	2,45	2,54	2,61	2,48	2,53	-53	0	-1	5
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	-34	-2	0	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,55	2,54	2,54	2,53	2,52	2,52	-76	-16	-2	0
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,87	0,88	0,87	0,87	0,90	0,89	-27	1	2	-1
Depositi detenuti da società non finanziarie										
con durata prestabilita fino a un anno	1,96	1,99	1,99	1,98	2,00	2,04	-68	4	5	4
con durata prestabilita oltre due anni	3,60	3,56	3,61	3,70	3,52	3,53	-33	4	-8	1
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										
	7,09	7,06	7,18	7,59	7,44	7,29	-52	5	11	-15
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno										
	3,43	3,45	3,46	3,49	3,50	3,48	-88	-13	2	-2
con determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni										
	4,79	4,81	4,80	4,88	4,82	4,76	-61	-24	-4	-6
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,46	5,44	5,37	5,40	5,38	5,40	-80	-18	3	2
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno										
	3,99	3,97	4,02	4,02	3,99	4,01	-86	-1	-1	2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni										
	4,64	4,72	4,68	4,71	4,70	4,65	-50	-16	-3	-5
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno										
	3,00	3,01	3,03	2,98	3,00	2,99	-74	-12	-4	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni										
	4,32	4,16	4,31	4,18	4,31	4,19	-35	-15	-12	-12
Per memoria										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	-68	0	3	3
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,55	2,74	2,70	2,53	2,60	2,47	-17	-11	-23	-13
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,50	3,60	3,49	3,33	3,35	3,18	-22	-41	-31	-17

Fonte: BCE.

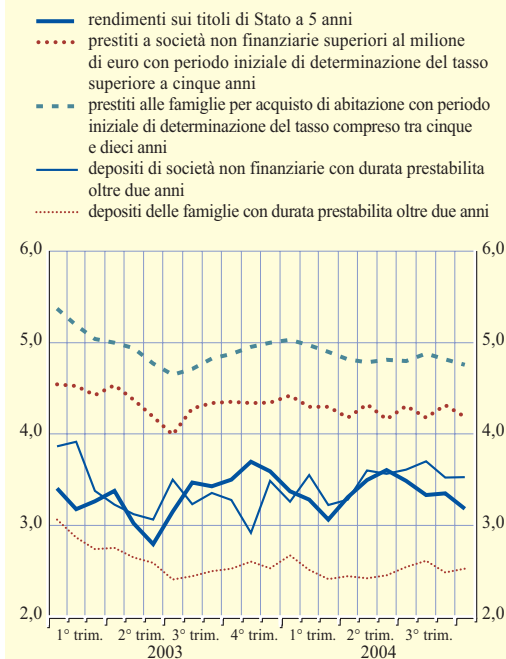
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati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

è calata solo lievemente (cfr. figura 13 e tavola 4). Solo il tasso sui prestiti (superiori al milione di euro) alle società non finanziarie con un periodo di determinazione iniziale superiore a cinque anni è diminuito di oltre 10 punti base.

Considerando un orizzonte temporale più lungo, tra dicembre 2003 e ottobre 2004 la maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM ha riportato flessioni inferiori a quelle dei più volatili tassi di mercato con analoghe scadenze (nello stesso periodo, il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è calato di circa 40 punti base). Ad esempio, in tale periodo i tassi delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie (sia inferiori sia superiori al milione di euro, con un periodo di determinazione iniziale superiore a cinque anni) sono calati di circa 15 punti base, mentre il tasso

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

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi corretti¹⁾)

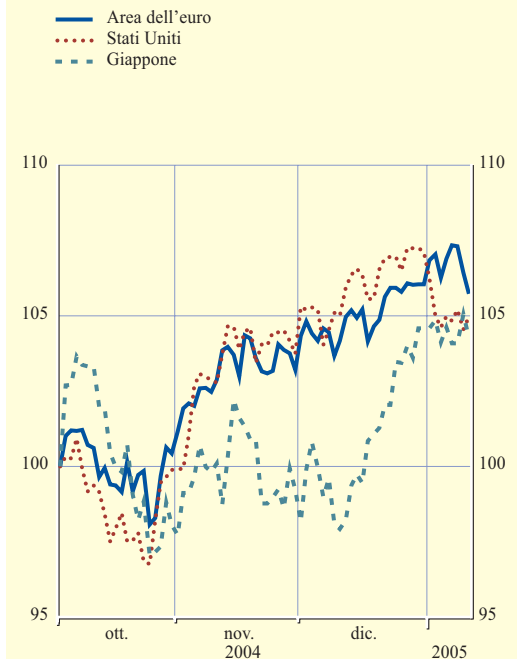


Fonte: BCE.

1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando per ciascun paese pesi basati sulla 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 è ottenuto usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Figura 14 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° ottobre 2004 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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.

sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale compreso tra cinque e dieci anni è diminuito di circa 25 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno continuato ad aumentare in dicembre e agli inizi di gennaio. I corsi dei mercati azionari hanno tratto beneficio da una serie di nuovi dati positivi sulla redditività delle imprese nonché dai cali dai prezzi petroliferi e dei tassi di interesse a lungo termine.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 (definizione ampia) è cresciuto dell'1 per cento circa tra la fine di novembre e il 12 gennaio (cfr. figura 14). I protratti miglioramenti degli utili realizzati per azione – che secondo i dati pubblicati da Thomson Financial Datastream a dicembre sono aumentati del 22 per cento circa sui dodici mesi – unitamente ai cali dei corsi petroliferi e dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sembrano essere stati i principa-

li fattori all'origine del rialzo delle quotazioni azionarie.

L'incertezza sul mercato azionario statunitense, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è rimasta invariata tra la fine di novembre e il 12 gennaio, su livelli ben inferiori alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 15).

GIAPPONE

In Giappone i corsi azionari, misurati dall'indice Nikkei 225, sono aumentati del 5 per cento circa tra la fine di novembre e il 12 gennaio. I rialzi più significativi si sono registrati tra i titoli del settore finanziario. Sembra che la forte redditività delle imprese continui a essere il principale fattore alla base del miglioramento delle quotazioni giapponesi.

La volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, che misura l'incertezza del mercato azionario nipponico, è rimasta invariata tra la fine di novembre e il 12 gennaio, mantenendosi quindi a un livello ben inferiore a quello medio dal 1999.

AREA DELL'EURO

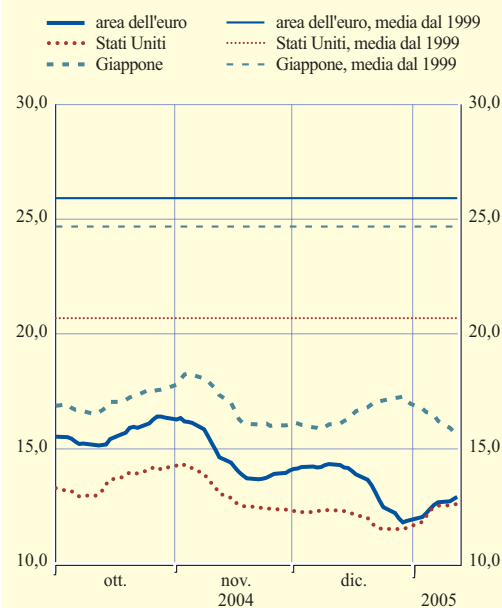
Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono cresciute del 2 per cento circa tra la fine di novembre e il 12 gennaio. Analogamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti, anche le quotazioni dell'area dell'euro hanno beneficiato della forte crescita degli utili realizzati per azione – pari al 30 per cento circa sui dodici mesi in dicembre secondo l'indagine condotta da Thomson Financial Datastream – e dei cali dei corsi petroliferi. In aggiunta, la flessione dei tassi di interesse reali ha contribuito a sostenere le quotazioni azionarie nell'area dell'euro.

La maggior parte dei settori rappresentati nell'indice Dow Jones Euro Stoxx ha segnato rialzi, con gli incrementi più forti nei comparti finanziario e dei servizi di pubblica utilità. Tuttavia, i settori tecnologico, delle materie prime e dell'energia sono tutti calati, l'ultimo molto probabilmente a causa delle flessioni dei corsi petroliferi.

L'incertezza sull'andamento futuro dei mercati azionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita derivata dalle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, è rimasta sostanzialmente invariata tra la fine di novembre e il 12 gennaio. Il livello della volatilità dei mercati azionari continua a essere ben al di sotto della media registrata dal 1999.

Figura 15 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonte: Bloomberg.

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

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC è cresciuta leggermente a dicembre, al 2,3 per cento, rispetto al 2,2 del mese precedente. L'aumento dell'inflazione armonizzata tra novembre e dicembre riflette presumibilmente gli incrementi delle imposte sui tabacchi in Italia e Germania, solo in parte compensati dal minor contributo della componente energetica, connesso alla recente flessione dei corsi petroliferi. Gli indicatori disponibili segnalano che la pressione inflazionistica interna derivante dal costo del lavoro è rimasta contenuta nel terzo trimestre. In prospettiva, gli effetti base connessi agli aumenti verificatisi l'anno scorso nelle imposte e nei prezzi amministrati, il calo dei prezzi petroliferi e la contenuta pressione di origine interna sui prezzi dovrebbero consentire all'inflazione di tornare al di sotto del 2 per cento nel corso del 2005. Tuttavia permangono rischi al rialzo, in particolare con riferimento all'evoluzione dei corsi petroliferi e a ulteriori variazioni di prezzi amministrati e imposte.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER DICEMBRE 2004

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è cresciuta leggermente a dicembre, al 2,3 per cento, dal 2,2 del mese precedente (cfr. tavola 5). Sebbene non siano attualmente disponibili dati disaggregati, l'aumento dell'inflazione tra novembre e dicembre dovrebbe riflettere gli incrementi delle imposte sui tabacchi in Italia e Germania, solo in parte compensati dal minor contributo della componente energetica, derivante dalla recente flessione dei corsi petroliferi. Tuttavia, considerato il carattere preliminare dei dati, una qualche incertezza caratterizza ancora la stima di dicembre. I dati ufficiali per il mese di dicembre saranno diffusi il 20 gennaio. Qualora la stima rapida del 2,3 per cento dovesse essere confermata, il tasso d'inflazione nel 2004 sarebbe pari al 2,1 per cento, come nell'anno precedente.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	.	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,3
Beni energetici	3,0	.	5,9	6,5	6,4	9,8	8,7	.
Alimentari non trasformati	2,1	.	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	.
Alimentari trasformati	3,3	.	3,8	3,6	3,3	2,8	2,3	.
Beni industriali non energetici	0,8	.	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	.
Servizi	2,5	.	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	.	2,9	3,1	3,3	4,0	3,6	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	30,7	34,1	35,0	39,4	34,5	30,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	18,0	11,0	6,9	3,7	0,4	-0,2

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

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

INFLAZIONE ARMONIZZATA A NOVEMBRE 2004

A novembre, ultimo mese per il quale sono disponibili dati disaggregati, l'inflazione dell'area, misurata sullo IAPC, è scesa al 2,2 per cento dal 2,4 di ottobre, riflettendo una flessione dei prezzi dei beni energetici e un effetto base sui prezzi dei prodotti alimentari trasformati. Questo dato è in linea con la stima rapida dell'Eurostat pubblicata alla fine di novembre. Il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è sceso all'1,9 per cento, dal 2,0 del mese precedente, principalmente per l'effetto base sui prezzi degli alimentari trasformati appena menzionato (per una descrizione più dettagliata degli effetti base e del loro impatto sull'inflazione, cfr. il riquadro 3 *Effetti base e loro impatto sull'inflazione al consumo agli inizi del 2005*).

Riquadro 3

EFFETTI BASE E LORO IMPATTO SULL'INFLAZIONE AL CONSUMO AGLI INIZI DEL 2005

La misura dell'inflazione prescelta come riferimento dalla BCE è il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC. Quando viene descritta l'evoluzione di tale tasso tra due mesi consecutivi si parla spesso di effetti base. Questo riquadro chiarisce cosa si intenda per effetto base da un punto di vista sia tecnico sia concettuale. Vengono inoltre analizzati due particolari effetti base collegati all'impatto di misure fiscali attuate agli inizi del 2004, che eserciteranno pressioni al ribasso sull'inflazione armonizzata nei primi mesi del 2005.

Calcolo del tasso di inflazione sui dodici mesi

Il tasso di inflazione sui dodici mesi (π_t) è calcolato come differenza, in percentuale, tra l'indice dei prezzi al consumo in un dato mese (p_t) e il valore assunto dallo stesso indice 12 mesi prima (p_{t-12}). Ciò può essere approssimato con la formula:

$$\pi_t = [\ln(p_t) - \ln(p_{t-12})] \times 100,$$

dove \ln indica il logaritmo naturale. Di conseguenza, la differenza tra i tassi di inflazione così calcolati per due mesi consecutivi è all'incirca equivalente a quella tra i tassi di inflazione su base mensile calcolati per il mese corrente e per il corrispondente mese di un anno prima:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = [(\ln(p_t) - \ln(p_{t-1})) - (\ln(p_{t-12}) - \ln(p_{t-13}))] \times 100.$$

Da ciò si evince come la variazione da un mese all'altro del tasso sui dodici mesi rispecchi l'impatto di variazioni dei prezzi verificatesi sia di recente sia nel mese base, ovvero 12 mesi prima. Ad esempio, se nel periodo tra $t-13$ e $t-12$ l'indice dei prezzi ha segnato un rialzo, la variazione da $t-1$ a t del tasso di inflazione sui dodici mesi ne risulterà ridotta. Va notato come la logica sottesa a tali definizioni rimanga valida se il tasso di variazione sui dodici mesi viene calcolato (in maniera più precisa) nel modo seguente:

$$\pi_t = [(p_t - p_{t-12}) / p_{t-12}] \times 100.$$

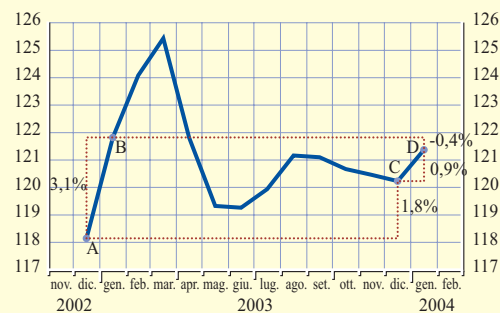
Definizione tecnica di effetto base

In un'accezione puramente tecnica, un effetto base potrebbe essere definito come il contributo alla variazione del tasso di inflazione sui dodici mesi derivante dal tasso di variazione dei prezzi

sul mese precedente registrato un anno prima, ossia $\ln(p_{t-12}) - \ln(p_{t-13})$. A titolo illustrativo si consideri l'evoluzione del tasso di crescita sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC, sceso nel gennaio del 2004 al -0,4 per cento (dal punto B a D nella figura) rispetto all'1,8 per cento (da A a C) del dicembre del 2003, malgrado un aumento rispetto al mese precedente dello 0,9 per cento (da C a D) nel gennaio del 2004. La diminuzione del tasso di variazione sui dodici mesi, pari a 2,2 punti percentuali, si spiega interamente con l'aumento del 3,1 per cento (da A a B) nel tasso di crescita sul mese precedente nel gennaio 2003 (l'effetto base), che va a ripercuotersi sul tasso di variazione sui dodici mesi nel gennaio del 2004.

Componente energetica dello IAPC

(indice 1996=100)



Fonte: Eurostat.

Definizione economica di effetto base

In un'ottica economica, tuttavia, può risultare utile definire l'effetto base come il contributo alle variazioni del tasso di inflazione sui dodici mesi derivante da variazioni inusuali o estreme dell'indice dei prezzi (o di una sua componente) nel periodo base, ovvero il periodo utilizzato come base per il calcolo del tasso di variazione sui dodici mesi. Per quanto questa definizione possa avere un senso da un punto di vista economico, essa lascia aperte un certo numero di questioni e pertanto non aiuta, di per sé, a identificare con precisione un effetto base e a quantificarne l'entità. Ad esempio, nel valutare se un movimento di prezzo è inusuale o estremo interviene sempre il giudizio soggettivo. Questa definizione implicherebbe che gli effetti base corrispondano unicamente a fattori esogeni che influiscono sull'andamento generale dell'inflazione e che possono essere ricondotti a variazioni di specifiche componenti dello IAPC (ad esempio, l'effetto di una variazione delle imposte sui prezzi dei tabacchi o un netto aumento dei prezzi degli alimentari dovuto al diffondersi di un'epidemia del bestiame).

Oltre a ciò, si avranno degli effetti base in caso di oscillazioni stagionali inusuali. I prezzi dell'abbigliamento, ad esempio, si caratterizzano per bruschi cali su base mensile in gennaio e luglio, all'epoca dei saldi di fine stagione. Potrebbe succedere che il contributo al tasso di inflazione sui dodici mesi del tasso di variazione sul mese precedente relativo a un anno prima (ossia l'effetto base secondo la definizione tecnica) sia ampio, ma normale per la stagione, mentre il tasso corrente sul mese precedente sia inferiore all'aumento medio per il mese considerato. Da un punto di vista tecnico, la variazione nel tasso di inflazione sui dodici mesi è dovuta a un effetto base. Da un punto di vista economico, essa deriva invece da andamenti del mese corrente, vale a dire da una variazione stagionale inferiore alla norma.

Un altro aspetto problematico deriva dal fatto che la maggior parte delle serie dei prezzi evidenzia di norma una tendenza al rialzo (eccetto forse nel caso di alcune attrezzature tecniche come i personal computer), poiché il tasso di variazione dello IAPC è generalmente positivo (coerentemente con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE, che fa riferimento a una variazione positiva dei prezzi al consumo inferiore ma prossima al 2 per cento sui dodici mesi). Al fine di procedere a un calcolo significativo dell'effetto base, da cui emergano gli andamenti inusuali o estremi, è necessario tenere conto di questa tendenza, ad esempio confrontando le medie storiche delle varie serie dello IAPC con l'evoluzione effettiva.

Tuttavia, al momento di valutare la stagionalità o di calcolare la variazione media dei prezzi di una componente dello IAPC in un dato mese è necessario considerare che l'andamento stagionale dell'indice potrebbe nel tempo modificarsi. Ad esempio, i prezzi dei viaggi organizzati (che appartengono alla componente dei servizi) presentano una stagionalità molto pronunciata che tende a variare leggermente da un anno all'altro, a causa, ad esempio, del variare del fine settimana pasquale. Ne risulta che anche il tasso di variazione sui dodici mesi è caratterizzato da volatilità. Inoltre, i saldi di fine stagione di Italia e Spagna sono stati introdotti nel calcolo dello IAPC nel gennaio del 2001, per cui vi è un'interruzione statistica nell'indice. Per questo motivo, si impone una certa cautela nel valutare se una variazione dei prezzi è insolita o meno per un dato mese.

Effetti base agli inizi del 2005

Si prevede che agli inizi del 2005 l'inflazione al consumo sui dodici mesi nell'area dell'euro venga spinta al ribasso da effetti base, dovuti in particolare alla fuoruscita dal calcolo dell'inflazione sui dodici mesi dei rincari prodotti dalla riforma del sistema sanitario tedesco e dall'aumento delle imposte sui tabacchi in vari paesi. Ad esempio, nel gennaio del 2004 la componente dello IAPC relativa alle spese sanitarie è salita del 5,7 per cento sul mese precedente. L'aumento medio per il mese di gennaio dal 1996 è dello 0,9 per cento, per cui la differenza, pari a 4,8 punti percentuali, potrebbe essere considerata come effetto base. L'impatto meccanico di ciò sull'inflazione al consumo sarebbe di circa 0,2 punti percentuali (considerato che nel 2004 il peso di questa componente all'interno dello IAPC complessivo era del 4,0 per cento). Oltre a ciò, nel marzo del 2004 i prezzi dei tabacchi sono aumentati del 5,3 per cento sul mese precedente, ovvero di 4,9 punti percentuali in più rispetto alla crescita media nel periodo 1996-2003. Il corrispondente impatto meccanico sull'inflazione al consumo è di circa 0,1 punti percentuali (dato il peso del 2,4 per cento dei tabacchi nello IAPC). È infine importante sottolineare come non sia da escludersi che le pressioni sui conti pubblici possano determinare aumenti addizionali, ma al momento non definiti, di prezzi amministrati e imposte indirette, che controbilancerebbero l'impatto al ribasso prodotto da questi effetti base sull'inflazione.

Circa la metà della flessione di novembre dell'inflazione è imputabile a un calo dei prezzi dei beni energetici dell'1,2 per cento sul mese precedente. Questo calo, che riflette a sua volta una riduzione a partire da ottobre dei corsi petroliferi – in particolare espressi in euro – ha comportato una riduzione della crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici, dal 9,8 per cento di ottobre all'8,7 di novembre. Sebbene non siano disponibili i dati disaggregati di dicembre per lo IAPC, ci si attende un ulteriore calo dei prezzi dei beni energetici, considerata la nuova flessione dei corsi petroliferi (espressi in euro) registrata nel periodo fino alla fine di dicembre. Questa ipotesi è confermata dai dati contenuti nel Bollettino petrolifero (*Oil Bulletin*) settimanale della Commissione europea, che fornisce utili informazioni sugli andamenti di breve periodo dei prezzi al consumo dei beni energetici (cfr. riquadro 4 *L'utilizzo delle informazioni del Bollettino petrolifero settimanale per monitorare gli andamenti di breve termine dei prezzi dei beni energetici*). Anche se la componente petrolifera dei beni energetici dello IAPC registrasse una flessione in linea con i recenti andamenti dei prezzi del petrolio, tale flessione potrebbe essere compensata parzialmente dall'andamento di alcune componenti non petrolifere, in particolare gas naturale ed energia termica. Queste ultime, che rappresentano circa un quarto della componente energetica complessiva, tendono a rispondere all'evoluzione dei corsi petroliferi con maggior ritardo e quindi la loro dinamica sui dodici mesi sta ancora aumentando, in risposta a precedenti incrementi dei prezzi del petrolio. Sebbene a novembre i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati siano leggermente aumentati, il loro tasso di variazione sui dodici mesi è rimasto contenuto e di segno negativo.

L'UTILIZZO DELLE INFORMAZIONI DEL BOLLETTINO PETROLIFERO SETTIMANALE PER MONITORARE GLI ANDAMENTI DI BREVE TERMINE DEI PREZZI DEI BENI ENERGETICI

La recente volatilità dei prezzi del petrolio ha aumentato l'incertezza circa gli andamenti di breve periodo dei prezzi dei beni energetici e dell'inflazione complessiva. In tale contesto, il Bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea (Oil Bulletin) fornisce informazioni utili e tempestive sulle variazioni di breve termine dei prezzi dei beni energetici¹⁾. Il riquadro esamina le possibilità di utilizzo e le limitazioni dei dati provenienti da tale Bollettino per tenere sotto stretta osservazione l'evoluzione di breve periodo dei prezzi dei beni energetici e dell'inflazione complessiva.

Il Bollettino petrolifero, compilato dalla Direzione generale dell'Energia e dei trasporti della Commissione europea, pubblica i prezzi al consumo dei prodotti petroliferi, includendo dati per tutti i paesi dell'Unione europea, al lordo e al netto di tasse e oneri. Tali informazioni riguardano tre tipologie di prodotti: due carburanti per autovetture (Euro-super 95 e diesel) e un combustibile per il riscaldamento domestico (gasolio)²⁾. I prezzi riportati per l'area dell'euro possono essere messi in relazione con quelli dei beni energetici compresi nello IAPC. Essi risultano dall'aggregazione dei dati dei singoli paesi, utilizzando informazioni sui consumi nazionali come ponderazione per ciascun prodotto³⁾. I prezzi dei prodotti petroliferi vengono rilevati a livello nazionale e, salvo poche eccezioni, su base settimanale.

Il Bollettino petrolifero è utile per una serie di ragioni. In primo luogo, la sua pubblicazione settimanale consente un esame dettagliato della trasmissione delle quotazioni del greggio ai prezzi al consumo dell'energia. In secondo luogo, la diffusione delle informazioni è molto tempestiva: i dati raccolti il lunedì di ogni settimana sono generalmente disponibili entro il mercoledì. In terzo luogo, a differenza dei dati sui prezzi dei beni energetici che emergono sui mercati delle materie prime, come le quotazioni del greggio, i dati forniti dal Bollettino del petrolio rappresentano prezzi al consumo e sono, pertanto, particolarmente rilevanti ai fini dell'analisi dell'inflazione misurata sullo IAPC. Sebbene siano disponibili soltanto i prezzi dei beni energetici connessi al petrolio, questi costituiscono più del 50 per cento della componente energetica dello IAPC (cfr. tavola A per una disaggregazione di questa componente). Nonostante nel Bollettino petrolifero non figurino dati per le componenti energetiche non petrolifere (elettricità, gas, combustibili solidi ed energia termica, che rappresentano poco meno del 50 per cento dell'energia complessiva), tali componenti nel breve periodo non reagiscono all'evoluzione dei corsi petroliferi⁴⁾.

Ciò nonostante, l'impiego dei dati del Bollettino petrolifero per inferire l'andamento dell'inflazione armonizzata è soggetto ad alcune limitazioni. Innanzitutto, non è semplice mettere in relazione i dati settimanali del Bollettino con quelli mensili dello IAPC, poiché in ogni paese la raccolta dei dati relativi allo IAPC si svolge in periodi diversi per quanto riguarda sia il numero di giorni sia il momento del mese dedicati alla rilevazione dei prezzi. In tale contesto, l'Eurostat

1) Ulteriori informazioni sul Bollettino petrolifero sono disponibili nel sito Internet della Commissione europea, all'indirizzo http://europa.eu.int/comm/energy/oil/bulletin/index_en.htm.

2) Sono riportati altresì dati sui prezzi dell'olio combustibile (al netto dell'IVA), che tuttavia non vengono qui considerati poiché non si riferiscono direttamente ai prezzi al consumo.

3) Gli aggregati per l'area dell'euro sono compilati soltanto quando viene raggiunta una copertura completa dei paesi.

4) Ad esempio, la correlazione massima tra le variazioni mensili dei prezzi del petrolio e delle componenti del gas e dell'energia termica dello IAPC si registra con un ritardo di 10-12 mesi.

Tavola A Ponderazione delle sottocomponenti della componente energetica dello IAPC

(valori percentuali)	Quota dello IAPC totale ¹⁾	Quota della componente energetica dello IAPC
Componente energetica dello IAPC	8,1	100,0
<i>Componente energetica "petrolifera"</i>	4,3	52,7
Carburanti liquidi	0,6	7,9
Carburanti liquidi e lubrificanti per mezzi di trasporto privati	3,6	44,8
<i>Componente energetica "non petrolifera"</i>	3,8	47,3
Elettricità	2,0	24,6
Gas naturale	1,3	16,2
Combustibili solidi	0,1	1,0
Energia termica	0,4	5,5

Fonte: Eurostat.

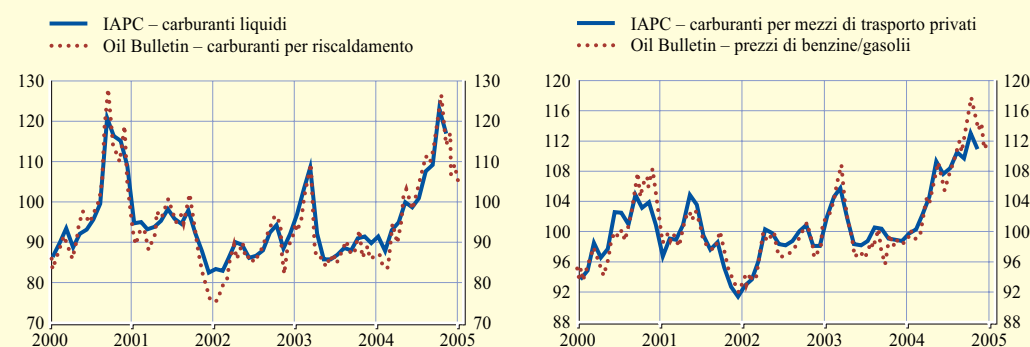
1) I coefficienti di ponderazione riportati sono per il 2004.

sta finalizzando una proposta volta ad armonizzare ulteriormente i periodi di rilevazione dei dati relativi allo IAPC. In secondo luogo, sebbene sia i dati del Bollettino petrolifero sia quelli sullo IAPC si riferiscano ai prezzi alla pompa, i primi derivano da varie fonti diverse, mentre gli ultimi sono generalmente raccolti direttamente presso le pompe. In terzo luogo, il campione dei prezzi al lordo delle tasse disponibile per l'area dell'euro è relativamente piccolo (da gennaio 2000 a oggi), mentre i prezzi al netto delle tasse sono disponibili per diversi paesi dal 1994.

Nonostante tali elementi di cautela, i dati del Bollettino petrolifero seguono abbastanza da vicino le componenti energetiche petrolifere dello IAPC (cfr. figura). La parte sinistra della figura illustra la relazione fra la componente dei carburanti liquidi dello IAPC (principalmente carburante per il riscaldamento domestico) e i dati relativi ai combustibili per riscaldamento del Bollettino petrolifero. Alcuni movimenti di breve periodo e punti di svolta evidenziati da quest'ultimo sono attenuati dai dati mensili sullo IAPC. L'intervallo di variazione dei prezzi dei combustibili per riscaldamento domestico tende a essere maggiore di quello dei prezzi della benzina e del diesel. Ciò è riconducibile alla minore incidenza delle tasse sui prezzi dei combustibili per riscaldamento, per cui i movimenti dei corsi petroliferi tendono a esercitare un mag-

Confronto fra Oil Bulletin (dati settimanali) e componenti energetiche dello IAPC (dati mensili)

(indice: 2000=100)



Fonti: Eurostat, Commissione Europea - Direzione generale dell'Energia e dei trasporti ed elaborazioni della BCE.

giore impatto in termini percentuali sui prezzi finali praticati ai consumatori. La parte destra della figura mostra la relazione tra la componente energetica dello IAPC connessa ai trasporti (benzina e diesel) e i dati relativi alla benzina e al diesel del Bollettino petrolifero. Il grado di comovimento tra queste due serie è leggermente inferiore. Ciò può forse essere ascrivibile ai diversi canali di distribuzione utilizzati per i combustibili destinati al riscaldamento domestico e ai trasporti, nonché alle differenti modalità di rilevazione dei dati del Bollettino petrolifero e dello IAPC.

Oltre al legame tra i dati del Bollettino petrolifero e le componenti energetiche dello IAPC connesse al petrolio, il Bollettino fornisce informazioni rilevanti sugli andamenti a brevissimo termine dei corsi dei prodotti energetici petroliferi e sulla velocità della trasmissione dalle quotazioni del greggio ai prezzi dell'energia praticati ai consumatori. La tavola B illustra la correlazione fra le variazioni settimanali delle quotazioni del petrolio e dei prezzi dei beni energetici secondo il Bollettino. In primo luogo, non vi sono evidenze del fatto che i dettaglianti prevedano incrementi dei corsi petroliferi, poiché la correlazione tra le variazioni correnti dei prezzi dei beni energetici e quelle dopo una o due settimane dei prezzi del petrolio è statisticamente non significativa. In secondo luogo, la trasmissione sembra verificarsi per lo più contemporaneamente (correlazione di 0,45) o nell'arco di una settimana (0,57), sebbene si rilevi anche una certa correlazione con i movimenti ritardati di due settimane dei prezzi dell'energia (0,23). Per ritardi più lunghi il valore della correlazione si avvicina a zero. Ciò indica che la maggior parte delle variazioni dei corsi del greggio si ripercuote molto rapidamente (nell'arco di due settimane) sui prezzi dei prodotti energetici petroliferi praticati ai consumatori. La frequenza settimanale del Bollettino petrolifero risulta, pertanto, molto utile per tenere sotto osservazione tali andamenti.

Tavola B Correlazione dei prezzi del petrolio e dei prezzi dell'energia dell'Oil Bulletin

settimana (-2)	settimana (-1)	settimana (0)	settimana (1)	settimana (2)	settimana (3)	settimana (4)	settimana (5)
0,01	0,09	0,45	0,57	0,23	0,12	0,04	-0,01

Fonte: elaborazioni della BCE. I prezzi del petrolio sono espressi in euro. Il periodo considerato va dal 2000 al 2004.

Nota: settimana (1) indica la correlazione fra la variazione settimanale dei prezzi del petrolio e la variazione dei prezzi dell'energia riscontrata una settimana dopo. Settimana (-1) indica la correlazione fra la variazione dei prezzi del petrolio e la variazione dei prezzi dell'energia riscontrata una settimana prima. Settimana (0) indica la correlazione contemporanea.

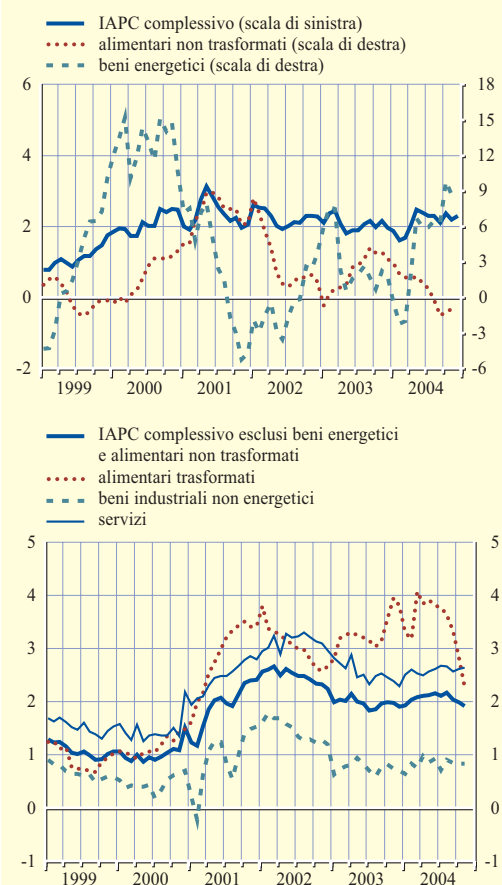
In conclusione, i dati del Bollettino petrolifero forniscono informazioni tempestive e ad alta frequenza sugli andamenti di breve periodo dei prezzi al consumo dei beni energetici, che rappresentano la componente più volatile dello IAPC. Ciò agevola il monitoraggio e l'analisi della dinamica di breve termine dell'inflazione.

A novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei beni energetici e degli alimentari non trasformati è sceso leggermente, all'1,9 per cento dal 2,0 di ottobre (cfr. figura 16). Come già menzionato, la flessione è interamente attribuibile a un effetto base sui prezzi dei prodotti alimentari trasformati, dovuto a un incremento delle imposte sui tabacchi nel novembre 2003. Tuttavia, è probabile che la flessione sia seguita a dicembre da una variazione di segno opposto, a causa degli incrementi delle imposte sui tabacchi in Italia e Germania. Nonostante ciò, gli andamenti dei prezzi degli alimentari trasformati, al netto dei tabacchi, sono stati molto più moderati. Questo potrebbe riflettere in parte la dinamica modesta dei prezzi degli alimentari non trasformati.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi è rimasta invariata in novembre, rispettivamente, allo 0,8 e al 2,6 per cento. La dinamica di entrambe queste componenti risente ancora delle variazioni dei prezzi amministrati dei beni e servizi sanitari registrate all'inizio del 2004, e in assenza di tali variazioni sarebbe inferiore di circa 0,3 punti percentuali. Tuttavia, anche tenendo conto di queste variazioni dei prezzi amministrati, l'inflazione nei servizi, sempre misurata sui dodici mesi, è rimasta appena al di sotto del 2,5 per cento per gran parte del 2004 ed è perfino aumentata leggermente nel corso dell'anno. Anche se tale tendenza è stata osservata nella maggior parte delle componenti dei servizi, un impatto rilevante è attribuibile alla lieve accelerazione sui dodici mesi degli affitti. Questa accelerazione – presumibilmente connessa ai forti incrementi dei prezzi delle abitazioni – non è stata vigorosa, ma gli affitti hanno un peso significativo sulla componente dei servizi (15 per cento) e hanno ridotto la possibilità di un calo dell'inflazione nel settore. Per quanto concerne gli altri andamenti, sebbene in alcune componenti, come nei servizi di trasporto aereo, si sia verificato un incremento che potrebbe essere connesso indirettamente alla dinamica dei corsi petroliferi, al momento non sussistono riscontri di significativi effetti indiretti degli scorsi rincari del petrolio sullo IAPC al netto dei beni energetici.

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione (IPP), al netto delle costruzioni, in novembre è sceso al 3,6 per cento, dal 4,0 del mese precedente. Il rallentamento, il primo dal febbraio 2004, riflette soprattutto quello nella componente dei beni energetici, sebbene anche la dinamica dei prezzi dei beni intermedi si sia stabilizzata, per la prima volta in quindici mesi (cfr. figura 17). Negli stadi finali del processo di formazione dei prezzi, il tasso di variazione dei prezzi dei beni di consumo ha continuato a calare, ma ciò è dovuto principalmente a un effetto base derivante dall'aumento delle imposte sui tabacchi nel novembre 2003. Nel contempo l'inflazione per i beni di consumo durevoli e per i beni non durevoli al netto di alimentari e tabacco è lievemente aumentata.

Considerando più nel dettaglio le componenti dell'IPP, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici è calata a novembre al 7,9 per cento, dal 9,6 del mese precedente. Questo riflette soprattutto il calo dei corsi petroliferi di novembre. Nel contempo la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi è rimasta invariata al 5,5 per cento; sebbene la

dinamica rimanga elevata, la sua stabilizzazione potrebbe riflettere il recente calo dei corsi petroliferi e il positivo effetto dell'apprezzamento dell'euro nel moderare i prezzi in euro delle materie prime industriali. Nei settori dei beni d'investimento la crescita sui dodici mesi è rimasta invariata all'1,1 per cento; sebbene la dinamica sia aumentata a partire dall'inizio del 2004, è rimasta su livelli relativamente contenuti. Nei settori dei beni di consumo la crescita dei prezzi è scesa lievemente, all'1,0 per cento. La flessione riflette soprattutto un effetto base sui prezzi dei tabacchi nonché un calo dei prezzi dei prodotti alimentari. Al netto di alimentari e tabacchi, emergono indicazioni di un aumento della pressione sui prezzi dei beni di consumo che riflette, molto probabilmente, alcuni modesti effetti indiretti dei precedenti incrementi dei prezzi delle materie prime. Per esempio, il tasso di variazione sui dodici mesi dei beni di consumo durevoli ha mostrato un lieve, ulteriore incremento, all'1,1 per cento.

In sintesi, mentre il recente calo dei prezzi delle materie prime si riflette sull'indice complessivo dei prezzi alla produzione e nei primi stadi del processo di formazione dei prezzi, qualche modesto effetto ritardato dei precedenti incrementi è ora osservabile negli stadi finali del processo di formazione dei prezzi.

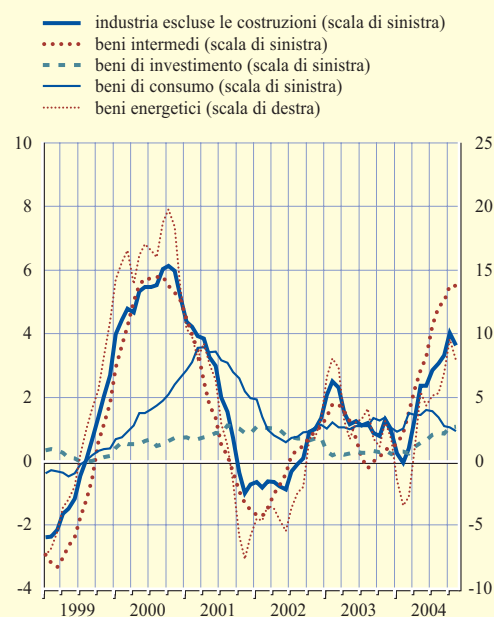
I dati delle indagini congiunturali indicano che, sebbene per dicembre 2004 si possano prevedere ulteriori aumenti dei prezzi alla produzione, il tasso d'incremento potrebbe aver iniziato a flettere. Nel settore manifatturiero, per esempio, l'Eurozone Input Price Index (EPI), basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti, è diminuito ulteriormente a dicembre, dopo il picco di ottobre, ma è rimasto comunque al di sopra di 50, indicando quindi che i prezzi degli input sono aumentati. Anche l'indice dei prezzi applicati dai produttori è diminuito leggermente a dicembre, sebbene segnali ancora un aumento dei prezzi dell'output.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Tutti gli indicatori del costo del lavoro disponibili per il terzo trimestre del 2004 confermano che le pressioni salariali sono rimaste moderate (cfr. tavola 6). Il brusco calo del tasso di variazione sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è riconducibile alle modalità temporali dei pagamenti nel settore pubblico in Italia. Ciononostante, anche al netto di questo fattore, l'andamento sottostante resta moderato. Tale quadro trova conferma nell'evoluzione di altri indicatori del costo del lavoro. Nel terzo trimestre il costo orario del lavoro nel settore delle imprese private non agricole dell'area dell'euro è cresciuto del 2,0 per cento sul periodo corrispondente, in calo dal 2,2 per cento del secondo trimestre. Sebbene il tasso di crescita delle retribuzioni lorde mensili sia stato lievemente più elevato, collocandosi al 2,4 per cento, esso è comunque diminuito rispetto ai

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

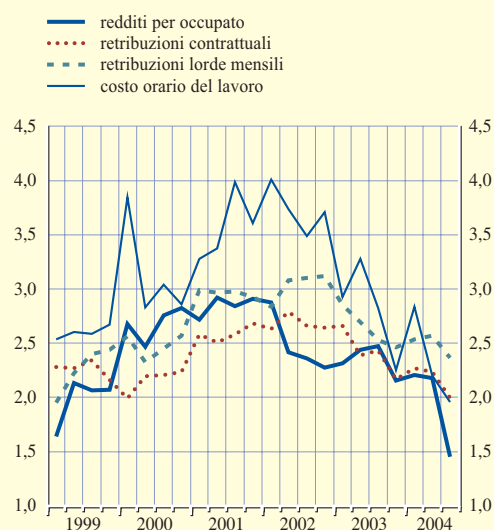
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

valori osservati nel 2001 e nel 2002 (cfr. figura 18). Quanto alle retribuzioni contrattuali, il tasso di crescita sul periodo corrispondente è sceso al 2,0 per cento, sempre nel terzo trimestre, dal 2,2 del secondo. La corrispondenza relativamente stretta tra l'andamento delle retribuzioni effettive e quello delle retribuzioni contrattuali non fornisce indicazioni che sia in atto un'“inerzia salariale” nella fase attuale.

I dati a livello settoriale confermano il quadro di una moderata dinamica del costo del lavoro fino al terzo trimestre del 2004. La crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'industria è ulteriormente calata, collocandosi al 2,1 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura 19). Gran parte dell'aumento registrato in questo indicatore nel 2002 e nel 2003 è imputabile a un incremento del numero medio di ore lavorate piuttosto che a un più elevato costo orario del lavoro. Per quanto riguarda il settore dei servizi, sebbene il cospicuo calo della crescita sul periodo corrispondente dei

Figura 18 Indicatori del costo del lavoro

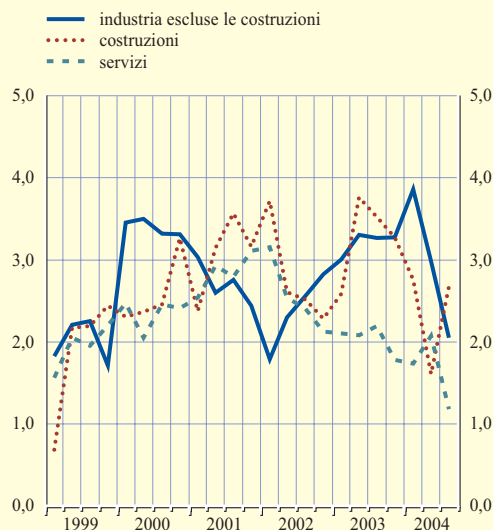
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 19 Scomposizione per settore dei redditi per occupato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

redditi per occupato sia riconducibile alle modalità temporali dei pagamenti nel settore pubblico in Italia, la dinamica dell'indicatore è rimasta relativamente contenuta anche nei servizi di mercato.

Nonostante il calo della crescita della produttività del lavoro, all'1,4 per cento sul periodo corrispondente dall'1,8 del secondo trimestre, il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è sceso ulteriormente nel terzo trimestre, allo 0,1 per cento. Tuttavia, ciò è imputabile al rallentamento in termini nominali dei redditi per occupato e, una volta scontato l'effetto dell'andamento delle retribuzioni nel settore pubblico italiano, nel terzo trimestre il costo del lavoro per unità di prodotto avrebbe lievemente accelerato. Nel complesso, le pressioni salariali sono rimaste finora contenute, in un contesto di perdurante crescita economica moderata e debole dinamica del mercato del lavoro.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Secondo le previsioni, nei prossimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere sopra il 2 per cento, poiché il livello ancora relativamente elevato dei prezzi del petrolio potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui prezzi al consumo dell'energia. In un orizzonte di più lungo periodo, tuttavia, le informazioni disponibili indicano che, a meno di shock avversi, l'inflazione scenderà sotto il 2 per cento nel corso del 2005. Inoltre, non vi sono al momento indicazioni rilevanti di un accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo nell'area dell'euro, sebbene ciò dipenderà dalla prosecuzione della fase di moderazione salariale e dai progressi nella crescita della produttività del lavoro. Ulteriori rischi per le prospettive di medio periodo provengono dall'andamento dei prezzi petroliferi, dal modo in cui la dinamica salariale ne verrà influenzata, nonché da ulteriori eventuali variazioni delle imposte indirette o dei prezzi amministrati.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è diminuita nel terzo trimestre rispetto alla prima metà del 2004, principalmente a causa della maggiore debolezza delle esportazioni e dei consumi privati. Le informazioni disponibili sugli andamenti nel quarto trimestre suggeriscono che tale debolezza potrebbe, almeno in parte, essere stata temporanea, soprattutto per quanto attiene ai consumi privati. Tuttavia, la crescita sarebbe rimasta moderata a fine 2004. In particolare, la produzione industriale e gli indicatori delle indagini suggeriscono una relativa debolezza dell'attività nel settore industriale. I dati attualmente disponibili indicano che le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste sostanzialmente stabili nella seconda metà del 2004. Guardando al futuro, la valutazione dei vari fattori che dovrebbero influenzare la crescita e il mercato del lavoro nell'area suggerisce un modesto rafforzamento dell'attività nel corso del 2005.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

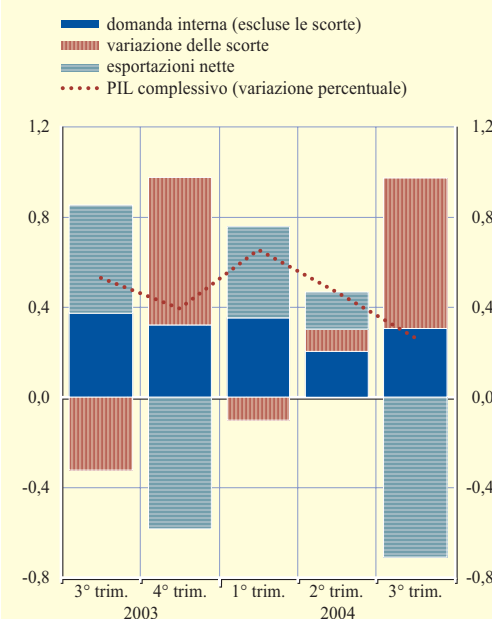
COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima da parte dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro ha confermato che nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali nell'area è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, contro una media dello 0,6 per cento nella prima metà del 2004 (cfr. figura 20).

Rispetto alla stima preliminare sono rimaste invariate anche le principali caratteristiche della composizione della crescita, sia in termini di componenti di spesa sia in termini di settori di attività. Pertanto, il rallentamento del PIL nel terzo trimestre rispetto alla prima metà del 2004 è principalmente imputabile alla maggiore debolezza delle esportazioni e dei consumi privati. Nel terzo trimestre la crescita delle esportazioni è diminuita all'1,5 per cento sul periodo precedente, laddove la media nella prima metà del 2004 era stata del 2,2 per cento. Tale rallentamento potrebbe essere parzialmente ascrivibile a una correzione dopo l'incremento particolarmente forte delle esportazioni nella prima metà dell'anno. Nel contempo il rallentamento dell'interscambio mondiale verso tassi di crescita più sostenibili e lo scorso apprezzamento dell'euro potrebbero aver frenato le esportazioni dell'area. I consumi privati hanno subito una decelerazione, dallo 0,4 per cento in media nella prima metà del 2004 allo 0,1 nel terzo trimestre. Sui consumi avrebbero gravato la gradualità dei miglioramenti nel mercato del lavoro e l'impatto negativo degli scorsi rincari petroliferi sui redditi reali. Tuttavia, come spiegato di seguito nell'analisi degli indicatori dei consumi per il quarto trimestre, la debolezza dei consumi nel terzo trimestre sembrerebbe temporanea e imputabile alle componenti più volatili. Nel frattempo gli investimenti hanno accelerato,

Figura 20 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi alla crescita

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

da un valore prossimo allo zero nella prima metà dello scorso anno allo 0,7 per cento del terzo trimestre, a causa dell'incremento degli investimenti in beni strumentali e di una stabilizzazione di quelli in costruzioni. Questo rafforzamento degli investimenti è coerente con il contesto favorevole indotto da una vigorosa domanda esterna, da costi di finanziamento contenuti e da una ricostituzione dei finanziamenti interni.

Quanto alla scomposizione per settori, il ritmo più moderato della crescita ha interessato tutti i principali comparti: la crescita nell'industria, nelle costruzioni e nei servizi di mercato è stata più lenta nel terzo trimestre rispetto alla prima metà del 2004.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

I dati sulla produzione industriale di ottobre mostrano che la crescita nel settore è rimasta debole all'inizio del quarto trimestre. La produzione industriale nell'area dell'euro (al netto di costruzioni ed energia) è calata dello 0,6 per cento in ottobre rispetto al mese precedente mentre si è mantenuta sostanzialmente invariata in termini di media mobile a tre mesi da agosto a ottobre rispetto a quella sui tre mesi precedenti (cfr. figura 21). L'attività industriale nell'area potrebbe aver risentito della diminuzione della crescita mondiale, dopo il ritmo sostenuto osservato all'inizio del 2004. Lo scorso apprezzamento dell'euro potrebbe anche aver attenuato la crescita dell'attività industriale nella seconda metà dell'anno.

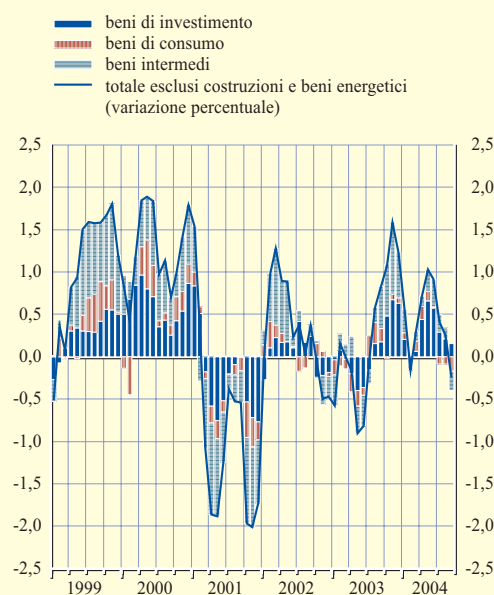
Il rallentamento della produzione industriale nel corso del 2004 è stato simile in tutti i principali settori industriali, sebbene a partire da livelli di crescita differenti. Nei tre mesi terminati a ottobre la crescita della produzione è rimasta vigorosa per i beni di investimento, mentre è risultata nulla per i beni intermedi ed è divenuta negativa per i beni di consumo. Questa dinamica settoriale è simile a quella di cicli precedenti, sebbene la produzione nel settore dei beni di consumo sembra sia stata relativamente debole negli ultimi trimestri. Ciò riflette in parte i differenti andamenti ciclici delle componenti di spesa: esportazioni sostenute hanno favorito il settore dei beni di investimento mentre consumi deboli hanno frenato la domanda di produzione di beni di consumo. La dinamica potrebbe inoltre rispecchiare i cambiamenti strutturali che stanno gradualmente modificando l'importanza relativa dei vari settori industriali nell'area dell'euro, con la produzione interna di beni di consumo che diminuisce mentre si osserva una crescente prevalenza di imprese produttrici di beni di investimento.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I dati più recenti delle indagini sono lievemente contrastanti, ma nel complesso sembrano indicare un incremento dell'attività nell'industria e nei servizi nell'ultima parte del 2004, seppur a un ritmo moderato.

Figura 21 Crescita della produzione industriale e contributi

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



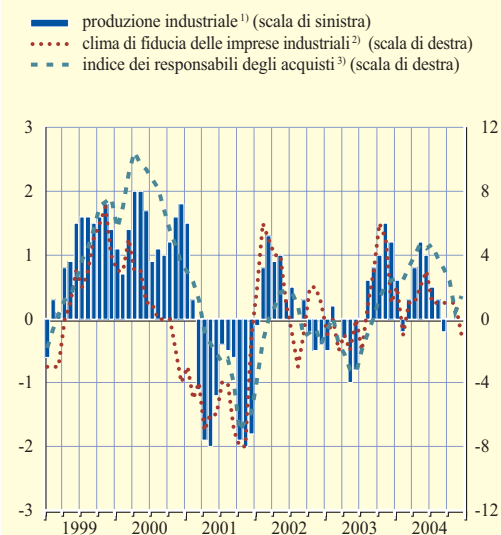
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate su tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima.

Per quanto riguarda il settore manifatturiero, i dati delle indagini indicano che nel quarto trimestre la crescita della produzione industriale è stata positiva, anche se probabilmente moderata. Secondo le indagini sulle imprese della Commissione europea, il clima di fiducia nell'industria è lievemente diminuito in dicembre, a causa di un peggioramento nelle aspettative. Le valutazioni degli ordini e delle scorte si sono mantenute invariate rispetto al mese precedente. Nel complesso del quarto trimestre il clima di fiducia nell'industria si è mantenuto sostanzialmente invariato, confermandosi così al livello più elevato dall'inizio della ripresa a metà del 2003, a indicare che la crescita è rimasta positiva nel settore. A dicembre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero ha recuperato parte della flessione registrata il mese precedente, sebbene sia diminuito nel complesso del quarto trimestre (cfr. figura 22). Se si eccettua un incremento delle scorte di prodotti acquistati, che in genere denota piani di produzione in espansione nei mesi a venire, tutte le componenti del PMI hanno contribuito alla sua flessione nel quarto trimestre. Tuttavia, in passato l'attuale livello del PMI è stato associato a una crescita positiva nell'industria, seppur relativamente contenuta.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, gli ultimi dati disponibili dalle indagini delineano per il quarto trimestre una crescita positiva, seppur contenuta. In dicembre sono rimasti sostanzialmente invariati sia l'indicatore del clima di fiducia per i servizi elaborato dalla Commissione europea sia il PMI nel settore manifatturiero. Nel complesso del quarto trimestre entrambe le indagini hanno mostrato un peggioramento pur rimanendo ancora coerenti con il perdurare della crescita nel settore.

Figura 22 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



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

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori mensili sulla spesa delle famiglie nel quarto trimestre suggeriscono che la debolezza registrata nel trimestre precedente sia stata in parte di natura temporanea.

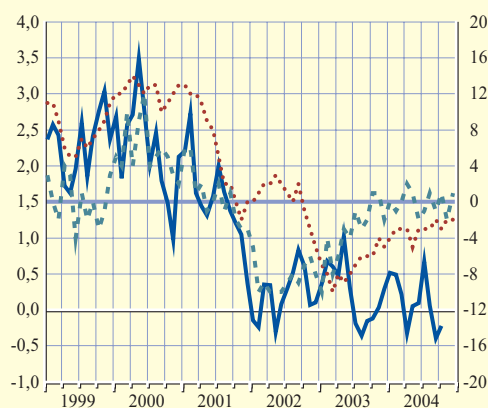
In novembre il volume delle vendite al dettaglio nell'area è rimasto invariato dopo essere aumentato in ottobre dello 0,4 per cento sul mese precedente. Inoltre, in ottobre e novembre le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area sono ulteriormente aumentate, collocandosi a un livello medio superiore di oltre il 5% a quello del terzo trimestre. L'andamento di entrambe queste componenti della spesa per consumi suggerisce un loro maggiore contributo ai consumi complessivi nel quarto trimestre rispetto al terzo, quando erano entrambe calate e avevano pertanto contribuito negativamente ai consumi complessivi.

Permane, tuttavia, la debolezza del clima di fiducia dei consumatori, invariato in dicembre rispetto al mese precedente, a un livello rimasto sostanzialmente costante durante tutto l'anno (cfr. figura 23). Le condizioni del mercato del lavoro e l'incertezza circa la portata e la rapidità

Figura 23 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)

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



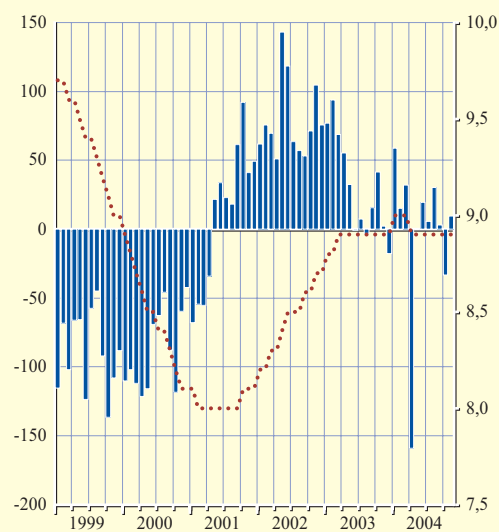
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali 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.

Figura 24 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)

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



Fonte : Eurostat.

Nota: l'apparente forte riduzione della disoccupazione nell'aprile 2004 è dovuta ad una interruzione nelle serie della disoccupazione all'inizio del 2004 che sarà corretta in occasione della prossima pubblicazione dei dati.

dei progressi conseguiti nelle riforme strutturali hanno probabilmente gravato sul clima di fiducia delle famiglie nell'area e, quindi, potenzialmente anche sui consumi.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Gli indicatori attualmente disponibili indicano che le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste sostanzialmente stabili durante la seconda metà del 2004. Ogni miglioramento sembra essere molto graduale.

DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è rimasto invariato all'8,9 per cento in novembre, mentre il numero di disoccupati è aumentato di circa 9.000 unità (cfr. figura 24). Va notato che al momento è presente una discontinuità nelle serie per l'area dell'euro relative ai primi mesi del 2004 (particolarmente evidente in aprile), che incide sia sul tasso di disoccupazione sia sul numero di disoccupati: essa dovrebbe essere corretta nelle prossime pubblicazioni dei dati statistici sulla disoccupazione. A parte tale discontinuità, l'incremento del numero di disoccupati in novembre è risultato più contenuto di quello medio registrato nei precedenti mesi del 2004 e anche rispetto a quello medio del terzo trimestre, a indicare quindi un ulteriore graduale miglioramento.

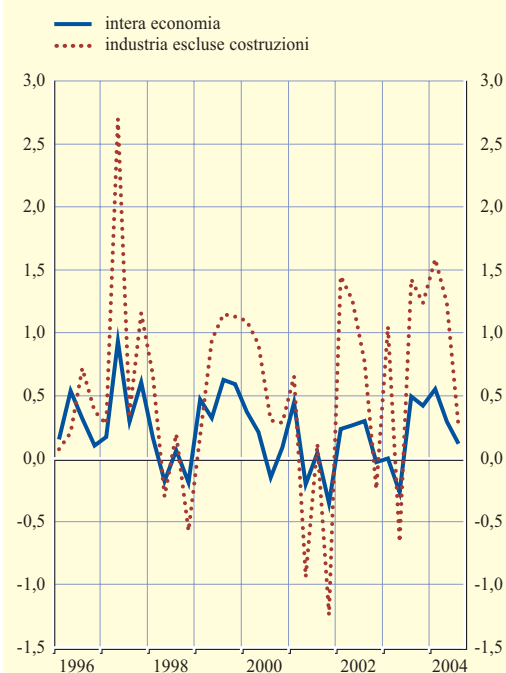
OCCUPAZIONE

L'occupazione nel terzo trimestre è cresciuta dello 0,1 per cento sul periodo precedente, lo stesso tasso osservato in media nella prima metà dell'anno (cfr. tavola 7). Il lieve calo dell'occupazione nell'industria e nelle costruzioni è stato compensato dall'incremento nei servizi. Considerando il rallentamento del PIL nel terzo trimestre, il protrarsi dell'espansione dell'occupazione ha determinato una flessione della crescita della produttività del lavoro rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 25). Rispecchiando gli andamenti del valore aggiunto nei vari settori, il rallentamento della produttività del lavoro tra la prima metà e il terzo trimestre del 2004 ha interessato tutti i settori ed è stato di pari entità per l'industria, le costruzioni e i servizi di mercato. In una prospettiva a più lungo termine, tuttavia, la crescita della produttività del lavoro è aumentata significativamente a partire all'incirca dalla metà del 2003, riflettendo la consueta dinamica degli andamenti ciclici nell'attività e nell'occupazione.

Gli indicatori delle attese sull'occupazione delle imprese nel quarto trimestre segnalano il perdurare della crescita dell'occupazione alla fine del 2004, pur senza indicarne un significativo irrobustimento. Le indagini della Commissione europea sulle imprese nel settore manifatturiero hanno mostrato un lieve miglioramento delle attese sull'occupazione in media nel quarto trimestre, mentre il PMI corrispondente è calato lievemente. Gli indici elaborati in entrambe le indagini si collocano su livelli che in passato hanno suggerito un lieve calo dell'occupazione nell'industria. Quanto al settore dei servizi, le attese sull'occupazione nel quarto trimestre sono rimaste mediamente invariate secondo le indagini

Figura 25 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

della Commissione europea, mentre sono ulteriormente migliorate sulla base dell'indagine fra i responsabili degli acquisti.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel complesso, benché le informazioni sul quarto trimestre siano ancora incomplete, le indicazioni provenienti dagli ultimi dati macroeconomici e dalle indagini recenti rimangono contrastanti ma sembrerebbero suggerire il protrarsi di una crescita moderata. Nel corso del 2005 l'attività nell'area dell'euro dovrebbe trarre beneficio da diversi fattori favorevoli. In primo luogo, il protrarsi della vigorosa espansione degli interscambi mondiali continuerà a sostenere le esportazioni. In secondo luogo, dovrebbe continuare la ripresa degli investimenti nell'area dell'euro, sostenuta dalla crescita mondiale, dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area, dalla ripristinata redditività delle imprese e da una maggiore efficienza dovuta alla continuazione delle ristrutturazioni aziendali. Inoltre, i consumi privati dovrebbero crescere in linea con l'andamento del reddito reale disponibile. Essi beneficerebbero anche di una riduzione delle incertezze circa la portata e la rapidità dei progressi sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali nell'area dell'euro.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In dicembre l'euro ha continuato a rafforzarsi rispetto a tutte le principali valute. Tale apprezzamento è stato particolarmente pronunciato nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese, in presenza di timori dei mercati finanziari circa l'ampio disavanzo del conto corrente degli Stati Uniti e le notizie di un indebolimento dell'attività economica in Giappone. Agli inizi di gennaio, tuttavia, la moneta unica è arretrata rispetto alla gran parte delle valute principali, in particolare rispetto al dollaro statunitense.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

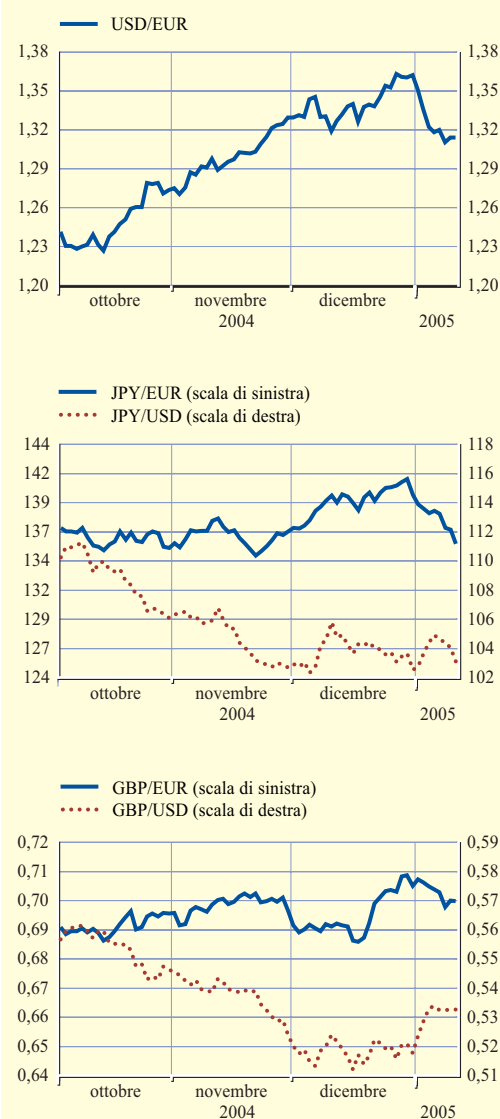
L'euro ha continuato ad apprezzarsi contro il dollaro statunitense in dicembre, per poi deprezzarsi agli inizi di gennaio collocandosi – il 12 del mese – su un livello inferiore dell'1,2 per cento a quello di fine novembre (cfr. figura 26). Il principale fattore alla base del calo del dollaro in dicembre va ricercato nella protratta attenzione rivolta dagli operatori verso l'entità e la persistenza del disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti nonché verso il relativo fabbisogno di finanziamento. Benché i dati pubblicati segnalassero la tenuta dei consumi in termini reali delle famiglie e del clima di fiducia delle imprese negli Stati Uniti, essi non hanno fornito un sostegno immediato alla valuta americana. Nella riunione del 14 dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di innalzare di 25 punti base, al 2,25 per cento, l'obiettivo per il tasso sui *federal funds*. Tale decisione era stata ampiamente anticipata dagli operatori e non ha pertanto influito in misura sensibile sull'evoluzione dei mercati valutari. Agli inizi di gennaio, invece, la pubblicazione del verbale di tale riunione è parsa destare preoccupazioni tra gli operatori di mercato sulle prospettive per l'inflazione negli Stati Uniti, esercitando pertanto qualche spinta al rialzo sulla moneta statunitense. Il 12 gennaio l'euro si situava a 1,31 dollari, un valore inferiore dell'1,2 per cento a quello di fine novembre e superiore del 5,6 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

In dicembre l'euro si è rafforzato anche rispetto allo yen giapponese, nel contesto delle più deboli prospettive per l'economia nipponica (cfr. figura 26). Allo stesso tempo, lo yen è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti del dollaro

Figura 26 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 27 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 $\pm 2,25\%$; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di $\pm 15\%$.

statunitense, forse per effetto delle dichiarazioni con le quali le autorità giapponesi hanno espresso preoccupazione per il precedente apprezzamento della moneta nazionale su quella americana. Agli inizi di gennaio lo yen ha guadagnato terreno rispetto all'euro, che il 12 gennaio è stato quotato a 135,5 yen, un livello inferiore dello 0,8 per cento a quello di fine novembre e superiore dello 0,8 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, la corona danese e il tallero sloveno hanno oscillato entro intervalli estremamente ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali (cfr. figura 27). 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.

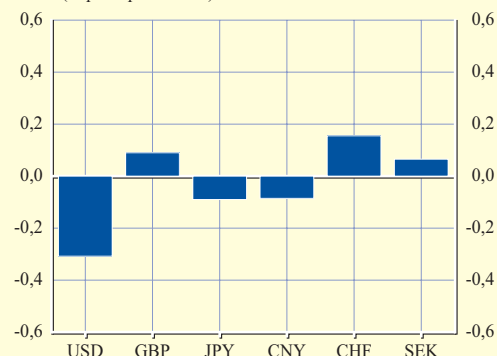
Per ciò che riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE, nel periodo in esame l'euro ha continuato ad apprezzarsi sulla sterlina britannica (cfr. figura 26). L'indebolimento della sterlina sembra connesso alle informazioni che segnalavano una lieve moderazione della crescita economica nel Regno Unito e ai segnali di un indebolimento dell'attività nel mercato immobiliare. Il 12 gennaio l'euro è stato scambiato a 0,70 sterline, un valore superiore dello 0,5 per cento a quello di fine novembre e del 3,1 per cento alla media del 2004. In dicembre e agli inizi di gennaio la moneta

Figura 28 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾
Dal 30 novembre 2004 al 12 gennaio 2005
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.
2) I contributi alle variazioni del TCE-23 sono riportati soltanto per le 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.

unica ha continuato a deprezzarsi nei confronti dello zloty polacco, della corona ceca e della corona slovacca, mentre si è apprezzata sulla corona svedese e sul fiorino ungherese. Quanto al lat lettone, le autorità della Lettonia hanno sostituito con l'euro il paniere di valute rappresentato dai diritti speciali di prelievo (DSP) cui era ancorata la divisa nazionale (a 0,7997 lat per DSP). La nuova parità (0,702804 lat per euro) è in vigore dal 1° gennaio 2005. Infine, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina cipriota e della lira maltese.

ALTRE VALUTE

Con riferimento ad altre valute, in dicembre e agli inizi di gennaio l'euro ha guadagnato terreno sul franco svizzero. Altri andamenti di rilievo del mese hanno riguardato il perdurante apprezzamento della moneta unica rispetto al dollaro canadese e alle principali divise asiatiche. L'apprezzamento nei confronti di queste ultime è stato tuttavia riassorbito agli inizi di gennaio per il legame formale o informale di tali valute al dollaro statunitense.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 12 gennaio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, si situava a un livello simile a quello di fine novembre e superiore del 2,1 per cento rispetto alla media del 2004 (cfr. figura 28).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In ottobre le esportazioni di beni dall'area dell'euro verso il resto del mondo sono cresciute più rapidamente delle importazioni in termini destagionalizzati, sorrette dalle favorevoli condizioni della domanda estera. L'avanzo dei beni dell'area è di conseguenza aumentato rispetto al mese precedente, contribuendo così a far crescere il saldo del conto corrente. A fronte di tale andamento, l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area ha continuato a diminuire pur restando più elevato rispetto a un anno prima. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno generato nel loro insieme deflussi netti, contro afflussi netti nel periodo corrispondente dell'anno precedente.

CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

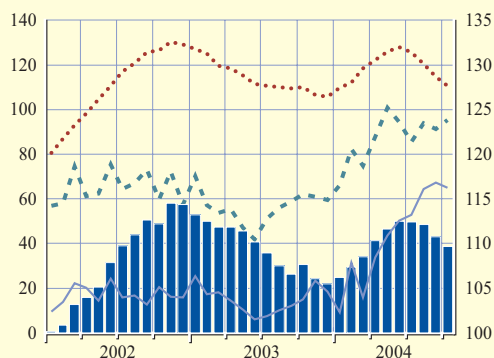
Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in ottobre un avanzo di 0,9 miliardi di euro (corrispondente a un avanzo di 1,1 miliardi in termini non destagionalizzati). Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni sia in quello dei servizi, solo in parte compensati da disavanzi nei redditi e nei trasferimenti (cfr. tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). L'avanzo destagionalizzato del conto corrente è aumentato di 3,1 miliardi di euro in ottobre. Ciò va imputato all'aumento dell'avanzo dei beni e dei servizi (rispettivamente pari a 1,2 e 0,5 miliardi di euro) e al calo del disavanzo nei redditi e nei trasferimenti correnti (di 1,1 e 0,4 miliardi di euro).

In ottobre il valore destagionalizzato delle esportazioni di beni e servizi è aumentato dello 0,8 per cento sul mese precedente, dopo essere calato dello 0,5 per cento in settembre. Le esportazioni di beni sono salite del 2,0 per cento, grazie alle favorevoli condizioni della domanda. Nel contempo, rispetto al mese precedente, il valore destagionalizzato delle importazioni di beni e servizi è diminuito (dello 0,6 per cento) per la quinta volta consecutiva da aprile. Tale flessione è imputabile al calo delle importazioni di servizi, solo parzialmente controbilanciato da un incremento delle importazioni di beni che sarebbe stato in parte determinato dal rincaro del petrolio. In tale contesto, in ottobre l'avanzo dei beni e dei servizi è salito di 1,7 miliardi di euro (cfr. figura 29).

Figura 29 Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati destagionalizzati)

- saldo di conto corrente (saldi cumulati sui dodici mesi)
- saldo dei beni (saldi cumulati sui dodici mesi)
- - - esportazioni di beni e servizi (scala di destra)
- importazioni di beni e servizi (scala di destra)

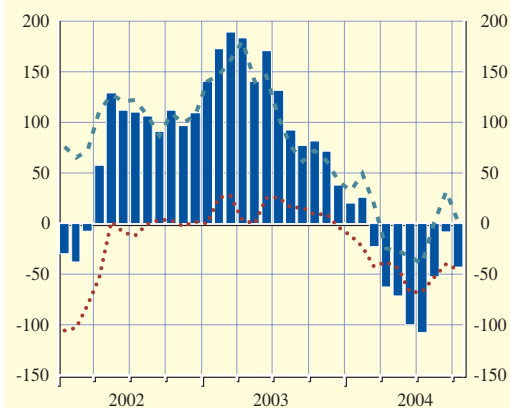


Fonte: BCE.

Figura 30 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)

- investimenti diretti e di portafoglio
- investimenti diretti
- - - investimenti di portafoglio



Fonte: BCE.

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

In un'ottica di più lungo termine, a ottobre l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area è stato pari a 38,8 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,5 per cento del PIL), contro i 30,7 miliardi dello stesso periodo dello scorso anno (cfr. figura 29). L'incremento ha riflesso principalmente una contrazione di 7,9 miliardi di euro del disavanzo dei redditi riconducibile all'effetto congiunto dell'aumento degli introiti e del calo degli esborsi. L'avanzo nei beni e nei servizi e il disavanzo nei trasferimenti correnti sono rimasti sostanzialmente invariati.

CONTO FINANZIARIO

In ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 3,7 miliardi di euro, riconducibili ai flussi netti in uscita per investimenti diretti (9,7 miliardi di euro) e per strumenti di debito (4,2 miliardi), solo parzialmente compensati dai consistenti afflussi netti per titoli azionari (10,1 miliardi). L'andamento dei flussi per investimenti diretti è stato determinato in larga misura dagli investimenti netti all'estero dei residenti dell'area sotto forma di azioni e utili reinvestiti, mentre gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono principalmente ascrivibili agli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti.

Nei dodici mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 35,8 miliardi di euro, contro afflussi netti per 81,8 miliardi un anno prima. Questa inversione di direzione dei flussi di capitali è dovuta al passaggio da afflussi netti a deflussi netti degli investimenti diretti e a un calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio (cfr. figura 30).

Mentre il mutamento di segno degli investimenti diretti netti è principalmente imputabile al consistente calo degli afflussi nell'area, superiore a quello dei deflussi dall'area, i minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio vanno in larga misura attribuiti al passaggio da acquisti netti (per 41,6 miliardi di euro) a vendite nette (per 8,5 miliardi) di strumenti del mercato monetario dell'area dell'euro da parte di residenti all'estero. Alla base di tali andamenti potrebbero risiedere

i risultati economici positivi di altre regioni del mondo, soprattutto nella prima metà del 2004. A partire da luglio, tuttavia, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno nell'insieme seguito una tendenza diversa, che potrebbe avere riflesso il rinnovato interesse nei confronti degli strumenti finanziari dell'area dell'euro da parte degli investitori esterni all'area.

IL NUOVO ACCORDO DI BASILEA SUI REQUISITI PATRIMONIALI: PRINCIPALI CARATTERISTICHE E IMPLICAZIONI

Nel giugno 2004 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato un nuovo schema di regolamentazione per la Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali, comunemente noto come il nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali o "Basilea II". Il presente articolo descrive il nuovo schema di regolamentazione, passa in rassegna una serie di possibili effetti del nuovo regime e ne delinea l'applicazione nel contesto dell'UE. Dopo una sintesi delle principali caratteristiche dello schema, si passa a un'analisi del potenziale impatto dello stesso su banche, imprese e attività dell'Eurosistema. Un'attenzione particolare è dedicata al potenziale effetto prociclico, dal momento che ha costituito un importante argomento di discussione. Infine, si esaminano alcuni aspetti principali relativi all'attuazione del nuovo schema nell'UE, con riguardo soprattutto alla cooperazione in materia di vigilanza.

INTRODUZIONE

Il 26 giugno 2004 i governatori delle banche centrali e i responsabili della vigilanza bancaria dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno approvato il nuovo schema di regolamentazione per la *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali* (comunemente noto come il nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali o "Basilea II"), a coronamento di un progetto di ampia portata realizzato in oltre cinque anni di lavoro dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (in prosieguo "il Comitato")¹⁾ e dalle istituzioni che ne fanno parte. La prima proposta è stata pubblicata nel giugno 1999 e i due successivi documenti a fini di consultazione sono apparsi nel 2001 e 2003.

Lo scopo specifico di Basilea II è di affrontare le principali carenze dell'attuale schema di adeguatezza patrimoniale. A tal fine, Basilea II introduce metodi di calcolo dei requisiti patrimoniali per il rischio di credito più sofisticati, in linea con le migliori prassi bancarie attualmente in vigore. Inoltre, il nuovo schema intende ridimensionare le possibilità di "arbitraggio patrimoniale"²⁾ e fissare disposizioni più accurate in relazione alle misure di attenuazione del rischio. Inoltre, il nuovo schema introduce un coefficiente patrimoniale per il rischio operativo nonché requisiti generali di trasparenza informativa del mercato. Infine, è ampliato l'ambito di intervento dell'azione prudenziale, poiché gli organi di vigilanza sono tenuti a verificare l'accuratezza delle valutazioni effettuate dalle banche sui fabbisogni patrimoniali derivanti dai rischi assunti e a intervenire laddove necessario.

Basilea II intende salvaguardare la sicurezza e la solidità delle banche nonché accrescere la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. A tale scopo, il Comitato ha dotato il nuovo schema per l'adeguatezza patrimoniale di una struttura che rafforza gli incentivi a favore di una gestione bancaria prudente. Esso prevede, inoltre, che gli organi di vigilanza bancaria siano direttamente coinvolti nella convalida della misurazione del rischio effettuata dalle banche e nell'assegnazione di un margine patrimoniale aggiuntivo. Infine, con l'introduzione dei requisiti di trasparenza informativa, crea un contesto in cui gli operatori di mercato hanno un migliore accesso alle informazioni sui rischi delle singole organizzazioni bancarie e possono esercitare, su tale base, una disciplina di mercato più efficace.

Questo approccio risponde all'esigenza di un maggiore controllo del rischio portando il patrimonio di vigilanza più vicino al concetto di patrimonio economico. La stabilità del settore bancario sarà pertanto rafforzata dal maggior allineamento dei requisiti patrimoniali con i rischi assunti dalle singole banche. Inoltre, gli incentivi intesi a sviluppare o migliorare la funzione di gestione del rischio in seno alle singole orga-

- 1) Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria comprende le banche centrali e le autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci nonché di Spagna e Lussemburgo. Esso consiste in un organismo deputato all'elaborazione di standard attinenti a tutti gli aspetti di vigilanza bancaria e costituisce un forum di cooperazione sistematica. La BCE vi partecipa come osservatore.
- 2) Si tratta di strategie che riducono i requisiti patrimoniali di vigilanza di una banca senza una corrispondente riduzione dell'esposizione al rischio della stessa.

nizzazioni bancarie promuoveranno l'efficienza e la stabilità del sistema. Il ruolo attivo delle autorità di vigilanza incoraggerà le banche a sviluppare ulteriormente le funzioni di gestione del rischio, mentre gli operatori di mercato disporranno di informazioni sufficienti per valutare accuratamente i rischi, i risultati e l'adeguatezza patrimoniale complessiva di un'istituzione.

I LA STRUTTURA DELLO SCHEMA DI REGOLAMENTAZIONE DI BASILEA II

Lo schema di regolamentazione di Basilea II è stato elaborato sulla base di una struttura a tre pilastri: i requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro), il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) e la disciplina di mercato (terzo pilastro).

Il primo pilastro, che consiste nei requisiti patrimoniali minimi, sviluppa e approfondisce le regole introdotte dall'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 (Basilea I). Esso apporta miglioramenti sostanziali al calcolo del denominatore del coefficiente patrimoniale, che corrisponde alle attività ponderate per il rischio, al fine di meglio riflettere il profilo di rischio delle banche. La definizione di patrimonio di vigilanza (il numeratore) rimane sostanzialmente invariata, così come non è stato modificato il requisito patrimoniale minimo generale (non inferiore all'8 per cento delle attività ponderate per il rischio).

Le principali innovazioni introdotte nel primo pilastro sono le seguenti:

- i) l'inserimento del rischio operativo come nuova categoria di rischio nella definizione delle attività ponderate per il rischio. Esso consiste nel rischio di perdite derivanti dalla inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane o sistemi interni, oppure da eventi esogeni;
- ii) l'introduzione di tre opzioni di complessità crescente e sensibili al rischio per la misurazione del rischio di credito (il metodo standardizzato, i metodi dei rating interni di base e avanzato) e del rischio operativo (metodo

dell'indicatore di base, metodo standardizzato e metodo avanzato di misurazione).

Quanto alla misurazione del rischio di credito, il metodo standardizzato contemplato dal nuovo schema di regolamentazione è concettualmente identico a quello dell'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988, ma presenta una maggior sensibilità al rischio³⁾. Nello schema di Basilea I, le singole ponderazioni di rischio dipendono dalla categoria generale in cui rientra il prestatore, ovvero se è un soggetto sovrano, una banca o un'impresa. Nel nuovo schema, le ponderazioni di rischio sono più dettagliate mediante il ricorso a un *rating* assegnato da un'agenzia esterna per la valutazione del merito di credito (*external credit assessment institution*, ECAI) che sia riconosciuta dalle autorità di vigilanza e che soddisfi i criteri di idoneità prudenziali.

Uno degli elementi più innovativi di Basilea II è costituito dal sistema basato sui *rating* interni (*internal ratings-based approach*, IRB) per la valutazione del rischio di credito. Nelle versioni del metodo "di base" e di quello "avanzato", il sistema IRB consente alle banche di quantificare alcuni fattori fondamentali necessari al calcolo dei requisiti patrimoniali. Pertanto, le ponderazioni del rischio, e quindi i coefficienti patrimoniali, sono determinati attraverso una combinazione di dati quantitativi forniti dalle banche o dalle autorità di vigilanza e di funzioni di ponderazione del rischio precisate dal Comitato (cfr. riquadro 1).

Nel caso del rischio operativo, che costituisce una nuova categoria di rischio soggetta ai requisiti patrimoniali, si introduce uno schema di calcolo del patrimonio di vigilanza basato su tre diversi metodi. Nel primo di questi (metodo dell'indicatore di base), il requisito patrimoniale di una banca per coprire il rischio operativo è pari al 15 per cento del margine di intermediazione medio annuo riferito ai tre esercizi precedenti.

3) Ad esempio, per i prestiti alle imprese, l'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 prevedeva solo una categoria di ponderazione del rischio pari al 100 per cento, mentre Basilea II contempla nel metodo standardizzato cinque categorie, ossia del 20, 50, 75 (per esposizioni incluse nei portafogli al dettaglio), 100 e 150 per cento.

Il secondo metodo (metodo standardizzato) prevede che le attività di una banca siano suddivise in otto linee di *business*. Per ciascuna di esse si calcola il coefficiente patrimoniale moltiplicando il rispettivo margine di intermediazione per un fattore fissato dal Comitato e assegnato a quella linea specifica. Il requisito patrimoniale totale per il rischio operativo equivale, quindi, alla somma dei singoli requisiti patrimoniali di questi otto settori di *business*. Il terzo e più sofisticato metodo di calcolo è costituito dal metodo avanzato di misurazione (*advanced measurement approach*, AMA). Nel quadro dell'AMA, il requisito patrimoniale è calcolato sulla base di sistemi di misurazione del rischio operativo interni alle banche, che devono tenere in considerazione non solo i dati di perdita effettivi interni ed esterni bensì anche analisi di scenario e fattori di contesto operativo e di controllo interno delle banche.

Per quanto riguarda la misurazione del rischio di mercato, nel nuovo schema di regolamentazione i metodi fissati dall'emendamento del 1996 dell'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 rimangono sostanzialmente invariati.

Nel secondo pilastro, rappresentato dal processo di controllo prudenziale, le banche devono valutare l'adeguatezza patrimoniale sulla base della propria metodologia interna di gestione del rischio, mentre le autorità di vigilanza controlleranno se il patrimonio della banca è commisurato al suo profilo di rischio complessivo e alla sua strategia. Il controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale riguarderà anche il caso in cui una banca debba detenere capitale aggiuntivo a fronte di rischi non coperti dal primo pilastro e potrà richiedere interventi prudenziali laddove necessario. Un ruolo attivo delle autorità di vigilanza

incoraggerà le banche a sviluppare e utilizzare meglio le proprie funzioni di gestione del rischio. Il secondo pilastro conferisce alle autorità di vigilanza una discrezionalità sensibilmente maggiore nella valutazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche. In tale contesto, assume la massima rilevanza un'applicazione coerente delle prassi di vigilanza in tutti i paesi, in particolare negli Stati membri dell'UE, al fine di eliminare oneri regolamentari eccessivi e di garantire parità di condizioni concorrenziali.

Lo scopo del terzo pilastro consiste nel migliorare la disciplina di mercato introducendo requisiti di trasparenza informativa che imporranno alle banche di pubblicare informazioni quantitative e qualitative dettagliate su rischi, patrimonio di vigilanza e gestione del rischio. Tali requisiti riguardano non solo la metodologia di calcolo dell'adeguatezza patrimoniale adottata dalla banca bensì anche le tecniche utilizzate nella valutazione dei rischi. Le raccomandazioni fondamentali sulla trasparenza informativa comprendono disposizioni specifiche e dettagliate sul riconoscimento prudenziale delle metodologie interne adottate per il calcolo del rischio di credito, per le tecniche di attenuazione del rischio stesso e per le cartolarizzazioni di attività.

Perché lo schema di regolamentazione di Basilea II promuova effettivamente la sicurezza e la solidità delle istituzioni creditizie, fra questi tre pilastri sarà necessaria un'adeguata interazione, la cui efficacia dipenderà dalla misura in cui essi, e in particolare il processo di controllo prudenziale e la disciplina di mercato, verranno applicati in tutti i paesi interessati. Sarà d'importanza cruciale conseguire un grado sufficiente di convergenza nell'attuazione di questi elementi.

Riquadro I

FONDAMENTI TEORICI DEL SISTEMA BASATO SUI *RATING* INTERNI

La metodologia di misurazione del rischio di credito contemplata da Basilea II rappresenta un importante progresso nella regolamentazione bancaria perché combina l'applicabilità pratica a una solida base teorica. Dal momento che la nuova metodologia è adatta ad essere applicata da banche di dimensioni, struttura operativa e profili di rischio diversi, per la prima volta è disponi-

bile, a fini di vigilanza, un metodo di misurazione del rischio di credito comune a tutti i tipi di banca. Il sistema basato sui *rating* interni (*internal ratings-based approach*, IRB) è strettamente connesso con i principali risultati della moderna teoria sulla determinazione dei prezzi delle attività. La metodologia si basa su un modello che stabilisce la probabilità di un'impresa di non essere in grado di restituire il proprio debito, determinata dalla differenza fra il valore delle sue attività e il valore nominale del suo debito. Il valore delle attività dell'impresa si configura come una variabile che cambia nel tempo, in parte per effetto dell'impatto di shock casuali. Si assume che l'inadempienza si verifichi quando le attività di un'impresa non sono sufficienti a coprirne il debito. La corrispondente misura del rischio di credito in un determinato arco temporale (generalmente pari a un anno) consiste nella probabilità di inadempienza¹⁾.

Nel sistema IRB il patrimonio minimo richiesto è basato sulla distribuzione delle perdite dovute a inadempienze in un portafoglio di prestiti o di strumenti simili. L'orizzonte temporale della valutazione del rischio è pari a un anno. Il modello IRB presuppone inoltre un livello di confidenza pari al 99,9 per cento. Ciò significa che le perdite effettive dovrebbero superare la stima del modello in un anno su mille. Inoltre, in seguito all'accordo raggiunto nel gennaio 2004 dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (in prosieguo "il Comitato"), i requisiti patrimoniali IRB coprono solo le perdite inattese, ovvero le perdite che non sono coperte da accantonamenti.

Il calcolo dei requisiti patrimoniali per il rischio di inadempienza di un prestito nel quadro di Basilea II si basa su sei componenti:

- *Probabilità di inadempienza* (probability of default, *PD*): stima della probabilità che il debitore non ottemperi ai propri obblighi in un dato orizzonte temporale, pari ad es. a un anno.
- *Perdita in caso di inadempienza* (loss given default, *LGD*): perdita sul prestito a seguito dell'inadempienza da parte del prestatore, generalmente espressa da una percentuale del valore nominale originale del debito.
- *Esposizione al momento dell'inadempienza* (exposure at default, *EAD*): valore nominale del debito del prestatore.
- *Scadenza del prestito.*
- *Correlazione con il rischio sistematico*: stima del legame fra l'inadempienza congiunta di due debitori distinti. Il modello IRB si basa su un modello di valore delle attività a un solo fattore per descrivere il co-movimento delle inadempienze in un portafoglio. Il fattore comune non osservabile può essere interpretato come una variabile che rappresenta lo stato del ciclo economico. Le correlazioni IRB con il fattore di rischio sistematico sono una funzione della dimensione dell'impresa e della qualità creditizia, conformemente allo schema di regolamentazione del Comitato.
- *Funzione di ponderazione del rischio*: funzione che correla le previsioni di perdita ai requisiti patrimoniali minimi; le ponderazioni di rischio IRB sono specificate nello schema di regolamentazione del Comitato.

1) Per maggiori informazioni su questo modello teorico, cfr. in particolare M. Gordy, "A risk-factor model foundation for ratings-based bank capital rules", *Journal of Financial Intermediation*, Volume 12, 2003, pp. 199-232.

La principale differenza fra i metodi IRB di base e avanzato risiede nella definizione delle variabili di input. Entrambi i metodi si basano sulle stime delle PD delle banche, ma solo nel metodo avanzato del sistema IRB sono prese in considerazione le stime interne della LGD, della EAD e della scadenza del prestito.

Lo schema di regolamentazione di Basilea II riconosce l'importanza del tipo di attività nello spiegare il profilo di rischio di strumenti soggetti al rischio di inadempienza e, pertanto, opera una distinzione fra prestiti alle imprese, finanziamenti di immobili commerciali e crediti al dettaglio. Il modello ipotizza una concentrazione molto bassa del portafoglio prestiti e che il rischio di inadempienza di un singolo prestatore non dipenda dalla composizione dell'intero portafoglio. Questa caratteristica del sistema IRB riduce considerevolmente la complessità del metodo e consente altresì alle banche di minori dimensioni e meno sofisticate di applicare i principi moderni di gestione del rischio.

2 IMPATTO POTENZIALE DI BASILEA II

IMPATTO SULLE BANCHE

Il nuovo regime di adeguatezza patrimoniale è stato calibrato dal Comitato al fine di mantenere mediamente invariati per il sistema bancario i requisiti patrimoniali minimi complessivi. Tuttavia, potrebbe avere luogo una redistribuzione fra le banche del patrimonio di vigilanza, conformemente ai profili di rischio effettivi e alle attività svolte.

Il Comitato ha analizzato i potenziali effetti dello schema di regolamentazione di Basilea II attraverso diversi studi di impatto quantitativo (*quantitative impact studies*, QIS) realizzati prima della finalizzazione dello schema stesso. Nel complesso, i risultati dell'ultimo QIS (QIS3)⁴⁾ si sono rivelati in linea con gli obiettivi fissati dal Comitato. Essi hanno dimostrato che i requisiti patrimoniali minimi rimarrebbero sostanzialmente invariati per le grandi banche che operano a livello internazionale, dal momento che esse adotteranno probabilmente i sistemi IRB. Per le banche di minori dimensioni, orientate al mercato domestico, i requisiti patrimoniali risulterebbero sostanzialmente inferiori con i sistemi IRB. Tuttavia, i risultati presentano differenze considerevoli a seconda della composizione del portafoglio delle banche. Pertanto, l'impatto dei nuovi requisiti patrimoniali può variare in misura significativa fra le banche.

Gli effetti potenziali dello schema di regolamentazione di Basilea II nell'UE sono stati analizzati nel *Barcelona Report*⁵⁾. Questo studio è stato

effettuato in risposta alla richiesta del Consiglio europeo, avanzata alla Commissione europea nella riunione di Barcellona del marzo 2002, di riferire sulle conseguenze di Basilea II in tutti i settori dell'economia europea. Il rapporto, pubblicato nel 2004, analizza le conseguenze macroeconomiche del nuovo schema di regolamentazione, concludendo che lo schema di Basilea II potrebbe ridurre lievemente, di circa il 5 per cento, i requisiti patrimoniali complessivi per le banche dell'UE-15. Inoltre, potrebbe verificarsi una redistribuzione dei requisiti patrimoniali di vigilanza fra le banche e fra i sistemi bancari dei vari paesi.

In diversi paesi, appartenenti o meno al Gruppo dei Dieci, è attualmente in corso un ulteriore studio di impatto quantitativo, che costituisce il quarto esercizio di questo genere, mentre in altri si intendono effettuare QIS supplementari su tematiche specifiche. I risultati di queste analisi dovrebbero essere disponibili nel corso del 2005 e potrebbero indurre il Comitato a perfezionare alcuni parametri tecnici dello schema di regolamentazione.

IMPATTO SULLE IMPRESE

Nella discussione sull'impatto del nuovo schema di regolamentazione alcuni commenti si sono incentrati sugli effetti potenzialmente ne-

4) Per maggiori informazioni, cfr. *Quantitative Impact Study 3: Overview of global results*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 2003.

5) *Study on the financial and macroeconomic consequences of the draft proposed new capital requirements for banks and investment firms in the EU*, PriceWaterhouseCoopers Risk Management, 2004.

gativi dei nuovi requisiti patrimoniali sui finanziamenti destinati alle piccole e medie imprese (PMI). In particolare, è stato espresso il timore che i metodi di *rating* quantitativi come il sistema IRB potrebbero assegnare maggiore rilievo agli indicatori finanziari rispetto a fattori qualitativi come le capacità dell'imprenditore o le strategie operative. Questo spostamento di enfasi nella valutazione della qualità del credito potrebbe comportare valutazioni del rischio più elevate che, a loro volta, innalzerebbero i costi finanziari per le PMI. Inoltre, le società di nuova costituzione (*start-up*) potrebbero risultare svantaggiate, in quanto prive in genere di *rating* pregressi. Costi creditizi più elevati o una flessione nell'erogazione di credito potrebbero determinare un deterioramento della situazione finanziaria delle PMI. Dal momento che queste ultime costituiscono una componente importante dell'economia dell'UE, potenzialmente tale evoluzione, se dovesse concretizzarsi, potrebbe avere effetti negativi sulla crescita economica, l'innovazione e l'occupazione. Tuttavia, l'assetto definitivo dello schema di regolamentazione di Basilea II dovrebbe dissipare tali timori, in quanto le PMI dovrebbero in genere ricevere un trattamento in certa misura più favorevole rispetto al regime attuale.

IMPATTO SU ALCUNE ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA

Il ricorso al metodo standardizzato e al sistema IRB di valutazione del rischio di credito dovrebbe modificare le prassi di gestione del rischio delle controparti dell'Eurosistema e influenzare la disponibilità di *rating* esterni. Ciò, a sua volta, avrà ripercussioni importanti nell'accertamento dell'idoneità delle garanzie reali per le operazioni di credito dell'Eurosistema.

Perché uno strumento di debito negoziabile rientri nell'elenco di garanzie reali di "primo livello"⁶⁾ accettate dall'Eurosistema, esso deve soddisfare elevati criteri di qualità creditizia. Questi sono verificati prendendo in considerazione, fra l'altro, le valutazioni rese disponibili dalle agenzie di *rating*. I criteri di idoneità delle ECAI e il processo di riconoscimento delle stesse per fini prudenziali a livello nazionale incideranno sulla

qualità dei *rating* e sulla parità di condizioni nel mercato dei *rating*.

Nel mese di agosto 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha approvato in linea di principio l'inserimento dei prestiti bancari provenienti da tutti i paesi dell'area dell'euro nell'elenco unico delle garanzie reali⁷⁾. Tuttavia, rendere tali attività generalmente idonee richiede l'adozione di soluzioni specifiche al fine di fornire una valutazione del rischio di credito laddove non è disponibile un *rating*. Una delle alternative in esame è di considerare il sistema IRB di una controparte quando si valuta la qualità creditizia delle attività offerte dalla stessa come garanzie reali.

3 REQUISITI PATRIMONIALI DI VIGILANZA E PROCICLICITÀ

Durante l'elaborazione del nuovo schema di regolamentazione, è stato espresso il timore che i nuovi requisiti determinino una maggiore prociclicità nel sistema finanziario; la BCE stessa è ripetutamente intervenuta su questa importante questione di politica economica⁸⁾. Per prociclicità si intende in questa sede il fenomeno per cui l'attività creditizia delle banche tende a seguire lo stesso andamento ciclico dell'economia reale, con un forte incremento durante le fasi di crescita economica e un incremento modesto o addirittura una contrazione durante le fasi di rallentamento. In generale, le attività bancarie mostrano caratteristiche procicliche, a prescindere

6) L'elenco delle garanzie reali che costituiscono il "primo livello" comprende le attività negoziabili che soddisfano certi criteri uniformi di idoneità definiti dalla BCE e validi in tutta l'area dell'euro.

7) Sostituendo l'attuale sistema a due livelli di garanzie con un unico elenco, l'Eurosistema intende armonizzare lo schema delle garanzie reali.

8) Cfr. in particolare le osservazioni della BCE sul secondo e terzo documento a fini di consultazione del Comitato e sulla terza proposta di consultazione della Commissione europea sul nuovo regime di adeguatezza patrimoniale dell'UE per le banche e le società di investimento in titoli. Nel nuovo schema di requisiti patrimoniali dell'UE (riformulazione delle direttive 2000/12/CE e 93/6/CEE) è previsto che la BCE contribuisca al monitoraggio periodico dei possibili effetti delle direttive sul ciclo economico (articolo 156 della direttiva riformulata 2000/12/CE). La Commissione europea riferirà quindi al Parlamento europeo e al Consiglio europeo.

dalle norme sui requisiti patrimoniali. Questa prociclicità deriva, ad esempio, dal sussistere di informazioni asimmetriche o di imperfezioni del mercato. Nel quadro di Basilea II, la discussione verte soprattutto sulla potenziale generazione di prociclicità aggiuntiva nel sistema finanziario⁹⁾.

Potenzialmente, lo schema di regolamentazione di Basilea II può far insorgere effetti prociclici a causa del fatto che le tre principali componenti del sistema IRB, seppure in misura diversa, sono di per sé influenzate dall'andamento ciclico (per una sintesi del sistema IRB cfr. riquadro 1). In primo luogo, un rallentamento economico può comportare, nelle stime delle banche, un incremento delle probabilità di inadempienza dei prenditori qualora sia utilizzato un orizzonte di valutazione a breve termine. Tale *rating* "puntuale nel tempo" (*point-in-time*) varia con il variare della qualità creditizia nel corso del ciclo economico. Per contro, un processo di *rating* "attraverso il ciclo" (*through-the cycle*), richiede un'analisi a più lungo termine del rischio di inadempienza dei prenditori sulla base di uno scenario che tenga conto degli effetti, ad esempio, di un rallentamento economico. In secondo luogo, le perdite che si verificano nel caso di inadempienza possono aumentare in una fase di rallentamento economico, in quanto è stato storicamente osservato che il recupero dei crediti in default avviene in misura inferiore in un contesto di recessione. In terzo luogo, può aumentare anche l'esposizione al momento dell'inadempienza di un prestito, in quanto i prenditori potrebbero, in una fase di rallentamento, utilizzare interamente le proprie linee di credito.

Le argomentazioni riportate indicano che in una fase di rallentamento economico la maggiore sensibilità al rischio dei sistemi di *rating* bancari può innalzare i requisiti patrimoniali di vigilanza. Nell'eventualità di un rallentamento significativo, i coefficienti patrimoniali delle banche possono toccare addirittura valori prossimi al minimo dell'8 per cento. Se esse non possono adeguare facilmente il livello del patrimonio, la pressione che ne deriva può indurre a ridurre l'erogazione di prestiti a un livello

anche inferiore a quello giustificato dalla minor domanda in un contesto di recessione, con un conseguente inasprimento del rallentamento economico.

Per rispondere ai timori di prociclicità, lo schema di Basilea II contiene una serie di misure specifiche che costituiscono un miglioramento sostanziale rispetto alle proposte precedenti. Innanzitutto, il Comitato ha deciso di rendere più piatta la funzione di ponderazione del rischio contemplata dal primo pilastro per la misurazione dei requisiti patrimoniali minimi. Ciò ha comportato una riduzione della sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali.

In secondo luogo, nel secondo pilastro si richiede alle banche di valutare la propria capacità di sostenere rischi in relazione a scenari che interesserebbero in maniera particolare le loro esposizioni creditizie. Inoltre, le banche che utilizzano il sistema IRB devono effettuare "prove di stress" del rischio di credito più specifiche per valutare le conseguenze di determinati eventi sui loro requisiti patrimoniali. A tale scopo, l'analisi delle banche dovrebbe almeno tener conto dell'impatto di modesti rallentamenti economici. In generale, sono ancora in via di sviluppo metodologie pratiche e affidabili per le prove di stress del rischio di credito nel sistema IRB. Sembra quindi auspicabile che sia le banche sia le autorità di vigilanza dedichino ulteriori sforzi allo sviluppo di metodologie adeguate.

Dato il comportamento potenzialmente ciclico dei requisiti patrimoniali minimi, le banche potrebbero accantonare in via preventiva capitale sufficiente, sotto forma di margini patrimoniali aggiuntivi, oltre al minimo di vigilanza. Tali margini, incoraggiati nello schema di Basilea II, possono attenuare gli effetti macroeconomici potenzialmente negativi di un rallentamento economico. In alcuni paesi è incentivata la prassi di effettuare "accantonamenti dinamici"

9) Un'analisi dettagliata del dibattito in materia è contenuta in L. Allen e A. Saunders (2004), "Incorporating Systemic Influences Into Risk Measurements: A Survey of the Literature", *Journal of Financial Services Research*.

(*dynamic provisioning*). Con questo metodo, nel processo di accantonamento si tiene conto della possibile perdita durante l'intera vita del prestito, prendendo così in debita considerazione il profilo di rischio completo del prestito nel corso del ciclo economico. Infine, nel sistema IRB, le banche dovrebbero considerare un orizzonte temporale più lungo nel valutare i rischi di credito dei debitori. Ciò è particolarmente importante nel caso di banche che erogano prestiti a imprese attive in settori sensibili al ciclo economico e che, nei periodi di crescita economica, dovrebbero mostrare maggiore cautela nel valutare il rischio di inadempienza.

I timori relativi alla prociclicità sono stati affrontati molto approfonditamente nell'elaborazione del nuovo schema di regolamentazione dove, rispetto alle bozze precedenti, si è considerevolmente ridotta la portata di tali effetti. Il riquadro 2 fornisce un'evidenza empirica della modesta prociclicità riconducibile allo schema di regolamentazione di Basilea II nella sua versione definitiva. I potenziali strumenti intesi a ridurre la generazione di prociclicità aggiuntiva nel sistema finanziario, come le valutazioni del rischio di credito a più lungo termine, le prove di stress e l'accantonamento dinamico, andrebbero considerati come misure complementari.

Riquadro 2

STUDIO EMPIRICO SULLA PROCICLICITÀ IN AMBITO UE

La BCE ha condotto uno studio empirico sul livello di volatilità del patrimonio derivante dai requisiti patrimoniali calcolati con il sistema IRB. A questo scopo, per calcolare i requisiti patrimoniali IRB è stato utilizzato il metodo Moody's KMV, un indicatore consolidato del rischio di credito. È stato costituito un ipotetico portafoglio di prestiti erogati a 6.000 società europee non finanziarie di grandi dimensioni. Il campione di prestiti è rappresentativo dell'UE-15, rispecchiando la crescente integrazione del sistema bancario europeo, l'incremento dell'attività bancaria *cross-border* e la prevista attuazione di Basilea II in tutta l'UE. Lo studio ha coperto il periodo dal 1992 al 2004 e ha pertanto compreso diverse fasi di turbolenza, come quella del 1998 (insolvenza del fondo LTCM) e il periodo successivo al marzo 2000 (quando è scoppiata la bolla speculativa nel settore tecnologico).

Per ottenere i requisiti patrimoniali secondo il metodo di base del sistema IRB, l'indicatore di rischio di credito Moody's KMV è stato trasformato in un sistema di *rating* con dieci gradi di merito e una prospettiva neutrale lungo il ciclo. L'analisi empirica ha inteso così replicare, con la maggiore fedeltà possibile, l'applicazione di un metodo IRB di base utilizzando una prospettiva *through-the cycle*.

La figura riassume i principali risultati dell'analisi empirica, da cui si evincono in particolare due osservazioni. Innanzitutto, per l'ipotetico portafoglio "corporate" dell'UE 15 nel sistema IRB i requisiti patrimoniali delle banche restano inferiori all'8 per cento. Il valore mediano dei requisiti patrimoniali si colloca al 4,9 per cento e la deviazione standard

Metodo IRB di base: requisiti patrimoniali per un portafoglio ipotetico

(valori percentuali)



Fonti: Moody's KMV ed elaborazioni della BCE.

allo 0,4 per cento. In questo contesto, è importante ricordare che la flessione stimata nei requisiti patrimoniali minimi di vigilanza rispetto a Basilea I non significa necessariamente una flessione del capitale complessivo detenuto dalle banche a copertura dei rischi. In secondo luogo, la versione definitiva dello schema di regolamentazione di Basilea II ridurrà i timori di prociclicità se il sistema IRB è attuato come previsto. Come indica la figura, il metodo “attraverso il ciclo” produce nel complesso una volatilità patrimoniale relativamente bassa.

4 IL NUOVO SCHEMA DEI REQUISITI PATRIMONIALI DELL'UE

Lo schema di regolamentazione di Basilea II costituisce il fondamento delle modifiche legislative attualmente in corso nell'UE. L'attuale schema di regolamentazione dei requisiti patrimoniali dell'UE, basato sull'Accordo del 1988, necessitava di una revisione generale allo scopo di renderlo più sensibile al rischio e allinearli alle prassi di gestione del rischio più aggiornate e sofisticate, migliorando quindi in definitiva la stabilità finanziaria nell'UE.

Il nuovo schema di regolamentazione dei requisiti patrimoniali dell'UE sarà introdotto nel diritto comunitario attraverso la riformulazione di due direttive esistenti: la direttiva codificata sul sistema bancario (2000/12/CE) e la direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (93/6/CEE). In tale contesto, occorre notare che la BCE considera questa nuova struttura legislativa il primo passo di un processo a più lungo termine, il cui obiettivo ultimo è di unificare requisiti simili derivanti da una serie di direttive diverse in un quadro comune che funga da struttura portante della regolamentazione del sistema bancario, migliorando l'integrazione finanziaria e apportando un efficace contributo all'ulteriore sviluppo del mercato unico¹⁰⁾.

Un solido schema di regolamentazione in materia di adeguatezza patrimoniale costituisce un elemento essenziale per l'UE. Tuttavia, si potranno cogliere appieno i benefici ai fini dell'integrazione finanziaria solo se tale schema è attuato e applicato con coerenza negli Stati membri. Ciò è già stato riconosciuto nel contesto delle iniziative tese all'attuazione del cd. “metodo Lamfalussy”¹¹⁾, in particolare negli

assetti regolamentari e istituzionali di vigilanza adottati in ambito UE per affrontare le problematiche di vigilanza derivanti da mercati finanziari sempre più integrati. In tale contesto, la convergenza della regolamentazione deve essere completata dalla convergenza delle prassi di vigilanza.

Sebbene si basi su Basilea II, il nuovo schema di regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale nell'UE contempla alcune differenze che riflettono caratteristiche proprie dell'economia europea. In primo luogo, a differenza dello schema di Basilea II, indirizzato a banche che operano a livello internazionale, lo schema europeo sarà applicato, in linea di principio, su base individuale e consolidata a tutte le istituzioni creditizie nonché alle società di investimento, indipendentemente dal loro livello di complessità o sofisticazione. Questo raggruppamento di istituzioni con diversi livelli di complessità ha determinato l'elaborazione di norme sull'uso parziale dei metodi più sofisticati. Di conseguenza, le istituzioni meno complesse possono ora applicare metodi più sofisticati a una parte del proprio portafoglio creditizio e metodi più semplici alla parte rimanente.

10) Cfr. le osservazioni della BCE sul terzo documento di consultazione della Commissione europea sul patrimonio di vigilanza, pubblicate nel novembre 2003.

11) Si tratta delle procedure per l'adozione di quella che nel “metodo Lamfalussy” è nota come “legislazione di secondo livello”, secondo la proposta del Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari. In base a questo principio, la Commissione deve sottoporre a un comitato di regolamentazione progetti di misure per l'attuazione di aspetti tecnici relativi alla “legislazione di primo livello” (principi quadro adottati in direttive o regolamenti). Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo intitolato *Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea*, pubblicato nel numero di novembre 2004 del presente Bollettino.

In secondo luogo, lo schema europeo intende altresì garantire che gli standard prudenziali siano adeguati ai rischi assunti. In questo contesto, per alcune società di investimento si può continuare ad utilizzare il metodo esistente, più semplice, consistente nella fissazione di un limite minimo per il calcolo dei requisiti patrimoniali (il “coefficiente patrimoniale basato sui costi”), anziché applicare il nuovo requisito specifico per il rischio operativo.

In terzo luogo, allo scopo di sostenere l’obiettivo basilare di promuovere l’integrazione finanziaria, lo schema europeo consente una maggiore cooperazione e coordinamento fra le autorità di vigilanza rafforzando il ruolo dell’autorità responsabile della vigilanza consolidata. Quest’ultima si identifica generalmente con l’autorità di vigilanza nazionale dello Stato membro in cui ha sede legale la capogruppo di un gruppo con componenti in altri Stati membri. Essa è responsabile del più alto livello di vigilanza di un gruppo europeo con tali caratteristiche. Tale ruolo comprenderà il coordinamento e l’approvazione del ricorso ai metodi più sofisticati di calcolo dei requisiti patrimoniali da parte di un gruppo europeo. La risposta alla richiesta di utilizzo di tali metodi dovrebbe essere concordata fra le autorità di vigilanza interessate, ma se queste non dovessero giungere a una decisione

entro un certo lasso di tempo, spetterà all’autorità che esercita la vigilanza su base consolidata stabilirne l’eventuale approvazione.

Si ritiene che questa disposizione promuova parità di condizioni per le istituzioni finanziarie europee nel mercato internazionale, ad esempio, mantenendo la posizione concorrenziale di un gruppo paneuropeo che richieda l’approvazione dei propri modelli interni di rischio rispetto a una controparte statunitense (che deve presentare una sola richiesta). Va osservato che un ruolo rafforzato dell’autorità di vigilanza consolidata gode di un sostegno molto ampio presso alcune delle maggiori istituzioni bancarie in ambito europeo, che vorrebbero limitare gli oneri di vigilanza ed evitare molteplici richieste da parte delle autorità di vigilanza nazionali.

Infine, lo schema europeo di regolamentazione dei requisiti patrimoniali richiede altresì una maggiore trasparenza informativa in materia di vigilanza. Le autorità di vigilanza sono tenute a rendere pubbliche le informazioni relative all’attuazione della regolamentazione, all’esercizio di questioni di discrezionalità nazionale e alle metodologie adottate nel controllare e valutare la solidità delle istituzioni sotto la loro giurisdizione. Tali disposizioni intendono favorire una maggiore trasparenza e garantire condizioni paritarie nell’UE.

I FLUSSI DI CAPITALE VERSO LE ECONOMIE EMERGENTI: NUOVE CARATTERISTICHE E SVILUPPI RECENTI

L'importanza delle economie emergenti è cresciuta di pari passo con la loro integrazione nei mercati globali. Superate le crisi finanziarie alla fine degli anni novanta e nei primi anni 2000, questi paesi godono attualmente di una relativa stabilità e di fondamentali economici in miglioramento. Nel contempo, nel loro processo di integrazione tali economie stanno attraversando un periodo particolarmente insolito. I paesi emergenti nel loro insieme registrano infatti un avanzo di conto corrente di dimensioni crescenti, che li ha trasformati in esportatori netti di capitale verso il resto del mondo. Le riserve ufficiali si sono accumulate rapidamente verso livelli senza precedenti e gli altri flussi finanziari, che nel 2003 sono inaspettatamente usciti da un periodo di calo durato cinque anni, evidenziano una crescente concentrazione verso particolari tipologie e verso alcuni paesi. Benché importante, la crescita dell'economia cinese è solo uno dei fattori che sospingono tali sviluppi. Questo articolo analizza alcuni dei fattori che influiscono sui flussi finanziari, comprensivi quelli relativi alle riserve ufficiali, e solleva alcuni quesiti circa gli insoliti cambiamenti in atto.

I IL RUOLO CRESCENTE DELLE ECONOMIE EMERGENTI SUI MERCATI FINANZIARI E NELL'ECONOMIA GLOBALE

Le economie emergenti stanno attraversando un periodo di rinnovata fortuna. Dopo anni di risultati alterni, segnati da crisi finanziarie e dalle difficoltà dei processi di riforma, le economie emergenti registrano ora un miglioramento dei fondamentali e del clima di fiducia, che consente risultati economici per molti versi migliori di quelli delle economie avanzate, anche in termini di crescita e di scambi commerciali. L'avanzo di conto corrente, emerso all'indomani della crisi asiatica nel 1997-1998, non si è riassorbito, come previsto, nel successivo periodo di ripresa economica, ma continua ad ampliarsi. I flussi finanziari verso le economie emergenti sono raddoppiati nel periodo recente, mentre l'aumento delle riserve ufficiali è stato ancora più sostenuto¹⁾. Se si includono le riserve valutarie nei flussi finanziari, i paesi emergenti, contrariamente a quanto si ritiene comunemente, si sono progressivamente trasformati in esportatori netti di capitali verso il resto del mondo, trasferendo alle economie più mature la propria eccedenza di risparmio. Questo articolo analizza tali sviluppi, e in particolare la ripresa degli afflussi finanziari e il considerevole accumulo di riserve ufficiali, cercando di chiarire questi fenomeni.

L'evoluzione della situazione finanziaria delle economie emergenti ha assunto un'importanza crescente con il rafforzarsi del loro ruolo sui mercati internazionali. Grazie alla loro cre-

scente integrazione nei mercati finanziari, tali economie sono riuscite non solo a migliorare le proprie prospettive di crescita, ma anche ad offrire maggiori opportunità di diversificazione agli investitori esteri (provenienti dalle economie avanzate ma anche, in misura crescente, da quelle meno avanzate). Tuttavia, l'andamento delle economie emergenti pone anche seri rischi alla stabilità del mercato finanziario globale, non ultimo a causa della maggiore volatilità dei loro fondamentali economici e, quindi, dei flussi finanziari. L'analisi di queste economie è pertanto diventata parte integrante dell'esercizio di valutazione della stabilità finanziaria. A livello istituzionale, le economie emergenti sono diventate strumentali per la definizione della nuova architettura dei mercati finanziari internazionali, non solo perché hanno sostituito le economie mature quali principali beneficiari dei programmi di assistenza da parte delle istituzioni finanziarie internazionali, ma anche perché il livello assoluto di assistenza ricevuta attraverso i programmi di credito ha raggiunto nuovi record, suscitando un dibattito sul livello adeguato di sostegno.

1) L'articolo utilizza l'espressione "flussi finanziari" in due accezioni: una ristretta (nell'articolo, semplicemente "flussi finanziari") che comprende tutti i flussi privati netti sotto forma di investimenti diretti esteri, investimenti di portafoglio, altri investimenti privati (prestiti bancari, crediti commerciali e strumenti finanziari derivati), oltre ai flussi ufficiali, principalmente in forma di aiuti finanziari e investimenti di portafoglio. La definizione più ampia, utilizzata nelle sezioni 4 e 5 con l'espressione "flussi finanziari comprensivi delle riserve ufficiali", comprende anche le variazioni delle riserve ufficiali.

Tavola I Importanza delle economie di mercato emergenti nel contesto internazionale

(valori percentuali; proiezioni 2004)

	Quota rispetto alla popolazione mondiale	Quota rispetto al PIL mondiale (in termini di parità di potere d'acquisto)	Quota sulle esportazioni mondiali di beni ¹⁾	Contributo alla crescita del PIL mondiale ²⁾	Quota dell'indice globale EMBI ³⁾
Area dell'euro	4,8	15,5	18,4	0,5	-
Stati Uniti	4,7	21,0	11,2	1,3	-
Giappone	2,0	6,8	7,0	0,5	-
Alcune economie emergenti non appartenenti alla UE	54,0	34,9	30,1	1,1	-
di cui:					
Asia	44,2	25,0	23,0	0,7	6,3
America Latina	6,4	6,5	4,2	0,2	51,0
Paesi confinanti con l'Europa	3,4	3,5	2,9	0,2	19,7
Totale	100,0	100,0	100,0	4,9	100,0

Fonti: FMI Direzione Statistica del Commercio Estero, Eurostat, JPMorgan Chase, FMI *World Economic Outlook* ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono al 2003 e sono al netto delle esportazioni all'interno dell'area dell'euro.

2) Media (in valore percentuale) dei tassi di crescita del PIL reale ponderato con il PIL nominale in dollari USA.

3) L'indice globale EMBI si riferisce all'*Emerging Markets Bond Index Global* di JPMorgan che è un indice *benchmark* per i titoli di debito dei paesi emergenti denominati in dollari USA. I dati si riferiscono al settembre 2004.

Ai fini di questo articolo, le economie emergenti sono rappresentate da un gruppo selezionato di paesi nella regione confinante con la UE, in America latina e in Asia²⁾; tale gruppo comprende la maggior parte delle principali economie emergenti che hanno accesso ai mercati finanziari internazionali e, quindi, coglie i principali sviluppi che interessano la totalità di tali paesi.

I paesi emergenti si sono rapidamente integrati nell'economia mondiale. In realtà, si può verosimilmente sostenere che il fenomeno della globalizzazione riflette in primo luogo la loro integrazione con le economie mature (sospinta principalmente dagli scambi commerciali piuttosto che dai movimenti di capitale). La quota del gruppo selezionato di paesi sulle esportazioni mondiali dovrebbe salire al 30 per cento nel 2004, superando pertanto di oltre il 60 per cento la quota dell'area dell'euro, di tre volte quella degli Stati Uniti e di oltre quattro volte quella del Giappone.

A livello globale, tale gruppo di paesi contribuisce in misura significativa alla popolazione e alla produzione mondiali. In particolare, esso comprende due dei paesi più popolati al mondo e rappresenta oltre la metà della popolazione mondiale. Il suo prodotto interno lordo (PIL)

rappresenta circa un terzo del PIL mondiale (in termini di parità di potere di acquisto o PPA), superando abbondantemente la quota degli Stati Uniti e dell'area dell'euro (rispettivamente al 21 e 16 per cento). All'interno del gruppo, la Cina è di gran lunga l'economia di maggiori dimensioni: nel 2003 il suo PIL nominale era pari al doppio di quello del Messico (la seconda economia del gruppo) e a oltre il 25 per cento del totale del PIL del gruppo. Nel 2004, il contributo del gruppo alla crescita del PIL mondiale in termini reali – ponderati con le PPA – dovrebbe raggiungere gli 1,1 punti percentuali (di cui 0,7 dalla sola Asia), collocandosi ben al di sopra di quello dell'area dell'euro o del Giappone (cfr. tavola 1).

L'area dell'euro è il più importante partner commerciale e la maggiore fonte di investimenti diretti esteri (IDE) per diverse di queste economie, in particolare per quelle europee e dell'America latina. Il gruppo di paesi emergenti considerato rappresenta inoltre il 23 per cento delle importazioni dell'area dell'euro, il 17 per cento delle

2) Il gruppo è composto, nell'area confinante con l'Europa, da Russia e Turchia; nell'America latina, da Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela; in Asia, Cina, Regione amministrativa speciale di Hong Kong, India, Indonesia, Malesia, Singapore, Corea del Sud, Taiwan e Thailandia.

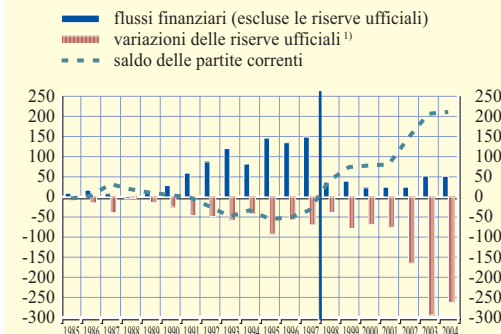
sue esportazioni e poco meno del 15 per cento dei flussi lordi di IDE e di crediti esteri delle banche dell'area. Oltre agli aspetti macroeconomici e finanziari, la relazione fra l'Unione europea e queste economie emergenti ha una dimensione istituzionale, riconducibile alle prospettive di adesione all'Unione della Turchia, all'accordo di partenariato e cooperazione con la Russia, all'accordo interregionale quadro con i paesi del MERCOSUR (il "Mercato comune del sud" dell'America latina) e al foro multilaterale ASEM (Asia-Europe Meeting) con diversi paesi asiatici.

Un ulteriore motivo di interesse, oltre al crescente ruolo in campo economico e finanziario delle economie emergenti a livello internazionale, è costituito dalle caratteristiche insolite della loro integrazione e, in particolare, dal persistente avanzo della loro bilancia delle partite correnti. All'indomani delle crisi finanziarie che hanno colpito diverse economie asiatiche nel 1997-1998, il saldo di conto corrente di questi paesi e, per aggregazione, quelle dell'insieme del gruppo divenne positivo. All'epoca, molti paesi della regione registrarono un crollo degli afflussi finanziari, riconducibile alla perdita di fiducia degli investitori internazionali e al conseguente ritiro di capitali, e furono per lo più costretti a lasciare che la loro moneta abbandonasse la parità fissa con il dollaro e si deprezzasse nettamente, inducendo un forte rialzo delle esportazioni e un calo delle importazioni. Con lo stabilizzarsi della situazione, tuttavia, ci si sarebbe potuto aspettare uno sviluppo inverso, che invece non si è verificato. Al contrario, l'avanzo corrente si è mantenuto durante la fase di ripresa, ampliandosi ulteriormente negli anni recenti (cfr. figura 1).

L'avanzo è costituito dai flussi netti verso il resto del mondo riconducibili all'eccedenza di risparmio (pari a circa il 28 per cento del PIL del gruppo) rispetto agli investimenti (il 22 per cento circa) ed è accompagnato da un non meno significativo accumulo di riserve valutarie, che ha raggiunto livelli senza precedenti soprattutto in Asia, in parte a causa del desiderio di stabilizzare i tassi di cambio a fronte delle pressioni per un loro apprezzamento.

Figura 1 Le economie emergenti come importatrici/esportatrici di capitali dal/verso il resto del mondo

(miliardi di dollari USA)



Fonti: FMI *WEO database* ed elaborazioni della BCE.

1) Per le riserve ufficiali le variazioni negative corrispondono ad un incremento del loro livello.

Un'altra evoluzione recente riguarda i flussi finanziari. Oltre ad essere aumentati, questi si modificano sia per composizione che per distribuzione geografica. In particolare, i flussi di capitali verso la Cina sono aumentati in misura così significativa che l'esclusione di tale paese dal gruppo delle economie emergenti renderebbe negativo il relativo saldo degli afflussi finanziari. L'analisi di questi cambiamenti consente di comprendere meglio l'evoluzione del clima di mercato nella relazione tra prenditori e investitori, le strutture economiche e finanziarie nelle diverse economie emergenti e, soprattutto, la natura della loro integrazione nei mercati finanziari globali. La sezione 2 di questo articolo analizza i fattori che hanno determinato la recente evoluzione dei flussi finanziari, mentre la sezione 3 esamina più in dettaglio la natura dei cambiamenti in atto. La sezione 4 affronta la questione delle riserve ufficiali, e la sezione 5 esamina le differenze regionali relative ai flussi finanziari comprensivi delle riserve ufficiali. La sezione 6 contiene alcune conclusioni.

2 DETERMINANTI DEI FLUSSI DI CAPITALE VERSO LE ECONOMIE EMERGENTI

Con uno sviluppo inatteso, i flussi di capitale verso le economie emergenti hanno registrato un netto rialzo nel 2003, più che raddoppiando rispetto

all'anno precedente e segnando la fine di un periodo di ridimensionamento durato cinque anni, che aveva portato a speculazioni circa un possibile venir meno dell'intera classe di attività. In realtà, fino al novembre 2002 i mercati obbligazionari primari sono stati di fatto chiusi agli emittenti dei mercati emergenti per ben sei mesi³⁾.

Il periodo di ridimensionamento ha seguito una serie di crisi nei paesi emergenti, che ha interessato in primo luogo la Thailandia nel 1997, per poi propagarsi rapidamente a gran parte dell'Asia emergente, e ha successivamente riguardato, rispettivamente, le economie di Russia, Brasile, Turchia, Argentina e Uruguay. Il clima sfavorevole agli investimenti è stato perpetuato nel 2000 dalle sfavorevoli condizioni macroeconomiche nelle economie mature, con il risultato che, alla fine dell'anno, gli afflussi netti alle economie emergenti erano scesi al livello più basso del decennio.

La lunga fase di ridimensionamento dei flussi finanziari verso le economie emergenti dopo il 1997 ha segnato la fine dell'espansione di una promettente nuova tipologia di attività. L'ondata di liberalizzazioni del conto capitale, che aveva interessato tali paesi tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta eliminando i vincoli al libero movimento dei capitali, aveva

aperto nuove opportunità di investimento. Gli investitori si erano avventurati in questi mercati ottenendo, se si escludono gli investimenti in Messico nel 1994, risultati relativamente positivi finché segnali di deterioramento non sono emersi in alcune di queste economie. La figura 2 illustra l'aumento, il declino e il parziale recupero degli afflussi netti di capitale verso il gruppo di economie emergenti dalla fine degli anni ottanta e, per raffronto, l'andamento della loro componente principale, gli investimenti diretti esteri.

LE DETERMINANTI DEI FLUSSI FINANZIARI INTERNE AI PAESI EMERGENTI

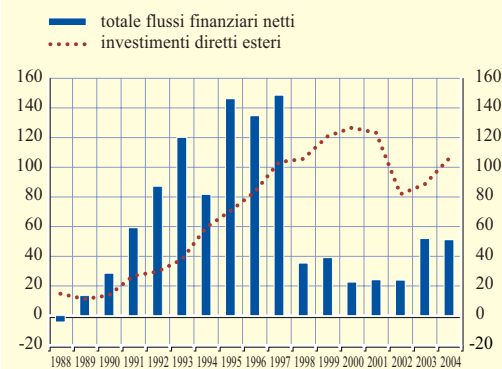
La ripresa dei flussi finanziari verso le economie emergenti nel 2003 e 2004 è riconducibile all'effetto combinato di una serie di fattori sia interni a tali paesi sia relativi alle economie mature. Il miglioramento dei fondamentali dei paesi emergenti è ascrivibile ai processi di riforma in atto. L'assenza di crisi e il contesto di stabilità generale hanno creato le condizioni per una ripresa dei flussi finanziari.

La crisi ha avuto anche un "lato positivo", poiché ha indotto i paesi emergenti a rimettere ordine nelle proprie economie, superando molte difficoltà del processo di riforma, e ciò ha dato un contributo considerevole al ritorno dei capitali. In particolare, la maggior parte dei paesi emergenti ha compiuto importanti progressi, riuscendo a: (i) migliorare la solidità delle proprie politiche macroeconomiche, oltre che la trasparenza e la comunicazione delle decisioni di politica monetaria; (ii) liberalizzare, deregolamentare e privatizzare l'economia, anche in settori quali la vigilanza bancaria, la stabilità del settore finanziario e altri aspetti dell'infrastruttura istituzionale e di mercato interna; (iii) migliorare la disponibilità e la qualità dell'informazione sulle economie locali e sui mercati finanziari.

Questi miglioramenti hanno contribuito a rafforzare i fondamentali e ciò ha, a sua volta, favorito il ritorno dei capitali. Di fatto, gli indica-

Figura 2 Totale flussi finanziari netti¹⁾ e afflussi di investimenti diretti esteri verso alcune economie emergenti

(miliardi di dollari USA)



Fonti: FMI *WEO database*.

1) Sono escluse le variazioni delle riserve ufficiali.

3) Cfr. *Global Financial Stability Report*, FMI, marzo 2003.

tori macroeconomici relativi ai paesi emergenti (compresi alcuni grandi debitori come il Brasile e la Turchia) sono migliori di quanto non siano da molti anni a questa parte (cfr. tavola 2).

Nel complesso, la crescita del PIL in termini reali del gruppo dei paesi emergenti è salita a una media (non ponderata) di circa il 6 per cento nel 2003 e dovrebbe collocarsi a quasi il 7 per cento nel 2004, la più elevata da oltre vent'anni, raggiungendo valori ancora più elevati in paesi come la Cina e la Russia (ma anche l'Argentina e la Turchia, in ripresa dopo le crisi del 2001-2002). Tali tassi di crescita sono superiori a quelli delle economie mature e appaiono insoliti in quanto riflettono una solida crescita simultanea in tutte e tre le regioni emergenti. In una certa misura, gli elevati tassi di crescita di queste economie si rafforzano reciprocamente, dato che i paesi esportatori di risorse beneficiano della crescita vigorosa dei paesi importatori, fra cui la Cina e, in misura inferiore, l'India.

Anche altri indicatori macroeconomici evidenziano un miglioramento. L'inflazione, che si colloca intorno al 5 per cento, si sta progressivamente riducendo, anche se in alcuni paesi (fra cui Russia, Turchia e Venezuela) potrebbe ancora mantenersi su livelli a due cifre nel 2004. La solidità dei conti pubblici è complessivamente migliorata e il disavanzo pubblico si colloca, in media, intorno al 3 per cento del PIL. Alcuni paesi, tuttavia, registrano ancora elevati disavanzi pubblici, come l'India (al 10 per cento) e la Turchia (al 6 per cento), in parte riconducibili ai significativi livelli di debito pubblico in essere.

È inoltre possibile che gli investitori siano rassicurati anche dall'accumulo di riserve ufficiali (in atto principalmente in Asia) rappresentando un sostanziale ammortizzatore per eventuali future limitazioni nell'accesso ai mercati finanziari internazionali oltre che uno strumento per la stabilizzazione del tasso di cambio. L'accumulo è stato reso possibile dall'avanzo di conto corrente registrato dalle economie emergenti nel loro complesso a partire dal 1998. Il saldo medio del loro conto corrente in percentuale del PIL è salito a livelli senza precedenti nel 2002-2003 e dovrebbe collocarsi intorno al 2 per cento nel 2004.

Il miglioramento delle condizioni economiche e finanziarie ha avviato un circolo virtuoso favorevole agli afflussi di capitale. L'impegno nel perseguire le riforme e il continuo miglioramento dei fondamentali hanno contribuito a stabilizzare i tassi di cambio rispetto alle principali valute, soprattutto in Asia. Negli ultimi due anni, gli sforzi di riforma e i risultati conseguiti in questo campo hanno indotto un miglioramento del merito di credito del debito a lungo termine denominato in valuta di diverse economie emergenti, fra cui alcune di rilevanza sistemica. Ciò ha, insieme ad altri fattori, fatto sì che i risultati dei mercati obbligazionari e azionari emergenti fossero migliori di quelli delle economie mature.

Inoltre, alcuni eventi che avrebbero potuto rallentare l'afflusso di capitale verso l'insieme dei paesi emergenti, hanno invece avuto un effetto contenuto. Anche se la spiegazione di tale fenomeno dovrà essere sottoposta a ulteriori verifiche, si ritiene che i progressi compiuti dalle economie emergenti in termini di traspa-

Tavola 2 Principali indicatori macroeconomici delle economie emergenti ¹⁾

	2001	2002	2003	2004 ²⁾
Crescita del PIL reale (%)	3,7	4,9	6,0	6,7
Inflazione dell'indice dei prezzi al consumo	5,6	5,1	5,1	4,9
Bilancio pubblico (in percentuale del PIL)	-4,2	-4,5	-3,8	-3,3
Saldo delle partite correnti (in percentuale del PIL)	1,6	2,7	2,6	2,0

Fonti: FMI *WEO database* ed elaborazioni della BCE.

1) Medie ponderate (utilizzando le quote del prodotto mondiale in termini di parità di potere d'acquisto) delle statistiche per i paesi emergenti selezionati in questo articolo.

2) Stime.

renza e qualità, tempestività e disponibilità delle informazioni abbiano aiutato gli investitori a migliorare la valutazione del rischio e a distinguere fra il merito di credito dei diversi prenditori. Ciò spiegherebbe anche l'assenza di contagio e i limitati effetti negativi di fattori quali la SARS nell'Asia orientale all'inizio del 2003.

LE DETERMINANTI DEI FLUSSI FINANZIARI ESTERNE AI PAESI EMERGENTI

Con la crescente integrazione delle economie emergenti nei mercati finanziari globali, negli anni novanta è aumentato il grado di interdipendenza che, tramite una varietà di canali (fra cui il commercio, i differenziali di interesse e i prezzi delle attività finanziarie), collega tali economie a quelle mature. Al riguardo, è possibile che l'impennata dei flussi finanziari nel 2003 sia in parte riconducibile agli sviluppi, in una certa misura correlati, che hanno interessato le economie avanzate.

Indubbiamente, l'aumento della crescita e il miglioramento delle prospettive di crescita delle tre principali economie mature, sia a livello individuale che complessivo, hanno offerto un importante contributo esterno alla ripresa degli afflussi verso i mercati emergenti. Tale contributo transita in primo luogo attraverso il canale delle esportazioni. La ripresa economica delle economie mature nel 2003 ha migliorato le prospettive per le esportazioni dei mercati emergenti e, di conseguenza, le attese circa le loro performance macroeconomiche e gli utili societari futuri, accrescendo così gli afflussi di capitale (per esempio, verso l'Asia). Un altro impatto transita attraverso il canale della riduzione dell'avversione al rischio. L'aumento della crescita delle economie mature ha migliorato il clima di fiducia degli investitori e ha contribuito a una riallocazione degli investimenti dai titoli "sicuri", come i titoli di Stato delle economie mature con rating a tripla A, verso titoli di debito con rating inferiore, come i titoli sovrani della maggior parte delle economie emergenti.

Inoltre, l'abbondante liquidità mondiale unita ai livelli storicamente bassi dei rendimenti nelle

economie mature hanno dato impulso a una "ricerca del rendimento" che ha favorito un ritorno degli investitori ai mercati emergenti. Tale situazione risulta da un accumulo di posizioni di liquidità, in seguito a una crescente avversione degli investitori per le attività finanziarie delle economie mature, anche riconducibile allo scoppio della bolla speculativa azionaria alla fine del 2000, cui si è aggiunto il calo verso i minimi storici dei tassi di interesse nominali e reali in molte economie mature, e quindi del costo-opportunità connesso alla detenzione di liquidità.

L'ampliamento dei differenziali di interesse rispetto alle economie mature ha aumentato l'attrattiva degli investimenti nei mercati emergenti. Tale evoluzione è in linea con la cosiddetta "old view" delle determinanti dei flussi di capitale verso le economie emergenti, basata sulla divergenza delle condizioni monetarie. Tuttavia, il fenomeno sembra evidenziare nuovi sviluppi. Il primo riguarda l'accresciuto interesse di alcune istituzioni finanziarie (per esempio, le società di assicurazione nel ramo vita) per questi mercati. La necessità di assicurare la remunerazione delle proprie passività a rendimento nominale garantito, unita alla promozione al livello di "investment grade" riconosciuta al debito di molte economie emergenti, ha spinto molte istituzioni verso questa classe di attività. Un altro fattore riguarda il forte aumento delle operazioni "carry", ovvero l'investimento in strumenti ad alto rendimento in mercati emergenti di fondi raccolti a costi inferiori sui mercati maturi. Mentre il primo sviluppo potrà portare stabilità alla classe di attività, il secondo potrà con maggiore probabilità aumentarne la vulnerabilità dato che le operazioni "carry" sono molto sensibili alla riduzione del differenziale di tasso di interesse.

L'iniziale impennata degli afflussi finanziari verso le economie emergenti all'inizio del 2003 sembra essere stata incoraggiata dal concomitante rialzo dei prezzi delle attività finanziarie nelle economie mature, che ha aumentato la propensione al rischio degli investitori e ridotto la necessità di chiudere le posizioni in titoli dei

mercati emergenti per coprire le perdite su altri mercati. Questa analisi riflette una “new view” del rapporto fra economie mature e i flussi finanziari verso le economie emergenti, basata sull’andamento dei prezzi delle attività nelle economie mature piuttosto che sulle condizioni monetarie. L’analisi è emersa in un’epoca di rallentamento sia dei mercati azionari e obbligazionari nelle economie avanzate, sia dei flussi verso le economie emergenti, ma sembra avere confermato la propria validità anche dopo la ripresa di tali mercati. Dal marzo 2003, il rafforzamento dei mercati azionari delle economie avanzate e il calo dei premi per il rischio nei rendimenti delle obbligazioni societarie delle economie mature hanno contribuito a ridurre l’avversione degli investitori verso i titoli dei mercati emergenti, alimentando gli afflussi netti verso tali economie.

L’avversione al rischio può essere misurata dall’indice di volatilità del Chicago Board Options Exchange SPX, una stima di mercato della volatilità futura basata su una media ponderata della volatilità implicita in un’ampia gamma di prezzi. Pur trattandosi di una variabile proxy dell’avversione al rischio relativa ai mercati azionari statunitensi (che valuta l’incertezza che circonda i rendimenti azionari futuri), appare significativo che essa è diminuita in modo costante dal picco del 40 per cento circa nel settembre 2002 (all’epoca delle elezioni presidenziali brasiliane) a circa il 13 per cento alla fine del primo trimestre del 2004, un livello ben inferiore alla sua media su dieci anni⁴).

LA RIPRESA DEI FLUSSI FINANZIARI: DEBOLE O SOSTENUTA?

Nonostante l’interesse che circonda il recente incremento dei flussi di capitale, la loro ripresa appare, a oggi, abbastanza contenuta in termini storici. Ciò appare ancora più chiaro se si escludono i flussi verso la Cina (al netto dei quali l’afflusso netto di 51 miliardi di dollari statunitensi al gruppo di economie emergenti diventerebbe un deflusso di 43 miliardi). Come discusso in precedenza, i fondamentali delle economie emergenti sono migliorati e appaiono relativamente solidi, anche se meno stabili di quelli

delle economie mature. La crescita economica è vigorosa sia nelle economie avanzate che in quelle emergenti, e il differenziale di crescita è a favore delle economie emergenti. Le circostanze appaiono favorevoli a sostenuti afflussi finanziari netti, tanto nella prospettiva della “old view” che in quella della “new view” che privilegiano nell’interpretazione di tali flussi, rispettivamente, i differenziali di interesse a favore dei paesi emergenti e l’aumento dei prezzi delle attività nelle economie avanzate. Tuttavia, nonostante siano raddoppiati nel 2003 e 2004 rispetto alla media dei tre anni precedenti, gli afflussi netti passano in secondo piano rispetto all’entità dell’attivo di conto corrente e delle variazioni delle riserve ufficiali e sono comunque pari a solo un terzo degli afflussi all’epoca del picco del 1995-1997.

Ciò induce a chiedersi se il picco del 1995-1997 rappresenti effettivamente un parametro di valutazione adeguato, o se – come sostengono alcuni – gli afflussi netti della metà degli anni novanta siano l’espressione di una bolla speculativa riconducibile a una serie di fattori sia interni che esterni alle economie emergenti. Secondo questa interpretazione, in seguito alla liberalizzazione del conto capitale delle economie emergenti, la forte domanda di finanziamento di queste economie ha ricevuto una pronta risposta dagli investitori delle economie mature, in un contesto di sane prospettive di crescita interne e di regimi di cambio fisso che sostanzialmente eliminavano il rischio di cambio. La novità della classe di attività potrebbe inoltre aver contribuito al suo successo, nella misura in cui le decisioni di erogazione del credito e di investimento sono state assunte in base a strumenti analitici concepiti per le economie avanzate e a condizioni di disponibilità, tempestività e qualità delle informazioni peggiori rispetto a quelle osservabili nelle economie mature.

Tali fattori, se confermati, potrebbero portare a valutare come eccessivi gli afflussi netti della

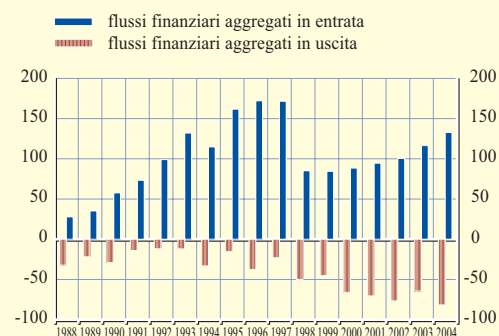
4) Cfr. *Determinants of the rally in emerging market debt – Liquidity and fundamentals in Global Financial Stability Report*, FMI, aprile 2004.

metà degli anni novanta. In tal caso, i correnti livelli di finanziamento potrebbero rispecchiare meglio le condizioni economiche e finanziarie, offrendo un parametro più adeguato. A differenza di quanto avveniva a metà degli anni novanta, le possibilità di “moral hazard” sono ora inferiori. Molte economie emergenti (anche se poche in Asia) hanno adottato un regime di cambio fluttuante, eliminando la possibilità di attacchi speculativi presente nei regimi a parità fissa, e gli investimenti diretti esteri hanno sostituito tipologie di finanziamento meno vincolate, quali il credito bancario e i flussi di portafoglio. Inoltre, gli investitori sono ora più capaci di distinguere fra economie emergenti e quindi di indirizzare i propri investimenti. Ciò appare confermato dal ridotto grado dei contagi, riconducibile da un lato agli sforzi compiuti dalle economie emergenti per migliorare la disponibilità e la qualità delle informazioni e dall’altro ai progressi nell’analisi del credito. Non va infine dimenticato che il passaggio da una situazione di disavanzo a una di avanzo di conto corrente implica anche un più ridotto fabbisogno di finanziamento esterno.

Un importante sviluppo recente, che più che compensa i dati relativi agli afflussi netti del gruppo, è il vigore dei deflussi di capitale. Tale sviluppo è valutabile mediante un raffronto fra gli afflussi e i deflussi aggregati netti delle singole economie del gruppo per ciascun anno. Gli afflussi (deflussi) aggregati netti sono la somma degli afflussi (deflussi) netti di tutte le economie del gruppo che hanno registrato afflussi (deflussi) netti. La figura 3 indica un costante aumento degli afflussi aggregati netti dal 1999, a fronte tuttavia di un considerevole aumento dei deflussi medi rispetto al periodo di espansione a metà degli anni novanta, con conseguente riduzione dei totali relativi ai flussi netti per il gruppo nel suo insieme. In alcuni casi i deflussi netti sono un segnale di debolezza (per esempio, la fuga di capitali dalla Russia dovuta all’instabilità del settore bancario nel 2004), ma in altri è piuttosto vero il contrario, come accade con gli investimenti all’estero dei maggiori centri finanziari di Singapore e della Regione amministrativa speciale di Hong Kong.

Figura 3 Flussi finanziari netti aggregati di alcune economie emergenti

(miliardi di dollari USA)



Fonti: FMI *WEO database*.

1) Sono escluse le variazioni delle riserve ufficiali.

Si osserva inoltre una crescente concentrazione degli afflussi netti, a fronte di una maggiore dispersione dei deflussi netti. A titolo di esempio, si prevede che, nel 2004, sette paesi avranno attratto afflussi netti superiori a quelli di tredici paesi nel 1993 (un anno di afflussi netti comparabili per il gruppo nel suo insieme). Tale sviluppo riflette probabilmente una maggiore capacità di discernimento degli investitori, anche se non può non avere risentito in misura significativa della rapida ascesa dell’economia cinese. Dal 2002 la crescita degli afflussi netti verso la Cina è stato pari al doppio di quella degli afflussi aggregati totali, portando la quota del paese al 70 per cento del totale nel 2004.

Questi elementi consentono di concludere che i recenti afflussi netti alle economie emergenti non sono particolarmente modesti in termini storici. Non è chiaro, tuttavia, se i dati relativi al periodo 2003-2004 rappresentino un parametro adeguato ai fini della loro valutazione, considerati gli importanti attivi correnti e l’ancora maggiore accumulo di riserve ufficiali nelle economie emergenti. Tale questione aperta indica al contrario un’importante direzione per ulteriori ricerche. A tal riguardo, sarebbe importante valutare la misura in cui l’elevato livello delle riserve ufficiali in valuta estera rispetto agli altri flussi finanziari rappresenta una “assicurazione” in grado di supplire l’FMI in situazione di crisi.

3 VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI

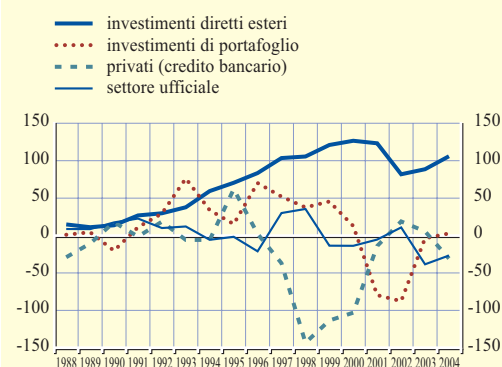
Il livello degli afflussi finanziari netti nel 2003 – raddoppiati a circa 50 miliardi di dollari e probabilmente destinati a mantenersi invariati nel 2004 – non è solo il più elevato dall’inizio della crisi asiatica nel 1997, ma riflette anche una variazione della composizione rispetto sia al periodo di contrazione dei flussi sia al periodo precedente al 1997. Nel complesso l’impennata dei flussi finanziari netti riflette la ripresa della crescita degli afflussi netti per investimenti diretti esteri che, pari a circa il 170 per cento del totale dei flussi netti, come nell’ultimo decennio, hanno fornito il principale sostegno ai flussi netti di capitale. Gli afflussi per investimenti diretti dall’estero (stimati a oltre 100 miliardi di dollari nel 2004) sono stati in parte compensati dai deflussi netti per prestiti bancari e flussi collegati⁵⁾ (circa 30 miliardi) oltre che per finanziamenti ufficiali (15 miliardi). Gli investimenti di portafoglio in entrata e in uscita si sono pressoché compensati, dopo gli ingenti deflussi netti osservati nel 2001-2002. Tali sviluppi, mostrati nella figura 4, riflettono il mutare delle preferenze degli investitori nei confronti dei diversi tipi di investimento.

INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

Gli investimenti diretti esteri restano di gran lunga la componente più importante, meno volatile

Figura 4 Flussi finanziari netti al gruppo di economie emergenti per tipologia

(miliardi di dollari USA)



Fonti: FMI *WEO database* ed elaborazioni della BCE.

e costantemente positiva degli afflussi netti verso il gruppo di economie emergenti considerato. Ciò riflette in parte il fatto che gli IDE sono una tipologia di finanziamento che, nel contesto dei flussi di capitale fra economie avanzate ed economie emergenti, tende a privilegiare in misura preponderante le seconde, anche in virtù dei loro minori costi di produzione. Per tale motivo, gli afflussi di IDE verso le economie emergenti continuano a sovrastare i relativi deflussi da tali economie.

La ripresa della crescita nelle economie mature dopo il 2001 ha contribuito al recupero degli IDE. Studi empirici confermano il legame fra la crescita delle economie avanzate e gli afflussi di investimenti diretti esteri, oltre che degli investimenti di portafoglio. Nondimeno, gli afflussi recenti (circa 100 miliardi di dollari e in crescita) si mantengono ben al di sotto del picco di 130 miliardi toccato nel 2000, a fronte di tassi di crescita nelle economie avanzate pressoché analoghi. Il picco del 2000 aveva seguito un decennio di IDE crescenti (diretti, in misura pressoché equivalente, soprattutto verso l’Asia e l’America latina), interrotto non solo dal rallentamento della crescita delle economie mature, ma anche, più specificamente, dalla crescente instabilità politica ed economica in alcuni paesi latinoamericani. Ciò spiega perché gli afflussi di IDE verso l’America latina sono ancora inferiori alla metà dei livelli del 2001 precedenti la crisi argentina.

Più di qualsiasi altra tipologia di flussi finanziari, gli IDE tendono a concentrarsi in alcuni paesi. Il netto crollo degli IDE verso l’America latina ha fatto sì che l’Asia e la Cina consolidassero la propria posizione di principale regione ed economia beneficiaria. Negli ultimi due anni la Cina ha assorbito da sola quasi la metà degli afflussi totali netti di IDE verso il grup-

5) L’espressione “Prestiti bancari e flussi collegati” fa riferimento alla categoria denominata “altri investimenti privati” nel database del *World Economic Outlook* (WEO) del FMI, da cui sono tratti i dati di questo articolo. Si noti che anche se questa categoria è principalmente composta da flussi di natura bancaria, comprende anche voci quali i crediti commerciali.

po di economie emergenti considerato, a fronte dell'80 per cento assorbito dai quattro principali beneficiari (di cui fanno parte anche Messico e Brasile). Tale concentrazione, soprattutto nel caso della Cina, induce a temere che tale paese stia sottraendo investimenti diretti alle altre economie emergenti.

FLUSSI DI PORTAFOGLIO

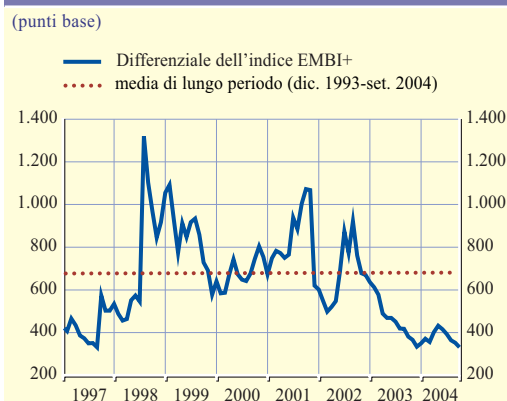
Rispetto agli IDE, i flussi di portafoglio sono meno stabili e maggiormente soggetti alle prospettive di breve termine; nelle condizioni attuali, pertanto, le prospettive per le economie emergenti in questo rispetto dovrebbe essere abbastanza equilibrate. La transizione da forti deflussi netti di portafoglio nei due anni precedenti la fine del 2000 (periodo in cui i mercati obbligazionari sono stati di fatto chiusi agli emittenti dei nuovi mercati emergenti per sei mesi) a modesti afflussi netti di portafoglio nel 2003-2004 riflette una ripresa dei mercati azionari e obbligazionari emergenti, evidenziata dalla flessione dei differenziali di rendimento sui titoli obbligazionari e dall'aumento degli afflussi aggregati a livello delle singole economie. Tali afflussi, distribuiti fra quasi la metà delle principali economie emergenti (ma concentrati soprattutto in Cina e Corea del Sud), sono stati compensati dai deflussi netti provenienti dai centri finanziari asiatici (Regione amministrativa speciale di Hong Kong e Singapore), oltre che dalla Russia.

La ripresa degli afflussi rispecchia un aumento dei tassi di crescita economica e il basso livello dei tassi di interesse nelle economie mature, oltre che il vigore dei fondamentali delle economie emergenti, come analizzato nella sezione 2. Il rafforzamento dei fondamentali è stato accompagnato da due anni di revisioni al rialzo dei rating creditizi di due terzi del gruppo, fra cui Argentina, Turchia, Russia e Brasile. Attualmente, gli emittenti "investment-grade" rappresentano circa i due terzi del gruppo e oltre la metà delle consistenze di titoli di Stato detenuti dall'estero. Trascinati dalla ripresa dei rispettivi mercati, negli ultimi due anni i rendimenti obbligazionari e azionari sono cresciuti in modo sostenuto rispetto a quelli delle economie avanzate.

Il rinnovato interesse per le obbligazioni emergenti, motivato dalla ricerca di più elevati rendimenti, ha indotto un forte calo dei loro differenziali di interesse nonché una netta riduzione della dispersione dei rendimenti fra titoli con merito di credito diverso. I differenziali sono scesi dal massimo del settembre 2002 a un livello di oltre 300 punti base inferiore alla loro media su dieci anni, analogo a quello prevalente prima della crisi asiatica nella seconda metà del 1997, come indica l'andamento del differenziale dell'indice Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) rispetto ai titoli del tesoro statunitensi in figura 5. La riduzione dei differenziali è stata più recentemente sostenuta dall'impatto positivo (di breve periodo) del rincaro dei corsi internazionali del petrolio sui paesi debitori più deboli ed esportatori netti di petrolio (come il Venezuela e l'Ecuador).

Diversi emittenti sovrani hanno sfruttato le condizioni favorevoli per migliorare il proprio profilo debitorio e provvedere con anticipo al finanziamento dei propri fabbisogni futuri, contribuendo così a migliorare i saldi di bilancio. Ciò li ha portati, per esempio, a ridurre la quota di debito indicizzata al cambio e a tasso di interesse variabile, e ad emettere meno costose euroobbligazioni in luogo dei Brady bond (diventati, alla fine degli anni novanta, una forma di finanziamento costosa e illiquida). In misura crescente, e a indicazione della maggiore dispo-

Figura 5 Differenziale dell'indice EMBI+ dal 1997 e la media di lungo periodo¹⁾



Fonti: JPMorgan Chase ed elaborazioni della BCE.
1) Indice EMBI+ "Performing" (che esclude i titoli in default).

nibilità delle economie emergenti ad accettare una soluzione contrattuale in caso di ristrutturazione del debito, le nuove emissioni hanno incluso le clausole di azione collettiva previste dal diritto dello Stato di New York.

Anche se ha promosso una vigorosa emissione netta, il calo dell'indice EMBI+ (cfr. figura 5) solleva timori circa una minore capacità degli investitori di valutare il merito di credito dei diversi debitori e il rischio di mispricing. L'evidenza di minore discriminazione da parte degli investitori, indicata anche dalla riduzione dei differenziali di rendimento fra le diverse economie emergenti, può anche riflettere un cambiamento nella tipologia degli investitori interessati a tali mercati. I cosiddetti cross-over investors (investitori che entrano ed escono da classi di attività concorrenti per sfruttare variazioni nelle opportunità di profitto) manifestano un interesse crescente per le economie emergenti e rappresentano attualmente circa la metà della quota di tale mercato. Ciò potrebbe avere aumentato la vulnerabilità dei mercati emergenti alle variazioni dei tassi di interesse negli Stati Uniti, aumentando l'esposizione dei mercati obbligazionari di tali economie a scostamenti inattesi dall'andamento previsto per gli aumenti dei tassi di interesse statunitensi e mettendo a rischio soprattutto le economie caratterizzate da un considerevole finanziamento estero, da un merito di credito inferiore all'investment-grade o da una struttura debitoria vulnerabile.

FLUSSI BANCARI E ALTRI FLUSSI COLLEGATI ⁶⁾

Dopo solo due anni di afflussi netti, i prestiti internazionali alle economie emergenti dovrebbero essersi nuovamente ridotti nel 2004. A differenza di tutte le altre componenti, i flussi bancari sembrano correlati negativamente alla crescita delle economie mature e al differenziale di crescita fra economie mature ed economie emergenti ⁷⁾. Insieme ai flussi di portafoglio privati, il credito bancario è la componente più volatile dei flussi di capitale (ed è stato il principale responsabile del crollo degli afflussi finanziari dopo la crisi asiatica, quando i flussi bancari sono crollati da un massimo di oltre 50 miliardi di dollari nel 1995, a -140 miliardi nel 1998, prima di risalire

intorno a 20 miliardi nel 2002). Non sorprende quindi che ci si attenda un flusso netto negativo dei prestiti internazionali nel 2004.

Pur condividendo con i flussi di portafoglio una forte volatilità, i flussi bancari si differenziano per la loro discriminazione fra livelli di merito di credito diverso. Ciò è evidenziato dalla ricomposizione dei flussi verso impieghi e debitori sovrani di migliore qualità tanto all'interno di ciascuna regione che fra le diverse regioni emergenti, nonché dall'aumento della quota di crediti assistiti da garanzie di parti terze.

L'Asia è di gran lunga la regione in cui il credito bancario ha un peso maggiore, riflettendo anche il ruolo centrale del settore bancario nei sistemi finanziari nazionali. Di fatto, il rapido incremento e crollo dei flussi bancari verso il gruppo di economie emergenti nel suo insieme fra il 1995 e il 1999 e il loro successivo recupero sono sostanzialmente riconducibili alla variazione dei flussi bancari verso l'Asia. L'aumento del credito netto al continente asiatico (e principalmente a Cina, Taiwan e Corea del Sud) appare motivato sia dai differenziali di interesse con gli Stati Uniti sia da aspettative speculative sui cambi. I flussi bancari da e verso i paesi confinanti con l'Europa sono praticamente in equilibrio dalla fine degli anni novanta, con la sola eccezione del 2003, quando i flussi netti sono diventati positivi per effetto dei prestiti erogati da praticamente tutti i principali sistemi bancari a tutti i settori. Al contrario, l'America latina registra deflussi bancari netti dalla metà degli anni novanta, anche riconducibili ai depositi detenuti dalle banche latinoamericane presso i sistemi bancari esteri per contenere il rischio di cambio.

6) L'analisi si basa sui dati contenuti nel database WEO del FMI relativi ad "altri flussi di capitale privati", principalmente composti da crediti bancari. Per determinare con maggiore precisione il credito bancario effettivo è necessario ricorrere ad altre fonti, e ciò fa emergere problemi di coerenza dei dati. Nondimeno, le tendenze sembrano restare analoghe nelle diverse fonti.

7) Tali relazioni sono sostenute da evidenze empiriche: cfr., per esempio, C. M. Reinhart e V. R. Reinhart (2001), *What Hurts Most: G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility?* in S. Edwards e J. Frankel (2001), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, University of Chicago Press, pp. 73-99.

FLUSSI UFFICIALI

La domanda di finanziamenti ufficiali è di recente diminuita, in seguito al riassorbimento delle crisi. Dopo i modesti deflussi netti, pari in media a 5 miliardi di dollari, fra il 1999 e il 2002, i flussi ufficiali hanno registrato una netta flessione nel 2003-2004, riconducibile alla riduzione della necessità di aiuti nelle economie emergenti nel loro insieme. Per il sesto anno consecutivo l'Asia ha registrato deflussi ufficiali netti, dopo le erogazioni nette alla regione nel 1997-1998 e la crescente assistenza estera di Singapore. Solo l'Indonesia deve ancora regolare gli obblighi contratti con il Fondo monetario internazionale (per circa 10 miliardi di dollari) dopo la crisi asiatica. Anche i paesi confinanti con l'Europa hanno registrato considerevoli deflussi finanziari, riconducibili al rimborso dei prestiti dell'FMI da parte della Russia. I flussi di fondi ufficiali in America latina si sono contratti negli ultimi due anni, in quanto, dopo i fondi erogati al Brasile nel 2001 e 2002, non ci sono stati ulteriori rilevanti erogazioni ufficiali alla regione, e il rimborso degli importanti prestiti passati (al Brasile e all'Argentina) deve ancora iniziare.

4 DAGLI AFFLUSSI AI DEFLUSSI NETTI: L'ACCUMULO DI RISERVE UFFICIALI

Nonostante la recente ripresa degli afflussi finanziari netti, nel 2004 i principali paesi emergenti sono stati esportatori netti di capitale per il settimo anno consecutivo. Ciò riflette il passaggio da una situazione di disavanzo ad una di avanzo di conto corrente dopo le crisi asiatica e russa, come indicato nella figura 1. Tale situazione contrasta con quanto previsto dalla teoria economica standard, secondo cui il capitale deve fluire dai mercati maturi, e ricchi di capitali, ai mercati emergenti, carenti di capitali e quindi verosimilmente caratterizzati da una sua produttività marginale più elevata. Il gruppo di economie emergenti ha registrato *deflussi* finanziari netti (comprensivi delle riserve ufficiali) per la prima volta nel 1998. L'entità di tali deflussi è poi aumentata in misura significativa fra il 2001 e il 2003, a oltre 200 miliardi

di dollari, a fronte di afflussi medi pari a 30 miliardi nel periodo 1990-1997 e a 3 miliardi nel 1980-1989.

Il fattore più significativo di tale inversione negli afflussi netti è stata la crescita delle riserve ufficiali, guidata dall'Asia e, soprattutto, dalla Cina. Tale accumulo appare in parte motivato dal desiderio di ricostituire le riserve perdute dopo la crisi valutaria alla fine degli anni novanta, oltre che dall'esigenza di dotarsi di un'assicurazione preventiva contro crisi future. In alcune economie, tuttavia, tale politica riflette anche il desiderio di mantenere un avanzo di conto corrente con gli Stati Uniti e di impedire l'apprezzamento della moneta nazionale nei confronti di un dollaro sempre più debole. Il mantenimento di un tasso di cambio stabile con il dollaro rappresenta la chiave di volta del modello di sviluppo di queste economie.

La crescita delle riserve ufficiali ha messo in secondo piano persino l'enorme incremento dell'avanzo di conto corrente, aumentato di una volta e mezza per effetto dei crescenti avanzi commerciali asiatici (soprattutto in Cina, Singapore e Taiwan) e del passaggio da una situazione di disavanzo a una di avanzo commerciale in America latina (soprattutto in Brasile e Argentina). Il tasso di accumulo delle riserve ufficiali si è quadruplicato nei tre anni fino al 2003. L'incremento annuo delle riserve, prevedibilmente pari a 260 miliardi di dollari nel 2004, è stato di 290 miliardi nel 2003 e di 165 miliardi nel 2002, a fronte di un incremento medio di 75 miliardi nei tre anni precedenti. Circa l'85 per cento di questo aumento è riconducibile all'Asia e la metà circa alla sola Cina.

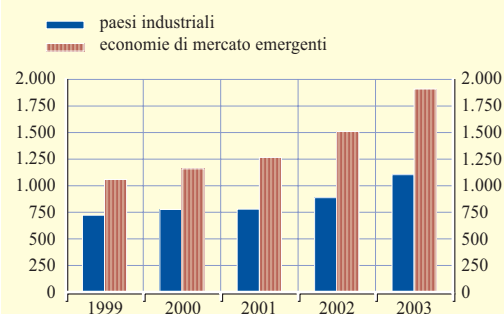
Ciò pone il problema di valutare a che punto le riserve ufficiali sono sufficienti ed è preferibile interromperne ulteriori acquisizioni. Un rapido accumulo delle riserve non è infatti privo di rischi e costi, in quanto potrà indurre un aumento dei costi-opportunità, porre rischi allo stato patrimoniale della banca centrale (accrescendo l'esposizione ai prezzi delle obbligazioni statunitensi e ai movimenti dei tassi di cambio), creare pressioni al rialzo sui prezzi di

beni, servizi e attività finanziarie (nella misura in cui non sono pienamente sterilizzate), e potrà in una certa misura ostacolare il necessario aggiustamento degli squilibri di conto corrente globali.

Lo stock di riserve ufficiali detenute dalle economie emergenti è nettamente superiore a quello delle economie mature ed era pari a circa 2.000 miliardi nel 2003 (cfr. figura 6). Le riserve asiatiche superano ampiamente quelle dell'America latina e della regione confinante con l'Europa, con consistenze pari a 160 miliardi di dollari ciascuna nel 2003 (concentrate soprattutto in Brasile e Russia). I dati recenti relativi alle banche centrali asiatiche confermano la tendenza al rialzo nell'accumulo di riserve ufficiali nella regione, con consistenze pari a quasi 1.400 miliardi di dollari alla fine di settembre 2004. Delle riserve asiatiche, oltre 500 miliardi di dollari sono in Cina, e ulteriori 500 miliardi sono ripartiti fra Hong Kong, Taiwan e Corea del Sud. Secondo stime recenti sette paesi asiatici detengono riserve per oltre il 30 per cento del proprio PIL (contro una media mondiale del 10 per cento)⁸⁾. L'esposizione delle economie asiatiche ai rischi e costi connessi all'accumulo di riserve è pertanto maggiore che per le altre economie emergenti. Come illustra il caso della Corea del Sud, gli interventi di sterilizzazione hanno già registrato perdite, dovute al differenziale di rendimento positivo tra le obbligazioni nazionali e i titoli del Tesoro statunitensi.

Figura 6 Consistenze delle riserve ufficiali

(miliardi di dollari USA)



Fonti: FMI (2004) ed elaborazioni BCE.

5 DIFFERENZE REGIONALI

I flussi finanziari hanno registrato importanti cambiamenti non solo nella composizione, ma anche nella distribuzione geografica. Come indica la figura 7, l'andamento dei flussi finanziari (comprensivi o meno delle riserve) e dei saldi di conto corrente sono stati abbastanza disomogenei nelle tre regioni emergenti in esame.

L'Asia è la regione che condiziona le tendenze del gruppo nel suo insieme. Dalla fine degli anni novanta, l'avanzo di conto corrente, le riserve valutarie e il resto dei flussi finanziari della regione asiatica sono aumentati in modo considerevole, superando di gran lunga quelli dell'America latina e dei paesi vicini all'Europa e dettandone la dinamica. Lo sviluppo più sorprendente è verosimilmente il rapido aumento delle riserve verso livelli del tutto privi di precedenti, come indicato sopra. In virtù di tali sviluppi, l'Asia risulta anche essere la maggiore esportatrice di capitali.

L'economia dominante nella regione asiatica è quella cinese. Nel 2004, la Cina, da sola, ha rappresentato quasi il 20 per cento dell'avanzo di conto corrente del gruppo, quasi il 60 per cento dell'accumulo di riserve e oltre il 180 per cento degli altri afflussi finanziari netti. Se l'Asia attira quasi i tre quarti di tutti gli afflussi di IDE, la Cina ne attira da sola quasi la metà. E se una parte crescente degli afflussi di IDE verso la Cina proviene da altre economie asiatiche, quali la Corea del Sud e Taiwan, diversi altri paesi asiatici risentono della concorrenza cinese nell'attrarre investimenti diretti esteri. D'altra parte, la sostenuta crescita cinese ha aumentato la domanda di materie prime e di beni di investimento, avvantaggiando in particolare i paesi confinanti e compensando, in misura diversa, l'impatto negativo della concorrenza, basata sul basso livello dei propri salari, rispetto ad alcune di queste econo-

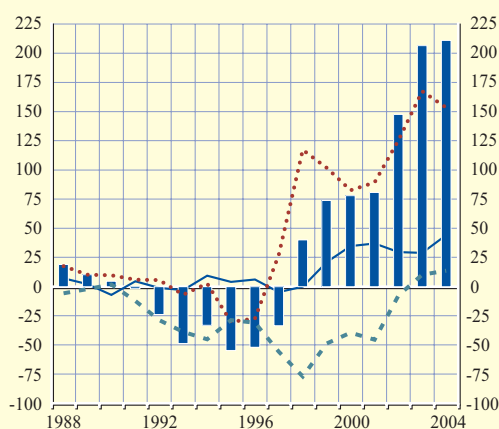
8) R. Subbaraman, J. Russel e H. Shiraishi (2003), *Damocles: low risks, but for how long?* in *Global Economics*, Lehman Brothers, 3 dicembre. Le sette economie sono Cina, Regione amministrativa speciale di Hong Kong, Malesia, Singapore, Corea del Sud, Taiwan e Thailandia

Figura 7 Differenze regionali nei movimenti di capitale

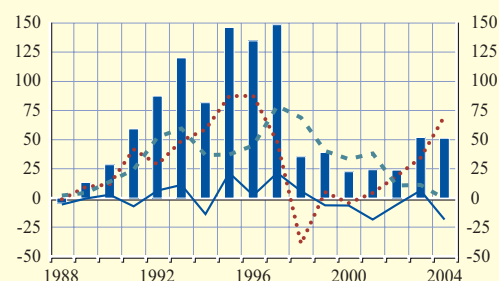
(miliardi di dollari USA)

— totale
 Asia
 - - - - - America Latina
 — Paesi confinanti con l'Europa

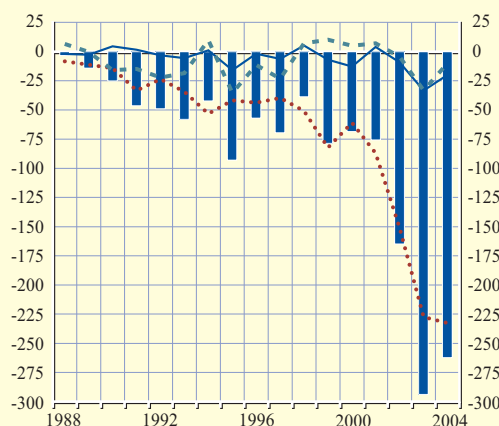
Partite correnti



Flussi finanziari (escluse le riserve ufficiali)



Riserve ufficiali



Fonti: FMI *WEO database* ed elaborazioni della BCE.

mie. Anche in ragione di ciò, l'Asia emergente è la regione mondiale che ha registrato il più elevato tasso di crescita negli ultimi due anni.

A differenza delle altre due regioni, per l'America latina gli andamenti negli ultimi anni sono stati caratterizzati dall'eliminazione del disavanzo di conto corrente e dal crollo degli afflussi finanziari. Il periodo recente è stato segnato dall'instabilità economica e politica, seguita a diversi anni di crisi e tensioni.

Gli afflussi finanziari netti nella regione sono scesi da un picco nel 1997 a importi trascurabili nel 2004. Il tradizionale flusso di investimenti diretti esteri nella regione ha risentito sia di un riesame del rischio della regione alla luce delle misure assunte dalle autorità durante la crisi argentina sia del graduale esaurimento delle opportunità di privatizzazione e fusione e acquisizione. Gli afflussi di IDE sono pertanto scesi alla metà della media del periodo 1997-2001. Anche i flussi ufficiali, che hanno sostenuto gli afflussi in Argentina e Brasile nel 2001-2002, si sono esauriti. A tali sviluppi si contrappone il recupero dei mercati azionari e obbligazionari dell'ultimo biennio, riconducibile ai fattori esterni ed esterni alle economie emergenti già presentati nella sezione 2, fra cui in particolare la "ricerca di rendimento", accolto dai debitori sovrani come un'opportunità per ridurre la propria vulnerabilità tramite una gestione attiva della situazione debitoria. Sfortunatamente, tale recupero è riuscito solo a riportare gli afflussi netti di portafoglio su un livello appena positivo, considerati i massicci disinvestimenti del periodo 1999-2001 seguiti alla svalutazione del real brasiliano e alla crisi argentina. Il credito bancario continua ad avere un impatto negativo sugli afflussi netti a causa dei depositi delle banche dell'area presso le istituzioni finanziarie estere.

La crisi e le tensioni hanno impedito un accumulo di riserve fino al 2003, quando il conto finanziario è passato improvvisamente in avanzo. L'uscita da una cronica situazione di disavanzo ha inizialmente riflesso la svalutazione di alcune valute (quali il real brasiliano nel 1999 e il peso argentino nel 2001), successivamente l'aumento

della domanda di materie prime (soprattutto dalla Cina), e più di recente il rincaro del petrolio.

Le due principali economie emergenti nell'area confinante con l'Europa, ovvero la Russia e la Turchia, sono entrambe state colpite da una crisi debitoria, rispettivamente nel 1998 e 2001. Questi paesi, tuttavia, traggono vantaggio da un miglioramento dei fondamentali macroeconomici (crescita sostenuta, inflazione in calo) e delle condizioni di finanziamento (calo dei tassi di interesse interni e dei differenziali e miglioramento del rating sovrano).

L'economia turca continua a rafforzarsi per effetto di una situazione di stabilità politica, degli aiuti ufficiali, di un programma dell'FMI e dei progressi verso l'avvio dei negoziati di adesione alla UE. Dal canto suo, la Russia beneficia della sostenuta domanda di risorse naturali e degli effetti positivi del rincaro del petrolio; il paese ha conseguito un avanzo di bilancio positivo per il quinto anno consecutivo e il suo avanzo di conto corrente è in aumento, con in contropartita un netto aumento delle riserve ufficiali, il livello più elevato tra le economie emergenti non asiatiche.

A differenza di quanto accade nelle altre due regioni, i flussi finanziari netti verso entrambi i paesi sono stati costantemente negativi dal 1999 (con l'eccezione dell'impennata del credito bancario alla Russia nel 2003), nonostante l'importante pacchetto di aiuti accordato alla Turchia nel 2002. Gli afflussi netti di IDE sono trascurabili; per quanto concerne i mercati obbligazionari, l'avanzo di bilancio russo elimina il ricorso all'indebitamento da parte dell'amministrazione pubblica, a fronte di una continua presenza sul mercato da parte delle imprese (soprattutto petrolifere e del gas). La Turchia, al contrario, continua ad attingere ai mercati obbligazionari per finanziare il proprio calante disavanzo in riduzione.

6 CONCLUSIONI

Le economie emergenti sono diventate una parte importante dell'economia e del sistema finan-

ziario globale. La dinamica recente dei flussi finanziari verso tali economie (comprensivi delle riserve ufficiali) sono senza precedenti e pongono una serie di sfide al pensiero economico tradizionale, alle decisioni di politica economica interna e alla comunità internazionale. Non meno importanti sono le problematiche connesse all'interpretazione della trasformazione delle economie emergenti in fornitori netti di capitale, alla sostenibilità dell'accumulo di riserve e ai criteri in base ai quali valutare il vigore della recente ripresa dei flussi finanziari.

Un elemento degno di nota nella ripresa dei flussi di capitale dopo cinque anni di stagnazione è la loro concentrazione sia dal punto di vista della composizione (con la prevalenza degli IDE) sia dal punto di vista geografico (in Asia). Escludendo gli IDE, o l'Asia, i flussi finanziari netti verso le economie emergenti sarebbero stati negativi. Un ulteriore elemento ineludibile è rappresentato dalla rapida ascesa della Cina al ruolo di economia dominante. Tale fenomeno è illustrato chiaramente dagli afflussi netti di IDE, che rappresentano oltre il 90 per cento dei flussi finanziari netti totali verso le economie emergenti. Ciò solleva il problema di valutare il ruolo dei flussi bancari e di portafoglio in un contesto così chiaramente dominato dagli investimenti diretti. È inoltre necessario chiedersi in che misura il peso della Cina nella raccolta di afflussi finanziari non stia esercitando un effetto di spiazzamento a danno delle economie più piccole.

Anche l'accumulo di riserve ufficiali è un fenomeno prevalentemente asiatico. Nella misura in cui è motivato dal desiderio di tutelarsi da pressioni sul cambio o finanziarie, esso solleva domande circa il ruolo dell'FMI nelle possibili crisi future della regione. Una problematica più imminente riguarda l'adeguatezza dell'elevato livello di riserve ufficiali e la sua sostenibilità a fronte dei rischi e costi ad esso collegati.

La persistenza, o addirittura l'ampliamento, dell'avanzo di conto corrente del gruppo di economie emergenti qui esaminato, anche dopo la conclusione delle crisi e la ripresa delle rispettive economie, è un fenomeno degno di nota. Anche se

in misura meno pronunciata di quanto non accada con l'accumulo di riserve e gli altri flussi finanziari, l'Asia svolge, anche in questo caso, un ruolo trainante. L'entità dell'eccedenza del risparmio rispetto agli investimenti interni determinerà la durata di tali avanzi e, contemporaneamente, delle esportazioni nette di capitale verso il resto del

mondo. La convenienza di un trasferimento netto di risorse dalle economie emergenti alle economie mature dipende in larga misura dal saldo tra i vantaggi derivanti dalla promozione della domanda delle economie mature verso le loro esportazioni e quelli derivanti dall'ampiezza di investimenti produttivi nelle economie emergenti stesse.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

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

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
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	S72
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ¹⁾²⁾	M3 ¹⁾²⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,0	-	4,9	20,7	2,33	4,16
2004	.	.	.	.	.	.	2,11	4,14
2004 1° trim.	11,0	7,2	6,4	-	5,4	16,2	2,06	4,15
2° trim.	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,9	2,08	4,36
3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
4° trim.	.	.	.	.	.	.	2,16	3,84
2004 lug.	10,1	5,9	5,5	5,4	6,2	10,5	2,12	4,34
ago.	9,2	5,7	5,5	5,7	6,1	9,7	2,11	4,17
set.	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	8,7	2,12	4,11
ott.	9,0	6,3	5,8	5,9	6,8	8,2	2,15	3,98
nov.	9,7	6,5	6,0	.	6,9	.	2,17	3,87
dic.	.	.	.	.	.	.	2,17	3,69

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,0	0,2	8,9
2004	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 1° trim.	1,7	0,2	2,8	1,4	1,0	80,7	0,2	9,0
2° trim.	2,3	2,0	2,2	2,1	3,1	81,1	0,3	8,9
3° trim.	2,2	3,1	2,0	1,8	2,8	81,6	0,4	8,9
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 lug.	2,3	2,9	-	-	2,6	81,6	-	8,9
ago.	2,3	3,1	-	-	2,0	-	-	8,9
set.	2,1	3,3	-	-	3,6	-	-	8,9
ott.	2,4	4,0	-	-	1,2	81,7	-	8,9
nov.	2,2	3,6	-	-	.	.	-	8,9
dic.	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)	
							7		8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	.	.	.	.	.	103,8	105,9	1,2439
2004 1° trim.	17,2	28,6	-23,6	-3,1	308,4	104,7	106,7	1,2497
2° trim.	12,7	32,7	-19,2	20,9	301,4	102,1	104,1	1,2046
3° trim.	10,3	25,0	5,9	16,9	298,2	102,8	104,9	1,2220
4° trim.	.	.	.	.	.	105,7	107,8	1,2977
2004 lug.	3,9	13,9	-8,5	-30,7	301,3	102,8	104,9	1,2266
ago.	4,9	6,0	9,3	6,3	301,7	102,7	104,8	1,2176
set.	1,4	5,1	5,1	41,4	298,2	103,0	105,1	1,2218
ott.	1,8	8,1	-9,7	5,9	294,2	104,2	106,3	1,2490
nov.	.	.	.	.	291,6	105,6	107,7	1,2991
dic.	.	.	.	.	.	107,1	109,3	1,3408

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.

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	17 dicembre 2004	24 dicembre 2004	31 dicembre 2004	7 gennaio 2005
Oro e crediti in oro	129.947	129.930	125.730	125.713
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	167.810	167.117	153.820	156.471
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	18.253	17.947	16.969	16.391
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	7.297	7.452	6.849	7.356
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	351.295	358.656	345.113	334.015
Operazioni di rifinanziamento principali	276.000	283.498	270.001	259.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	75.000	75.000	75.000	75.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	285	155	109	12
Crediti connessi a scarti di garanzia	10	3	3	3
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.003	3.708	3.763	3.180
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	70.053	69.842	70.244	70.522
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	41.934	41.533	41.317	41.317
Altre attività	119.607	119.521	120.428	118.672
Attività totali	909.199	915.706	884.233	873.637

2. Passività

	17 dicembre 2004	24 dicembre 2004	31 dicembre 2004	7 gennaio 2005
Banconote in circolazione	496.161	504.587	501.256	497.170
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	145.390	140.568	138.734	132.473
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	145.304	140.434	138.624	132.394
Depositi overnight	86	134	105	79
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	5	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	126	126	126	126
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	48.181	50.480	42.192	45.280
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10.231	11.194	10.912	7.965
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	278	275	247	223
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	13.182	13.241	10.679	11.461
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.807	5.807	5.573	5.573
Altre passività	59.264	58.847	51.443	50.420
Rivalutazioni	70.696	70.696	64.842	64.842
Capitale e riserve	59.883	59.885	58.229	58.104
Passività totali	909.199	915.706	884.233	873.637

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 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.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	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 15 set.	332.636	357	253.000	2,00	2,02	2,02	7
22	331.112	380	262.500	2,00	2,02	2,02	7
29	327.330	353	259.000	2,00	2,02	2,03	6
5 ott.	325.420	298	255.500	2,00	2,02	2,03	7
12	338.406	345	244.500	2,00	2,02	2,03	8
20	380.224	382	253.000	2,00	2,03	2,03	5
25	355.097	356	268.000	2,00	2,03	2,04	9
3 nov.	381.182	331	264.500	2,00	2,04	2,04	6
9	358.101	316	258.000	2,00	2,04	2,04	8
17	384.039	341	262.500	2,00	2,05	2,05	7
24	368.690	346	270.000	2,00	2,05	2,06	7
1 dic.	370.856	323	273.500	2,00	2,05	2,06	7
8	329.144	298	282.000	2,00	2,05	2,06	7
15	354.121	339	276.000	2,00	2,07	2,08	7
22	350.812	340	283.500	2,00	2,07	2,08	8
30	284.027	355	270.000	2,00	2,09	2,17	6
2005 5 gen.	324.154	321	259.000	2,00	2,06	2,07	7
12	343.644	332	265.000	2,00	2,06	2,07	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2003 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
30 set.	37.414	138	25.000	-	-2,06	2,08	84
28 ott.	46.646	187	25.000	-	-2,10	2,11	91
25 nov.	51.095	174	25.000	-	-2,13	2,14	91
23 dic.	34.466	155	25.000	-	-2,12	2,14	98

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale 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
8 nov.	Operazione temporanea	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004	12.262,1	6.496,9	448,2	1.546,5	888,8	2.881,7	
2004 1° trim.	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
2° trim.	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2	
2004 lug.	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3	
ago.	12.167,5	6.470,2	446,4	1.531,1	884,2	2.835,5	
set.	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3	
ott.	12.262,1	6.496,9	448,2	1.546,5	888,8	2.881,7	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2004 1° trim.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
2° trim.	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
3° trim.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
2004 11 ott.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
8 nov.	137,8	138,4	0,7	0,0	2,03
7 dic.	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18 gen.	138,4	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema				Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità		
	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
2° trim.	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
2004 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
7 set.	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
11 ott.	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4
8 nov.	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4
7 dic.	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1

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	374,2	11,9	132,7
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
2° trim.	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
2004 lug.	1.192,2	548,7	22,2	0,6	525,8	148,5	134,0	1,8	12,7	-	13,2	312,8	14,2	154,8
ago.	1.175,0	527,1	22,2	0,6	504,3	151,1	135,6	1,8	13,7	-	13,2	313,7	14,3	155,7
set.	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
ott.	1.224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,5	14,2	163,9
nov. ^(p)	1.206,6	550,5	22,2	0,6	527,6	156,6	141,7	1,3	13,5	-	14,1	305,5	14,3	165,7
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	19.801,2	12.114,5	819,1	7.101,8	4.193,6	2.947,6	1.246,0	425,7	1.275,9	67,3	895,1	2.566,8	161,8	1.048,1
2004 1° trim.	20.395,0	12.217,9	823,3	7.170,1	4.224,5	3.081,2	1.305,6	431,6	1.344,0	78,0	926,4	2.832,0	160,0	1.099,5
2° trim.	20.757,3	12.434,0	818,3	7.319,8	4.296,0	3.157,8	1.351,7	444,4	1.361,7	76,8	948,7	2.869,8	159,7	1.110,4
2004 lug.	20.855,1	12.540,7	824,6	7.355,8	4.360,3	3.170,7	1.347,8	446,6	1.376,3	78,4	936,8	2.870,5	160,4	1.097,5
ago.	20.869,6	12.511,3	819,2	7.347,5	4.344,6	3.177,0	1.349,0	446,2	1.381,9	77,2	925,6	2.909,7	160,4	1.108,4
set.	20.981,4	12.569,2	812,0	7.403,0	4.354,2	3.186,1	1.355,7	442,9	1.387,5	77,4	920,0	2.902,9	161,0	1.164,7
ott.	21.160,7	12.679,0	812,1	7.447,9	4.419,0	3.209,2	1.352,8	447,9	1.408,5	77,9	924,6	2.908,9	161,7	1.199,5
nov. ^(p)	21.348,9	12.712,6	807,9	7.507,0	4.397,7	3.225,0	1.354,9	453,7	1.416,4	78,3	944,2	2.973,9	161,2	1.253,6

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
2° trim.	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
2004 lug.	1.192,2	478,6	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,7	24,2	152,8
ago.	1.175,0	475,7	367,4	58,2	15,9	293,2	-	1,6	151,5	23,3	155,5
set.	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
ott.	1.224,8	487,0	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	162,2
nov. ^(p)	1.206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
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	19.801,2	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	649,3	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 1° trim.	20.395,0	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,0	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,7
2° trim.	20.757,3	0,0	11.087,8	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.369,3	1.177,7	2.871,5	1.564,9
2004 lug.	20.855,1	0,0	11.158,1	143,0	6.422,1	4.592,9	691,5	3.401,6	1.181,6	2.874,7	1.547,5
ago.	20.869,6	0,0	11.113,1	134,8	6.401,4	4.576,8	701,3	3.417,8	1.182,3	2.880,7	1.574,4
set.	20.981,4	0,0	11.171,6	146,3	6.442,2	4.583,2	687,0	3.447,5	1.182,4	2.839,2	1.653,7
ott.	21.160,7	0,0	11.288,6	133,3	6.491,2	4.664,1	695,0	3.477,4	1.186,6	2.824,5	1.688,6
nov. ^(p)	21.348,9	0,0	11.316,5	130,7	6.527,2	4.658,6	691,8	3.488,5	1.204,2	2.881,1	1.766,7

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	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	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.555,6	7.944,2	841,7	7.102,5	1.794,5	1.367,5	427,0	623,8	2.884,8	174,1	1.134,3
2004 1° trim.	15.063,5	8.016,8	846,0	7.170,8	1.867,6	1.434,5	433,1	649,4	3.152,7	173,9	1.203,1
2° trim.	15.331,3	8.160,9	840,5	7.320,4	1.931,6	1.485,2	446,3	662,9	3.181,1	173,8	1.221,1
2004 lug.	15.351,8	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	650,4	3.183,3	174,7	1.210,0
ago.	15.385,3	8.189,6	841,5	7.348,1	1.932,6	1.484,6	448,0	643,3	3.223,4	174,6	1.221,8
set.	15.486,9	8.237,8	834,2	7.403,6	1.935,6	1.490,9	444,8	642,3	3.212,1	175,2	1.283,8
ott.	15.582,0	8.282,9	834,3	7.448,5	1.939,7	1.490,1	449,6	646,4	3.216,3	175,9	1.320,8
nov. ^(p)	15.779,7	8.337,8	830,1	7.507,6	1.951,7	1.496,7	455,0	659,2	3.279,4	175,5	1.376,1
Transazioni											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,3	-1,3	-20,1
2003	770,6	385,7	13,6	372,1	171,7	117,7	54,0	19,4	224,2	-3,6	-26,9
2004 1° trim.	428,2	84,6	5,8	78,8	56,5	53,5	3,1	24,6	212,0	-0,4	51,0
2° trim.	269,9	150,2	-7,1	157,3	65,3	51,0	14,3	8,4	33,0	1,6	11,4
2004 lug.	8,3	43,2	6,4	36,8	-5,0	-4,4	-0,6	-11,4	-7,7	0,9	-11,7
ago.	40,1	-8,7	-5,3	-3,4	-0,4	0,0	-0,4	-6,8	45,6	0,0	10,5
set.	141,9	54,8	-7,0	61,8	4,7	7,8	-3,1	-2,2	22,8	0,6	61,4
ott.	122,0	48,5	0,3	48,3	3,6	-1,4	5,0	3,1	30,2	0,7	35,9
nov. ^(p)	244,7	60,9	-4,0	64,9	11,7	6,1	5,6	11,9	106,7	-0,4	53,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
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	14.555,6	397,9	153,6	6.294,4	582,0	1.875,1	1.010,7	2.635,1	1.597,8	9,0
2004 1° trim.	15.063,5	399,6	183,8	6.326,1	602,0	1.948,1	1.025,9	2.857,4	1.699,1	21,5
2° trim.	15.331,3	423,0	223,7	6.426,9	609,2	1.996,9	1.024,2	2.895,0	1.716,0	16,4
2004 lug.	15.351,8	436,2	201,5	6.438,7	613,1	2.014,2	1.028,8	2.898,9	1.700,3	19,9
ago.	15.385,3	433,4	193,0	6.417,4	624,1	2.023,9	1.038,4	2.904,1	1.729,8	21,2
set.	15.486,9	438,0	204,0	6.458,5	609,6	2.047,9	1.039,7	2.862,8	1.812,5	13,8
ott.	15.582,0	444,4	197,4	6.509,4	617,1	2.056,6	1.042,2	2.848,6	1.851,8	14,6
nov. ^(p)	15.779,7	448,7	183,7	6.545,2	613,5	2.059,2	1.050,8	2.906,0	1.931,1	41,5
Transazioni										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,0	105,3	39,7	75,9	-92,3	86,5
2003	770,6	79,0	12,9	315,8	58,0	130,6	39,0	130,3	-55,7	60,6
2004 1° trim.	428,2	1,7	30,2	25,2	21,3	61,7	8,2	174,9	115,9	-10,9
2° trim.	269,9	23,4	39,4	102,4	2,8	48,6	9,3	32,3	13,8	-2,1
2004 lug.	8,3	13,3	-22,2	10,8	3,9	12,7	3,7	-6,8	-8,5	1,4
ago.	40,1	-2,8	-8,5	-19,4	11,0	11,4	5,5	15,5	21,3	6,3
set.	141,9	4,6	11,1	45,1	-13,3	30,5	4,7	-12,4	71,0	0,6
ott.	122,0	6,4	-6,7	53,9	7,4	13,6	1,2	10,6	28,3	7,4
nov. ^(p)	244,7	4,4	-13,7	41,1	-3,1	11,7	6,0	96,1	65,3	37,0

Fonte: BCE.

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

2) 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 monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,5	5.770,2	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	184,5
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	908,4	6.144,1	-	4.143,5	2.225,7	8.156,0	7.100,9	222,5
2004 1° trim.	2.769,2	2.552,2	5.321,4	900,6	6.222,0	-	4.242,2	2.263,5	8.239,0	7.165,0	320,7
2° trim.	2.790,3	2.581,9	5.372,2	926,7	6.298,9	-	4.309,0	2.311,5	8.400,5	7.293,2	272,8
2004 lug.	2.831,9	2.592,8	5.424,7	932,5	6.357,1	-	4.341,0	2.329,2	8.453,5	7.348,8	283,7
ago.	2.837,5	2.604,1	5.441,6	940,2	6.381,8	-	4.370,3	2.340,9	8.473,2	7.371,1	317,0
set.	2.868,6	2.621,8	5.490,3	934,7	6.425,0	-	4.395,1	2.334,5	8.519,7	7.416,9	338,4
ott.	2.881,1	2.642,6	5.523,7	939,8	6.463,5	-	4.415,1	2.336,0	8.574,7	7.465,5	349,9
nov. ^(p)	2.906,8	2.637,7	5.544,5	938,2	6.482,7	-	4.443,5	2.325,3	8.639,0	7.514,3	344,7
Transazioni											
2002	217,3	89,3	306,5	68,0	374,5	-	189,1	35,1	347,2	311,9	171,1
2003	258,1	114,6	372,7	32,9	405,6	-	237,4	133,7	445,9	372,9	94,8
2004 1° trim.	92,3	-13,3	79,1	-2,7	76,4	-	76,6	25,6	89,4	74,5	89,7
2° trim.	20,6	31,8	52,4	22,9	75,3	-	76,5	46,6	165,1	136,0	-37,9
2004 lug.	41,6	10,1	51,7	5,9	57,6	-	26,3	16,7	52,3	56,3	11,8
ago.	6,0	11,7	17,7	7,5	25,3	-	28,1	8,9	24,9	27,2	28,4
set.	32,7	19,6	52,3	-6,0	46,3	-	36,9	-4,7	51,7	52,2	26,6
ott.	13,8	22,3	36,0	4,4	40,5	-	24,5	1,0	57,4	51,9	12,7
nov. ^(p)	28,5	-2,5	26,0	0,2	26,2	-	33,6	-10,9	69,5	54,6	-0,4
Variazioni percentuali											
2002 dic.	9,8	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	171,1
2003 dic.	10,6	4,7	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	94,8
2004 mar.	11,4	2,1	6,7	3,0	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	96,5
giu.	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,2	6,0	1,2
2004 lug.	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	5,4	7,4	6,4	6,3	6,2	39,9
ago.	9,2	2,0	5,7	4,8	5,5	5,7	7,5	6,6	6,0	6,1	102,6
set.	9,7	2,8	6,3	4,5	6,0	5,8	7,8	5,5	6,3	6,5	124,2
ott.	9,0	3,6	6,3	2,8	5,8	5,9	7,7	4,5	6,5	6,8	131,8
nov. ^(p)	9,7	3,2	6,5	2,9	6,0	.	7,6	3,5	6,7	6,9	123,3

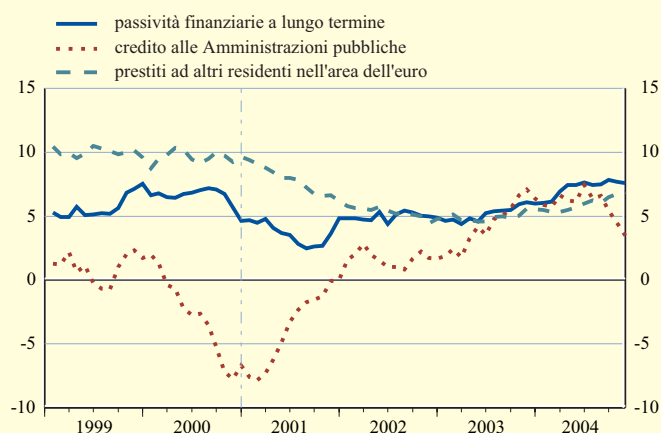
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, 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

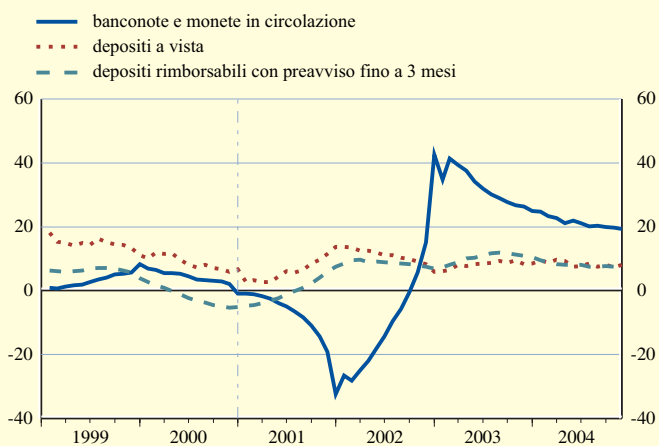
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	240,4	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	597,7	88,4	1.791,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 1° trim.	406,2	2.363,1	1.003,9	1.548,3	214,4	596,5	89,7	1.857,2	90,1	1.268,3	1.026,6
2° trim.	420,5	2.369,7	995,2	1.586,7	220,2	611,5	95,0	1.900,6	89,1	1.298,5	1.020,8
2004 lug.	425,2	2.406,6	998,3	1.594,5	228,6	611,2	92,7	1.917,2	89,4	1.306,8	1.027,6
ago.	433,2	2.404,3	996,3	1.607,8	227,8	618,5	93,8	1.932,1	89,3	1.311,4	1.037,5
set.	439,8	2.428,7	1.003,4	1.618,4	226,3	615,6	92,8	1.952,8	88,4	1.318,1	1.035,8
ott.	446,3	2.434,8	1.020,3	1.622,3	224,6	622,7	92,6	1.957,4	89,4	1.327,9	1.040,5
nov. (p)	453,3	2.453,5	1.007,0	1.630,7	225,3	617,3	95,6	1.955,4	89,7	1.342,9	1.055,5
Transazioni											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	70,6	-13,3	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,3	-28,8	143,4	-8,9	59,5	-17,7	149,2	-13,2	62,7	38,7
2004 1° trim.	18,6	73,7	-38,8	25,5	-7,0	0,1	4,2	51,8	-0,5	14,4	10,9
2° trim.	14,4	6,2	-6,7	38,5	5,4	10,6	6,8	41,7	-1,0	30,7	5,2
2004 lug.	4,7	36,8	2,3	7,8	8,4	-0,3	-2,2	11,9	0,3	8,2	6,0
ago.	8,0	-1,9	-1,6	13,3	-0,8	7,3	1,0	16,8	-0,1	5,6	5,7
set.	6,6	26,1	8,9	10,7	-1,5	-1,7	-2,8	29,0	-0,9	7,1	1,7
ott.	6,5	7,3	18,3	3,9	-1,7	6,9	-0,8	10,1	1,0	10,0	3,5
nov. (p)	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,8	-4,9	4,3	5,9	0,3	15,1	12,3
Variazioni percentuali											
2002 dic.	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,6	17,1	-9,5	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 dic.	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,4	-17,4	8,9	-12,7	5,3	3,9
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-9,5	10,5	-9,9	5,4	4,5
giu.	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,7	-0,6	10,4	-7,1	7,0	5,1
2004 lug.	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,8	3,5	1,9	10,0	-4,9	7,1	4,4
ago.	20,3	7,4	-5,7	7,5	4,5	5,0	4,7	10,3	-3,3	7,0	4,2
set.	19,9	8,1	-4,2	7,6	3,7	4,2	8,2	11,1	-3,0	7,2	3,9
ott.	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-5,4	10,6	-2,1	7,4	3,9
nov. (p)	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	-1,5	9,9	-1,4	7,9	4,0

F3 Componenti degli aggregati monetari

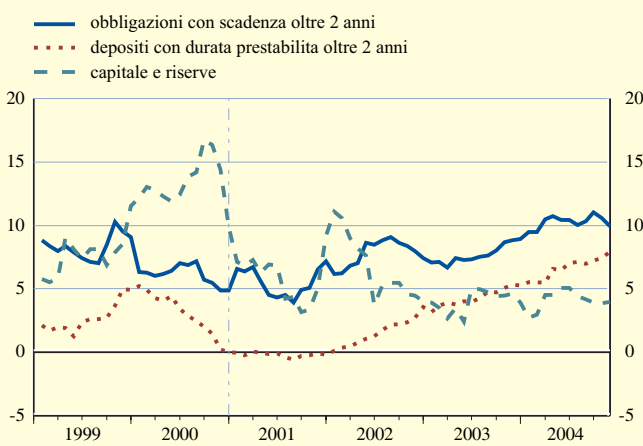
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

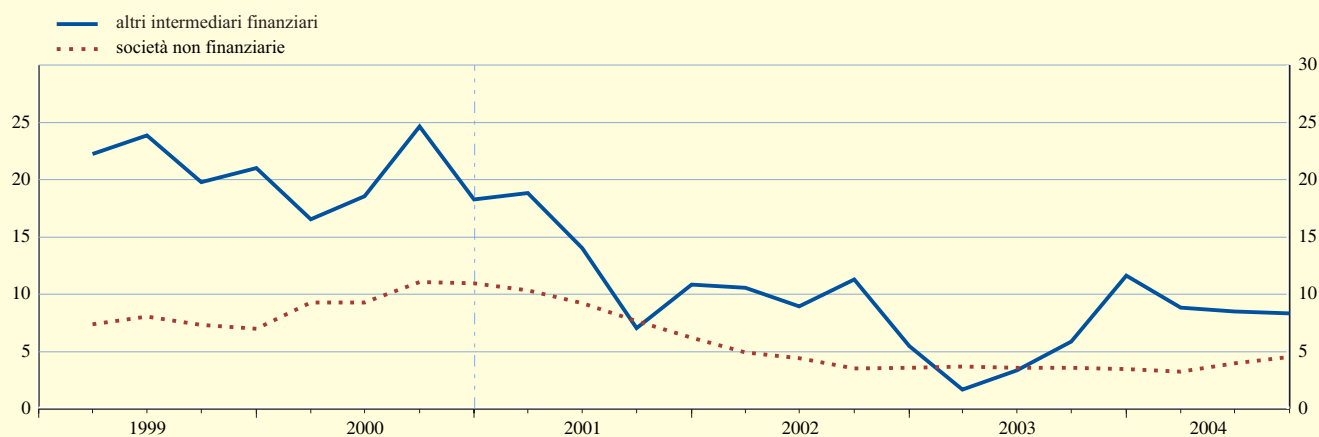
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,6	321,9	3.034,2	958,7	527,0	1.548,5
2004 1° trim.	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,1	526,2	1.574,0
2° trim.	53,7	39,8	509,7	305,7	3.093,3	966,4	537,2	1.589,7
2004 lug.	56,7	41,9	506,0	302,7	3.101,7	963,4	540,7	1.597,5
ago.	53,9	39,1	490,4	287,1	3.095,4	946,7	545,0	1.603,7
set.	52,8	37,9	507,4	301,4	3.106,4	952,2	545,2	1.609,0
ott.	54,9	39,2	511,5	304,9	3.124,2	960,4	545,8	1.618,0
nov. ^(p)	54,2	37,8	534,2	328,3	3.142,1	976,0	546,1	1.620,0
Transazioni								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,1	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 1° trim.	10,8	10,0	-2,8	-11,6	22,5	-3,5	4,0	22,1
2° trim.	7,0	7,3	8,5	4,5	59,8	16,1	11,7	32,1
2004 lug.	3,0	2,0	-4,4	-3,1	9,5	-2,6	3,9	8,3
ago.	-2,8	-2,8	-12,4	-12,6	-5,4	-16,4	4,3	6,8
set.	-1,0	-1,1	18,3	15,1	14,6	6,8	0,8	7,0
ott.	2,2	1,4	5,7	4,1	19,2	8,9	0,9	9,4
nov. ^(p)	-0,6	-1,2	24,0	24,4	20,9	16,0	0,9	4,1
Variazioni percentuali								
2002 dic.	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 dic.	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 mar.	8,6	6,3	8,9	2,9	3,2	-2,4	3,6	6,9
giu.	18,8	25,6	8,5	3,0	4,0	-2,1	6,4	7,2
2004 lug.	15,3	26,2	8,8	5,4	4,4	-1,0	6,0	7,4
ago.	21,6	37,0	6,9	3,1	4,1	-1,6	5,6	7,3
set.	18,2	32,4	8,3	5,6	4,6	-0,6	6,0	7,4
ott.	9,5	14,7	9,2	7,4	5,1	1,5	5,4	7,3
nov. ^(p)	10,3	14,1	10,0	8,5	5,2	2,6	5,0	6,9

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

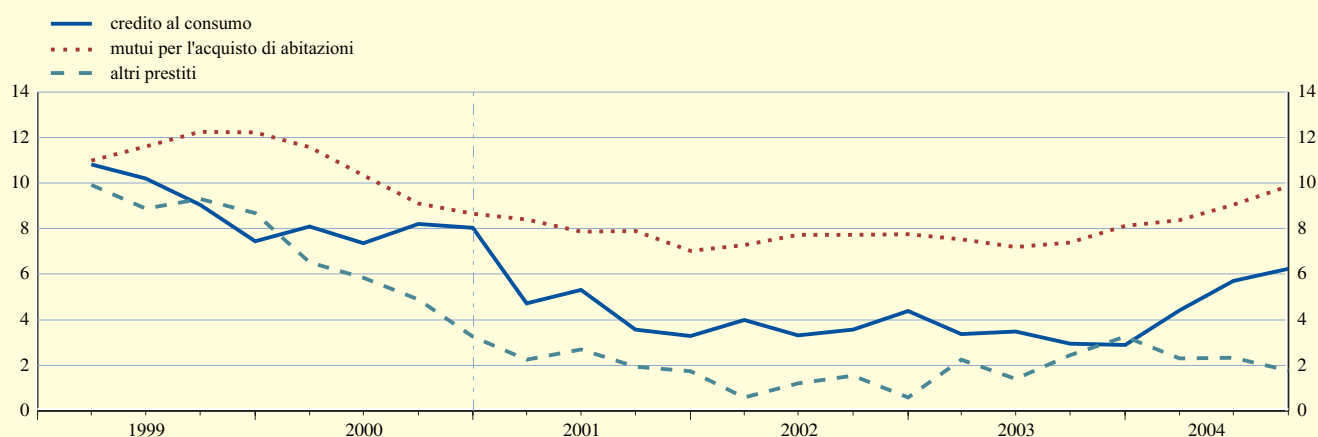
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,8	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 1° trim.	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,3	14,2	61,6	2.324,5	679,8	141,8	95,1	442,9
2° trim.	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,8	15,2	64,7	2.383,9	697,1	147,5	99,2	450,4
2004 lug.	3.691,5	503,9	113,9	188,6	201,5	2.491,6	14,9	65,2	2.411,6	695,9	143,9	99,4	452,6
ago.	3.707,8	504,8	114,6	188,2	202,0	2.508,6	14,8	65,5	2.428,4	694,3	142,4	99,2	452,7
set.	3.736,4	507,6	115,6	188,6	203,4	2.534,4	15,0	65,9	2.453,5	694,4	144,8	98,7	450,8
ott.	3.757,3	509,5	115,2	189,7	204,5	2.553,4	15,5	66,6	2.471,3	694,5	143,8	99,4	451,3
nov. ^(p)	3.776,5	509,7	115,2	189,6	204,9	2.570,4	15,2	66,0	2.489,2	696,4	146,1	99,2	451,1
Transazioni													
2002	182,2	21,9	7,1	5,4	9,4	156,9	-0,3	2,3	154,9	3,6	-3,0	2,2	4,4
2003	211,8	13,6	8,7	6,4	-1,4	177,5	-5,9	1,7	181,7	20,7	-6,5	-5,0	32,2
2004 1° trim.	48,2	2,1	-1,6	1,8	1,9	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
2° trim.	82,0	13,5	4,8	3,6	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,4
2004 lug.	28,7	1,9	-1,2	1,4	1,7	28,0	-0,4	0,5	27,9	-1,2	-3,6	-0,1	2,4
ago.	17,1	1,1	0,7	-0,5	0,8	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,2	-1,5	-0,1	0,5
set.	29,9	2,5	1,1	0,5	0,9	26,3	0,2	0,5	25,6	1,1	2,6	-0,4	-1,1
ott.	21,3	1,7	-0,2	0,7	1,2	19,6	0,5	0,3	18,9	-0,1	-0,9	0,9	-0,1
nov. ^(p)	20,5	0,5	-0,1	0,0	0,7	17,3	-0,5	-0,3	18,1	2,7	3,3	-0,2	-0,4
Variazioni percentuali													
2002 dic.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,4	3,7	8,0	0,6	-1,9	2,1	1,2
2003 dic.	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,2	2,6	8,7	3,3	-4,3	-5,1	8,5
2004 mar.	6,6	4,4	0,1	6,3	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,9	4,4
giu.	7,3	5,7	3,3	5,9	6,9	9,0	9,1	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
2004 lug.	7,3	5,5	3,7	5,9	6,2	9,2	7,7	0,6	9,5	2,4	-1,0	1,5	3,7
ago.	7,5	6,5	6,2	6,2	6,9	9,3	5,7	0,6	9,6	2,1	-0,5	1,6	3,0
set.	7,8	6,2	4,8	5,5	7,8	9,9	4,5	0,7	10,2	1,8	0,0	-0,4	2,8
ott.	7,8	5,9	4,0	5,3	7,7	9,8	9,3	0,0	10,1	2,0	1,1	0,9	2,6
nov. ^(p)	7,9	6,5	7,4	4,5	7,8	9,9	5,4	-0,4	10,2	1,8	1,4	1,0	2,2

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⁾

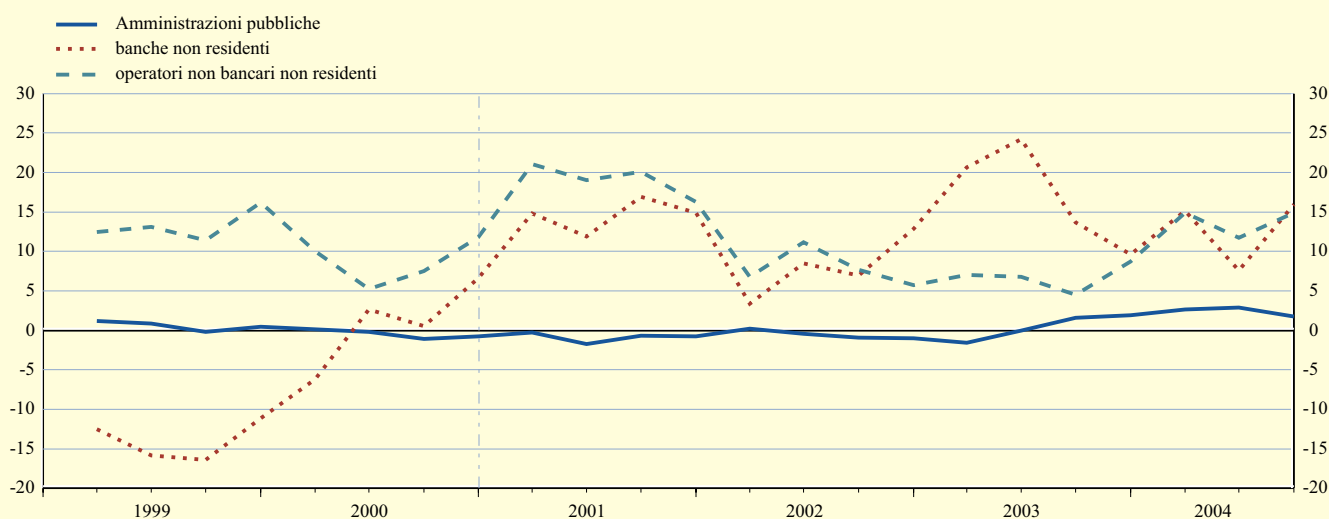
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 1° trim.	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
2° trim.	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1.965,3	1.322,7	642,6	60,8	581,8
3° trim. ^(p)	812,0	126,2	252,3	390,5	43,0	1.965,7	1.317,4	648,3	60,9	587,4
Transazioni										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,2	-4,4	-12,3	16,6	15,3	159,8	109,5	50,0	-4,9	54,8
2004 1° trim.	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	163,9	107,3	56,3	1,7	54,6
2° trim.	-6,7	-5,9	-8,5	2,8	4,8	5,4	11,1	-5,8	-0,5	-5,4
3° trim. ^(p)	-5,9	-3,3	-1,0	-0,9	-0,7	22,3	7,8	14,4	0,1	14,3
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 dic.	1,9	-3,3	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 mar.	2,7	0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	14,9	4,1	16,1
giu.	2,9	1,9	-4,0	4,2	54,4	8,9	7,6	11,7	2,8	12,8
set. ^(p)	1,7	-1,8	-4,1	3,8	40,7	15,6	15,9	14,9	1,9	16,4

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⁾

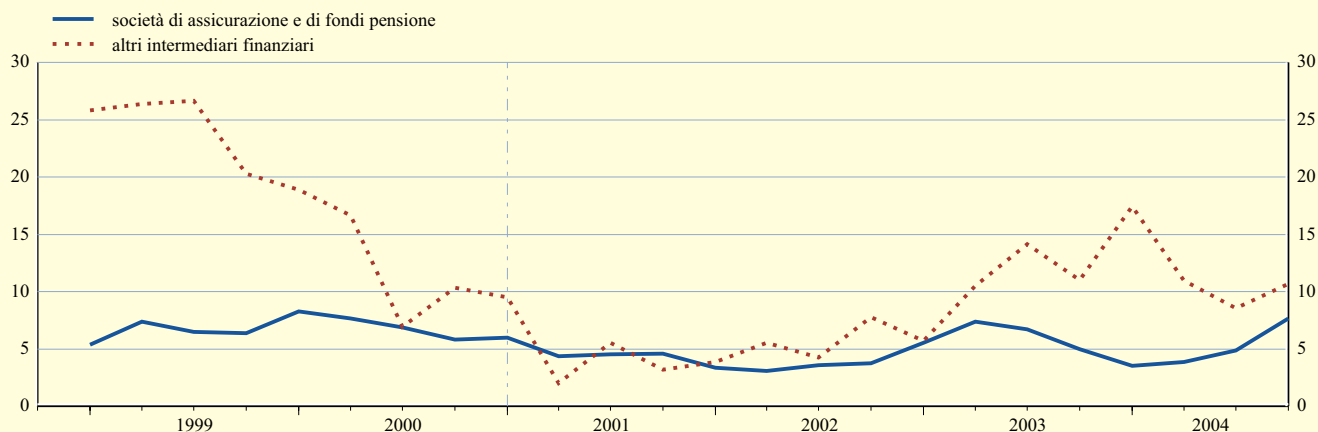
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	567,6	183,1	130,6	143,3	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	145,7	7,8	0,1	116,1
2° trim.	565,3	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	595,8	194,3	122,3	153,6	8,3	0,1	117,2
2004 lug.	567,0	55,8	46,2	440,8	1,3	1,0	21,9	595,0	186,7	123,2	158,0	8,4	0,1	118,6
ago.	566,4	53,7	46,9	441,2	1,3	1,0	22,3	590,8	176,5	128,0	161,8	8,2	0,1	116,1
set.	573,7	61,7	47,3	442,4	1,2	1,0	20,0	598,9	189,7	120,3	164,8	8,1	0,1	115,9
ott.	579,0	58,5	49,0	446,0	1,3	1,3	22,8	620,6	187,1	133,7	166,8	8,4	0,1	124,6
nov. ^(p)	584,2	63,2	47,6	449,9	1,3	1,3	20,8	631,2	197,1	126,7	176,3	9,7	0,1	121,3
Transazioni														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	18,5	1,6	-3,1	18,7	0,3	-0,1	1,1	84,8	27,5	-0,7	38,8	3,2	0,0	16,0
2004 1° trim.	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	15,2	14,0	-14,7	1,5	1,6	0,0	12,7
2° trim.	7,9	-4,9	0,0	13,7	0,0	0,0	-0,9	12,1	-1,3	3,9	8,2	0,6	0,0	0,8
2004 lug.	1,6	-4,1	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-1,1	-7,7	0,9	4,3	0,0	0,0	1,4
ago.	-0,3	-2,1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	-4,7	-10,3	4,3	3,9	-0,1	0,0	-2,4
set.	7,1	8,1	0,4	1,0	-0,1	0,0	-2,3	9,4	13,8	-7,3	3,2	-0,1	0,0	-0,2
ott.	5,2	-3,1	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	22,7	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	8,7
nov. ^(p)	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,0	0,0	-2,0	12,3	10,8	-6,5	9,8	1,3	0,0	-3,2
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 dic.	3,5	2,8	-6,7	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,4	17,8	-0,6	36,8	70,7	-	17,1
2004 mar.	3,8	5,1	9,9	2,4	40,8	1,8	18,6	11,0	17,1	-13,2	22,3	47,6	-	17,8
giu.	4,9	-6,4	12,7	6,4	40,0	3,8	-6,3	8,6	7,8	-10,2	18,5	44,5	-	20,5
2004 lug.	5,6	0,3	18,9	5,1	32,4	3,1	3,6	9,3	9,1	-9,3	23,6	51,6	-	14,1
ago.	5,9	4,4	19,6	4,3	18,6	7,1	16,6	9,5	6,1	-5,9	25,9	67,2	-	11,3
set.	7,7	7,3	46,2	4,8	13,6	6,7	6,8	10,7	7,3	-6,1	28,3	63,5	-	12,8
ott.	8,3	10,3	32,8	5,2	3,3	38,3	24,2	11,2	7,4	1,7	26,9	48,4	-	7,8
nov. ^(p)	9,5	22,6	33,1	5,9	1,6	40,9	7,1	11,7	12,5	-3,9	28,8	73,7	-	4,9

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⁾

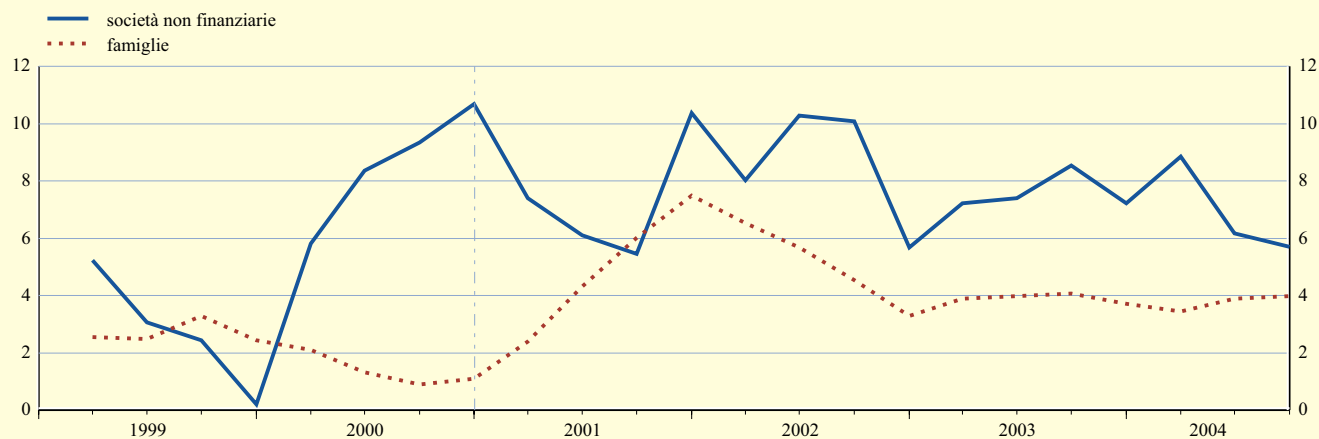
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	1.050,7	633,3	280,2	67,6	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.	1.037,4	624,2	275,9	69,9	39,9	1,7	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
2° trim.	1.054,0	650,6	265,6	70,3	41,0	1,0	25,5	4.055,5	1.367,5	517,0	612,4	1.422,3	85,8	50,4
2004 lug.	1.053,5	642,6	271,0	70,8	41,6	1,0	26,5	4.069,2	1.372,1	517,0	613,3	1.428,3	85,9	52,6
ago.	1.052,9	639,2	271,0	70,7	42,2	1,0	28,8	4.053,7	1.351,0	515,2	615,8	1.431,3	85,8	54,6
set.	1.067,1	657,3	269,6	70,9	42,6	1,1	25,6	4.060,6	1.363,2	512,2	614,2	1.431,8	85,5	53,7
ott.	1.071,6	648,3	283,9	69,9	42,5	1,1	25,9	4.078,3	1.376,9	509,3	617,4	1.434,3	86,0	54,4
nov. ³⁾	1.077,7	660,1	279,7	70,1	41,2	1,1	25,5	4.089,7	1.381,1	509,1	618,6	1.439,6	86,8	54,4
Transazioni														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,9	40,9	53,5	-29,8	10,2	0,4	-4,2	141,9	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 1° trim.	-14,4	-9,5	-5,3	2,6	1,9	0,2	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2° trim.	20,5	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,0	-0,3	53,5	43,7	-11,0	3,3	21,2	-2,4	-1,5
2004 lug.	-1,0	-8,2	5,2	0,4	0,6	0,0	1,0	13,6	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
ago.	0,7	-3,0	0,8	-0,1	0,6	0,0	2,3	-15,5	-21,0	-1,7	2,2	3,0	-0,1	2,0
set.	15,7	18,8	-0,7	0,4	0,4	0,0	-3,2	7,8	12,5	-2,4	-1,6	0,5	-0,3	-0,9
ott.	6,0	-8,3	14,8	-0,8	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-2,6	3,4	2,5	0,5	0,7
nov. ³⁾	10,7	13,0	-3,3	0,1	1,1	0,0	-0,4	9,9	4,5	0,5	1,2	2,9	0,8	0,0
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 dic.	7,2	6,7	23,1	-30,7	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 mar.	8,8	11,9	3,1	13,2	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
giu.	6,2	10,1	-3,5	14,8	17,1	20,6	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
2004 lug.	6,7	10,7	-3,1	13,3	17,8	21,5	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
ago.	6,0	10,9	-5,2	8,5	17,9	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
set.	5,7	9,7	-2,7	7,8	18,8	17,3	-16,1	4,0	7,1	-7,5	4,7	6,4	-3,5	-4,5
ott.	5,6	8,7	-0,2	7,9	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
nov. ³⁾	5,0	8,0	-1,3	5,2	18,0	23,0	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1

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⁾

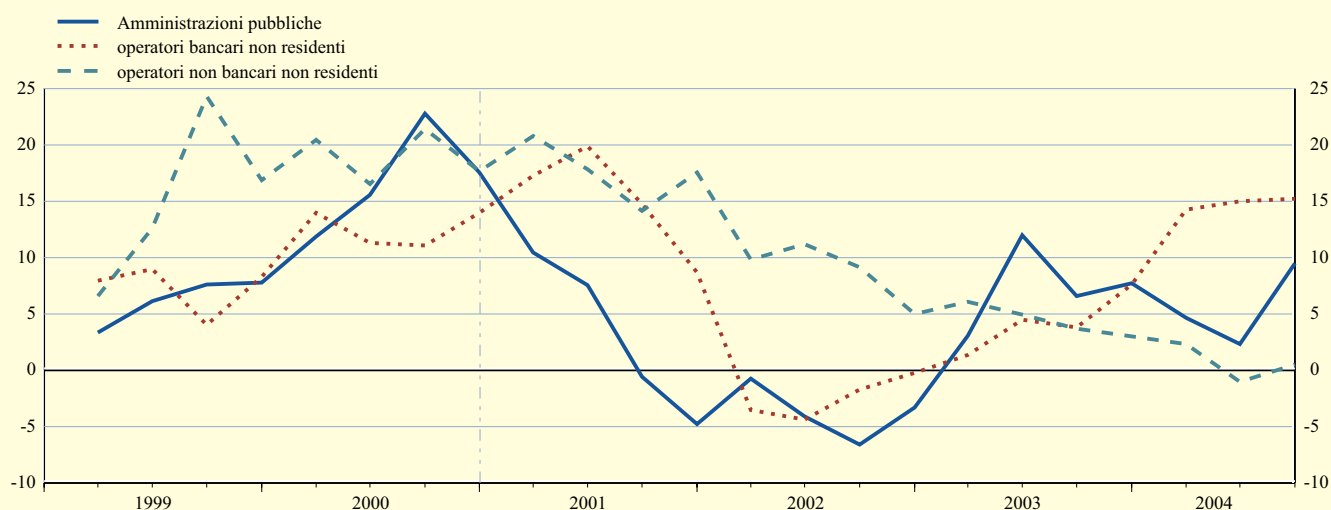
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
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.	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
3° trim. ^(p)	288,2	146,3	32,9	66,5	42,5	2.451,9	1.764,0	687,9	104,8	583,2
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	138,5	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 1° trim.	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
2° trim.	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
3° trim. ^(p)	-4,9	-10,3	2,3	2,1	1,1	6,7	-5,4	12,1	2,7	9,3
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	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 mar.	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
giu.	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
set. ^(p)	9,5	13,1	5,0	3,6	11,0	10,7	15,2	0,5	12,2	-1,3

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.

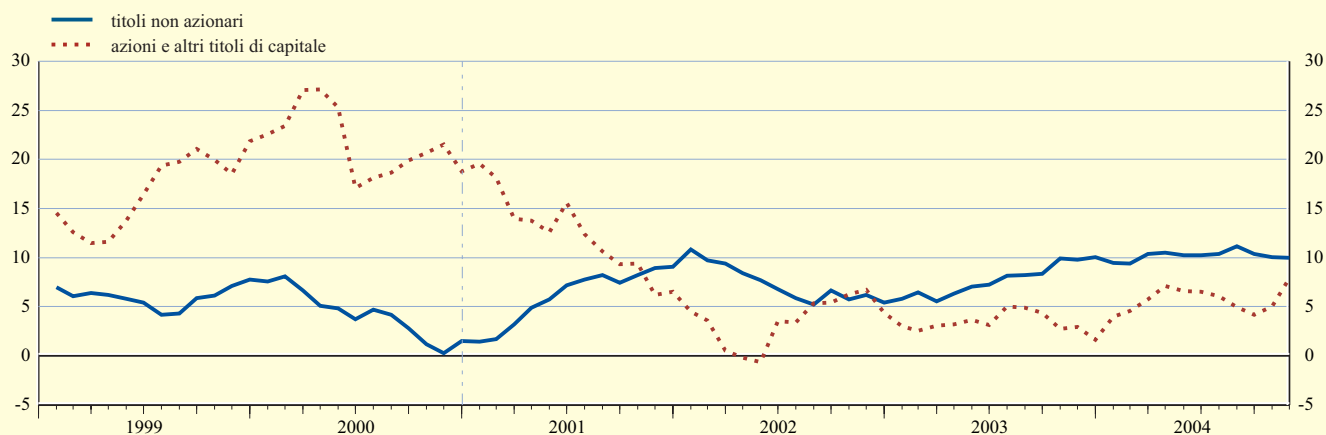
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	3.576,9	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,2	18,6	629,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 1° trim.	3.767,1	1.283,1	60,9	1.287,9	17,8	413,5	18,0	685,9	1.115,8	285,7	640,7	189,5
2° trim.	3.854,8	1.298,9	62,8	1.334,2	17,6	426,3	18,1	697,0	1.154,8	294,7	654,0	206,0
2004 lug.	3.900,0	1.313,8	62,5	1.330,4	17,4	429,4	17,3	729,2	1.151,3	295,2	641,6	214,5
ago.	3.918,5	1.318,6	63,3	1.332,1	16,9	429,2	17,0	741,5	1.143,8	291,0	634,5	218,2
set.	3.915,0	1.325,1	62,5	1.339,7	15,9	425,4	17,5	728,9	1.127,0	286,8	633,2	207,0
ott.	3.945,1	1.346,7	61,8	1.332,5	20,4	430,4	17,5	735,9	1.134,9	287,5	637,1	210,3
nov. ^(p)	3.973,1	1.355,4	61,0	1.336,5	18,5	436,6	17,2	748,1	1.176,3	294,7	649,5	232,1
Transazioni												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	329,7	91,6	5,1	80,3	1,0	51,9	2,0	98,0	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 1° trim.	154,2	61,3	1,0	45,8	1,4	4,1	-1,2	41,8	44,7	6,1	24,6	14,0
2° trim.	90,8	15,2	1,9	44,9	0,0	13,8	0,1	14,9	26,1	6,2	8,4	11,5
2004 lug.	41,5	17,9	-0,6	-4,3	-0,2	0,5	-0,9	29,2	-1,2	0,8	-11,4	9,4
ago.	19,7	4,7	1,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	15,1	-6,5	-4,0	-6,8	4,3
set.	8,7	7,9	0,5	8,8	-0,5	-4,1	0,9	-4,8	-18,7	-4,5	-2,2	-12,0
ott.	37,3	21,2	0,2	-7,7	4,7	4,9	0,3	13,8	5,9	0,3	3,0	2,6
nov. ^(p)	40,6	8,5	0,4	3,6	-1,3	5,8	0,2	23,5	38,6	5,9	11,8	20,9
Variazioni percentuali												
2002 dic.	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 dic.	10,1	8,1	10,5	7,0	5,8	14,7	9,7	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 mar.	10,4	9,6	6,4	7,3	5,6	10,7	4,7	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
giu.	10,3	9,4	7,4	8,6	10,1	10,3	2,2	15,7	6,5	6,3	5,3	11,1
2004 lug.	10,4	9,5	5,5	7,2	5,9	11,3	-7,2	19,1	6,1	5,3	3,9	14,4
ago.	11,2	10,0	12,9	7,6	4,6	10,2	-6,5	21,7	5,0	3,7	2,6	14,6
set.	10,4	10,6	12,3	6,6	-0,1	7,6	-3,7	19,9	4,2	2,8	3,1	10,1
ott.	10,1	11,4	11,1	4,6	33,6	6,7	-2,4	20,4	5,0	2,3	4,3	11,4
nov. ^(p)	10,0	11,4	9,5	3,8	21,8	6,8	-2,9	21,8	7,9	4,6	4,6	23,7

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.	-1,3	-0,5	-0,2	-0,6	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2° trim.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-0,4	0,0	-0,7
2004 lug.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
ago.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2
set.	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
ott.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
nov. ^(p)	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
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.	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-0,9	-0,3	-0,5
2° trim.	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	0,7	0,2	0,5
2004 lug.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
ago.	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
set.	-0,9	-0,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
ott.	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
nov. ^(p)	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-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	1,0	1,7
2° trim.	-8,6	-0,8	0,0	-5,0	0,0	-0,8	0,0	-2,1	0,1	-0,6	0,0	0,7
2004 lug.	0,2	-0,7	0,0	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	-2,3	-0,3	-1,0	-1,0
ago.	2,3	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,2	-0,6
set.	-0,3	0,0	-0,1	-1,1	0,0	0,4	0,0	0,5	1,8	0,3	0,7	0,7
ott.	0,6	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,3	0,7	0,8	0,8
nov. ^(p)	0,7	0,6	-0,1	0,7	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	2,8	1,3	0,6	0,9

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	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 1° trim.	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
2° trim.	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,1	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
3° trim. ^(p)	4.583,2	90,5	9,5	5,6	0,5	1,5	1,3	6.588,5	97,1	2,9	1,8	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	664,3	51,0	49,0	32,1	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.	1.788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
3° trim. ^(p)	1.764,0	46,8	53,2	35,9	1,7	3,1	9,6	687,9	52,9	47,1	29,9	1,8	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	3.304,0	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.	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
3° trim. ^(p)	3.598,3	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6

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	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 1° trim.	4.224,5	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
2° trim.	4.296,0	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
3° trim. ^(p)	4.354,2	-	-	-	-	-	8.215,0	96,5	3,5	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	1.182,2	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.	1.308,6	49,1	50,9	30,6	4,7	2,5	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
2° trim.	1.322,7	49,2	50,8	30,9	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
3° trim. ^(p)	1.317,4	51,1	48,9	30,4	3,7	2,2	9,0	648,3	40,5	59,5	41,8	2,5	4,4	7,4

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
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	1.671,7	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.	1.361,7	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.796,2	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
3° trim. ^(p)	1.387,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.798,6	98,1	1,9	1,0	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	35,1	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.	310,7	46,0	54,0	33,0	1,1	0,6	16,9	386,3	44,9	55,1	33,8	6,7	1,0	7,4
3° trim. ^(p)	321,5	47,3	52,7	32,5	1,0	0,5	16,3	407,4	44,0	56,0	32,8	7,3	0,8	8,6

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
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.	3.353,6	266,5	1.433,9	70,3	1.363,6	1.102,8	262,6	136,7	151,2
2° trim. ^(p)	3.365,8	245,1	1.428,5	69,2	1.359,3	1.117,3	277,5	139,7	157,8

2. Passività

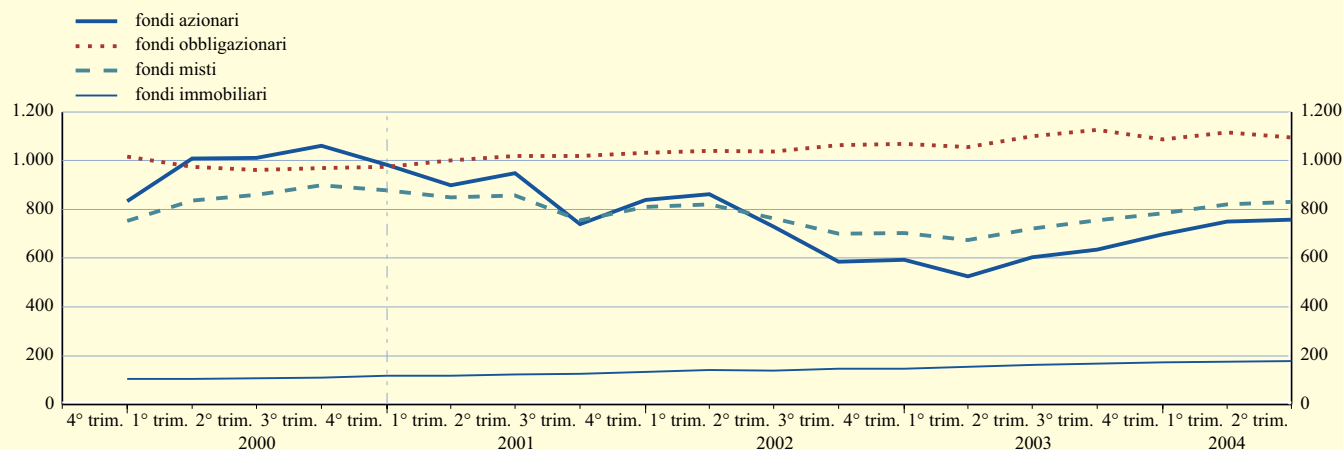
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim.	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
2° trim. ^(p)	3.365,8	50,2	3.188,6	127,1

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

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
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.	3.353,6	750,5	1.116,6	821,2	175,9	489,5	2.470,6	883,1
2° trim. ^(p)	3.365,8	756,5	1.094,5	830,4	179,0	505,4	2.478,8	887,0

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									
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.	750,5	32,8	32,2	3,0	29,2	635,7	23,4	-	26,5
2° trim. ^(p)	756,5	31,4	31,8	3,3	28,5	642,8	25,2	-	25,3
Fondi obbligazionari									
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.	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
2° trim. ^(p)	1.094,5	79,3	909,8	36,3	873,5	33,0	21,9	-	50,5
Fondi misti									
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.	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
2° trim. ^(p)	830,4	52,3	340,1	22,3	317,8	279,1	115,0	0,3	43,6
Fondi immobiliari									
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.	175,9	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,6	8,0
2° trim. ^(p)	179,0	15,0	8,5	0,6	7,9	0,6	7,7	138,6	8,6

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
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.	2.470,6	219,3	948,9	878,2	198,8	117,5	107,8
2° trim. ^(p)	2.478,8	202,3	944,9	890,4	211,3	119,9	109,9
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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.	883,1	47,2	485,0	224,6	63,8	19,1	43,3
2° trim. ^(p)	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8

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 Ammi- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
				Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso				Operazioni pronti contro termine
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003 1° trim.	14.469,1	5.637,8	290,7	4.948,4	1.836,2	1.572,0	1.434,1	106,1	176,2	222,5	323,9
2° trim.	14.968,9	5.751,6	311,9	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	209,6	329,8
3° trim.	15.074,8	5.756,2	322,7	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	178,4	345,4
4° trim.	15.467,6	5.874,9	352,4	5.183,7	2.027,5	1.559,2	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 1° trim.	15.650,2	5.909,2	350,8	5.181,8	2.021,0	1.545,0	1.534,5	81,2	183,8	192,8	395,0
2° trim.	15.923,1	6.045,7	372,0	5.264,5	2.101,6	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	185,3	396,3
Transazioni											
2003 1° trim.	155,6	41,6	3,1	-3,7	-29,5	-11,5	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
2° trim.	213,1	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
3° trim.	133,2	12,4	11,4	12,2	6,8	-3,8	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
4° trim.	152,9	124,2	29,7	118,1	79,0	7,9	36,3	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 1° trim.	140,4	31,8	-1,6	-4,4	-7,2	-15,8	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,7
2° trim.	282,8	135,7	21,2	82,5	78,8	-14,5	20,1	-1,9	39,4	-7,4	0,8
Variazioni percentuali											
2003 1° trim.	4,3	5,9	31,2	4,3	7,3	-0,3	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7
2° trim.	4,6	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
3° trim.	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
4° trim.	4,5	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 1° trim.	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,6	-23,0	5,9	7,7	24,8
2° trim.	4,7	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,5	21,1
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											
2003 1° trim.	1.953,3	190,2	1.763,1	3.276,9	1.536,1	1.740,8	396,6	3.601,1	3.252,2	349,0	
2° trim.	1.947,9	165,0	1.783,0	3.591,3	1.754,1	1.837,3	402,7	3.678,0	3.324,8	353,2	
3° trim.	1.944,2	165,9	1.778,3	3.630,0	1.768,5	1.861,5	406,6	3.744,4	3.388,1	356,3	
4° trim.	1.932,4	177,8	1.754,7	3.868,5	1.993,6	1.874,9	404,3	3.791,7	3.432,4	359,3	
2004 1° trim.	1.944,2	178,6	1.765,6	3.945,7	2.022,3	1.923,5	418,6	3.851,0	3.484,4	366,7	
2° trim.	1.985,7	196,0	1.789,7	3.993,2	2.084,0	1.909,3	423,3	3.898,5	3.529,3	369,2	
Transazioni											
2003 1° trim.	-23,2	-24,5	1,3	65,5	2,9	62,6	29,8	71,6	65,3	6,3	
2° trim.	-40,2	-18,2	-22,0	61,5	23,7	37,8	3,6	60,4	56,1	4,3	
3° trim.	11,5	0,0	11,4	50,5	33,2	17,3	2,5	58,8	55,7	3,2	
4° trim.	9,3	8,5	0,8	-25,1	-24,8	-0,3	-10,3	44,5	42,2	2,3	
2004 1° trim.	15,7	0,5	15,2	24,3	-1,2	25,5	15,0	68,6	60,2	8,4	
2° trim.	41,2	15,7	25,5	54,9	56,6	-1,8	-0,4	51,0	47,5	3,5	
Variazioni percentuali											
2003 1° trim.	-0,5	-17,9	1,6	2,8	0,8	5,6	11,8	6,3	6,6	3,6	
2° trim.	-2,2	-16,0	-0,7	3,8	1,2	7,1	13,4	6,5	6,8	3,7	
3° trim.	-3,4	-25,6	-0,7	4,6	2,2	6,9	9,1	6,6	6,9	3,4	
4° trim.	-2,2	-16,4	-0,5	4,4	2,0	6,9	8,3	6,7	6,9	4,7	
2004 1° trim.	-0,2	-4,8	0,3	3,4	2,0	4,6	2,7	6,4	6,6	5,2	
2° trim.	4,0	15,0	3,0	2,9	3,6	2,2	1,7	6,1	6,2	4,9	

Fonte: BCE.

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

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie 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													
2003 1° trim.	15.607,8	8.142,7	7.168,9	884,2	68,5	815,7	3.609,7	1.194,5	2.415,3	3.648,8	286,8	3.362,0	256,4
2° trim.	16.176,7	8.243,1	7.236,3	877,2	69,7	807,5	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
3° trim.	16.245,3	8.327,6	7.293,7	885,8	70,8	815,0	3.657,7	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
4° trim.	16.567,1	8.468,4	7.397,1	956,4	80,6	875,8	3.660,8	1.164,7	2.496,0	3.851,2	287,4	3.563,8	266,5
2004 1° trim.	16.907,2	8.519,5	7.466,6	961,0	84,7	876,3	3.655,6	1.161,5	2.494,1	3.902,9	281,9	3.621,0	305,5
2° trim.	17.129,0	8.668,4	7.597,6	953,7	90,1	863,6	3.699,5	1.168,9	2.530,6	4.015,1	294,0	3.721,2	303,8
Transazioni													
2003 1° trim.	266,0	93,9	66,5	5,7	7,9	-2,2	45,0	18,5	26,5	43,2	-7,6	50,8	7,1
2° trim.	235,7	116,3	84,2	-4,6	3,2	-7,8	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,1	2,6
3° trim.	137,1	81,6	58,7	8,6	1,1	7,6	1,8	-25,9	27,7	71,2	-4,7	75,9	22,9
4° trim.	111,9	112,9	118,5	22,3	9,9	12,4	17,1	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 1° trim.	195,7	48,3	76,5	6,0	4,0	2,0	-13,6	-6,2	-7,4	55,8	-4,0	59,8	33,5
2° trim.	270,8	154,2	134,7	-8,9	5,4	-14,3	67,4	13,5	54,0	95,7	8,7	86,9	-2,0
Variazioni percentuali													
2003 1° trim.	4,4	4,8	4,0	-1,5	28,5	-3,4	4,5	-0,9	7,4	6,7	-0,3	7,4	-4,1
2° trim.	4,8	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,2	3,7
3° trim.	5,2	5,4	4,3	2,8	33,0	0,8	4,4	1,0	6,1	7,1	-1,4	7,9	16,1
4° trim.	4,8	5,0	4,6	3,6	36,2	1,2	3,2	0,1	4,8	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 1° trim.	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,7	1,6	-2,0	3,3	7,4	0,4	8,0	22,5
2° trim.	4,4	4,8	5,4	3,2	29,2	0,9	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,5	20,9

	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												
2003 1° trim.	4.848,0	4.284,2	529,9	3.754,3	563,8	167,2	396,6	2.116,2	219,4	281,4		
2° trim.	4.990,4	4.402,6	563,6	3.838,9	587,8	166,4	421,4	2.452,0	205,7	285,6		
3° trim.	4.978,2	4.394,3	557,8	3.836,5	583,9	165,0	418,8	2.475,4	174,3	289,8		
4° trim.	4.898,0	4.307,9	539,1	3.768,8	590,1	164,1	426,0	2.728,6	181,7	290,4		
2004 1° trim.	5.067,5	4.473,0	576,2	3.896,8	594,5	180,4	414,1	2.836,7	189,0	294,4		
2° trim.	5.134,8	4.528,0	593,6	3.934,4	606,8	191,4	415,4	2.845,3	181,9	298,7		
Transazioni												
2003 1° trim.	158,6	129,6	49,9	79,7	29,0	22,3	6,7	-0,2	9,5	4,2		
2° trim.	101,3	85,5	33,9	51,6	15,7	-0,6	16,4	14,5	-0,6	4,2		
3° trim.	44,8	42,4	-5,8	48,2	2,4	-0,9	3,3	4,0	2,4	4,2		
4° trim.	-12,9	-20,8	-18,4	-2,4	7,8	-0,8	8,7	0,4	7,4	4,1		
2004 1° trim.	134,4	135,0	35,7	99,3	-0,7	16,2	-16,8	1,6	7,3	4,0		
2° trim.	114,8	100,2	17,2	83,0	14,6	10,8	3,7	4,7	-7,1	4,3		
Variazioni percentuali												
2003 1° trim.	6,3	6,0	16,7	4,7	8,1	15,3	5,3	0,4	14,7	5,4		
2° trim.	7,1	6,5	15,5	5,3	11,6	27,7	6,1	0,7	13,4	5,8		
3° trim.	6,6	6,2	14,5	5,1	9,8	20,0	6,1	0,9	13,2	5,8		
4° trim.	6,2	5,7	12,4	4,8	10,3	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0		
2004 1° trim.	5,5	5,7	8,6	5,2	4,5	8,2	2,9	1,0	7,5	5,9		
2° trim.	5,6	5,8	5,1	5,9	4,1	15,2	-0,3	0,4	4,8	5,8		

Fonte: BCE.

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

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

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

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2003 1° trim.	3.336,7	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,8	56,3	1.326,5
2° trim.	3.471,0	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,4	65,1	272,3	1.412,0	54,3	1.357,7
3° trim.	3.524,1	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	339,4	65,8	273,5	1.433,4	57,1	1.376,3
4° trim.	3.633,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	328,0	66,7	261,3	1.461,1	58,3	1.402,9
2004 1° trim.	3.783,4	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,2	69,4	268,8	1.530,7	56,2	1.474,5
2° trim.	3.809,4	565,4	59,9	481,9	2,3	21,2	335,3	71,0	264,3	1.537,1	52,8	1.484,3
Transazioni												
2003 1° trim.	67,4	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,3	-2,4	54,0	7,1	46,9
2° trim.	43,0	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,0
3° trim.	34,1	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	2,0	0,7	1,3	22,5	2,8	19,6
4° trim.	60,1	10,2	1,5	7,9	0,2	0,5	-11,4	0,9	-12,2	37,2	1,2	36,0
2004 1° trim.	93,1	14,4	5,7	5,9	0,0	2,8	10,0	2,7	7,3	42,2	-1,8	44,0
2° trim.	34,5	7,9	-4,9	13,7	0,0	-0,9	-2,8	1,6	-4,5	28,0	-3,4	31,4
Variazioni percentuali												
2003 1° trim.	5,9	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,4	1,4	10,0	18,9	9,6
2° trim.	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-11,9	2,6	12,0	41,9	11,1
3° trim.	6,6	5,0	11,7	3,6	-12,4	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,1	22,0	9,7
4° trim.	6,1	3,5	2,9	3,5	4,7	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	9,9	18,0	9,6
2004 1° trim.	6,9	3,8	5,0	3,0	24,7	18,7	1,5	9,0	-0,2	8,7	0,1	9,1
2° trim.	6,4	4,9	-6,4	6,9	30,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,1	9,6

	Principali attività finanziarie					Riserve premi e riserve sinistri	Principali passività							
	Azioni ¹⁾				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	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	Totale	da IFM	19	20	21	22	23	24	25
Consistenze														
2003 1° trim.	973,4	409,5	563,9	60,1	111,7	3.586,1	61,0	42,7	10,9	101,5	3.412,8	2.899,0	513,7	
2° trim.	1.070,0	471,9	598,1	64,5	113,7	3.692,6	60,6	44,8	11,1	134,3	3.486,6	2.966,3	520,3	
3° trim.	1.103,4	489,4	614,0	60,8	115,1	3.757,5	62,7	44,3	11,7	133,5	3.549,7	3.024,6	525,1	
4° trim.	1.186,1	540,9	645,2	64,5	116,4	3.812,4	51,9	35,4	12,1	153,8	3.594,5	3.065,1	529,4	
2004 1° trim.	1.238,3	557,5	680,7	63,9	119,7	3.879,1	61,6	46,3	12,2	153,7	3.651,5	3.111,3	540,3	
2° trim.	1.251,1	555,1	696,0	65,0	120,5	3.930,2	69,6	53,7	12,7	154,2	3.693,6	3.150,3	543,3	
Transazioni														
2003 1° trim.	7,0	-4,0	11,0	2,1	2,6	83,7	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,4	60,1	9,3	
2° trim.	15,3	4,0	11,4	4,7	2,0	62,2	-0,3	2,3	0,2	4,5	57,8	51,2	6,6	
3° trim.	14,5	4,9	9,6	-4,2	1,4	58,0	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,5	50,8	4,7	
4° trim.	22,7	7,0	15,8	4,3	1,4	32,8	-10,8	-8,9	0,5	3,9	39,2	35,5	3,8	
2004 1° trim.	23,2	2,0	21,2	-0,7	3,2	76,8	9,6	10,8	0,0	0,7	66,5	54,6	11,8	
2° trim.	0,6	-8,5	9,1	0,1	0,9	53,5	7,6	7,0	0,4	-0,9	46,4	42,3	4,1	
Variazioni percentuali														
2003 1° trim.	3,0	-0,3	6,3	19,6	6,2	5,9	7,5	8,5	0,6	-0,1	6,4	6,8	3,9	
2° trim.	3,5	-0,4	7,0	23,2	5,9	6,0	0,8	4,5	1,2	1,8	6,4	6,9	4,0	
3° trim.	4,9	0,1	8,6	18,5	4,8	6,4	6,7	9,4	7,9	3,2	6,6	7,1	3,6	
4° trim.	5,8	2,6	8,4	12,1	6,9	6,8	12,9	12,7	11,1	6,7	6,7	7,0	4,8	
2004 1° trim.	7,8	4,3	10,3	6,9	7,2	6,4	0,9	8,5	11,3	8,9	6,4	6,6	5,2	
2° trim.	5,7	1,1	9,3	-0,7	6,1	6,0	14,0	18,8	13,2	2,7	6,0	6,2	4,7	

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte 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
1997	350,6	1.137,7	-797,1	10,0	0,0	1.938,8	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,2
1998	411,4	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,6	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,8	1.290,5	-863,7	21,8	0,2	3.113,5	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,7
2000	485,5	1.389,6	-913,1	25,7	-16,7	2.911,8	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,6
2001	459,1	1.441,3	-973,6	-10,7	2,0	2.597,7	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,2
2002	389,9	1.428,1	-1.021,8	-17,5	1,1	2.310,5	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	51,3
2003	391,0	1.439,5	-1.054,0	5,0	0,5	2.421,8	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	38,6

	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
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,7	1.478,6	-1.021,8	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	420,2	1.469,2	-1.054,0	5,0	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

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	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	157,5	745,6	-597,3	354,6	69,3	-57,9	107,6	191,3	75,1	644,7	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	165,1	376,0	-211,5	429,2	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,7	388,0	-216,2	446,4	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,2	417,6	-231,5	474,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,6	438,1	-241,6	435,0	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,6	14,2
2001	183,8	445,7	-259,0	416,3	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,4	14,2
2002	162,0	454,2	-279,4	481,9	220,6	83,1	-1,0	211,3	430,7	671,8	213,2	211,1	4.712,3	14,3
2003	165,1	461,5	-290,8	531,9	224,2	16,6	83,6	229,8	436,9	693,9	260,2	257,9	4.853,9	14,3

Fonte: BCE.

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

MERCATI FINANZIARI

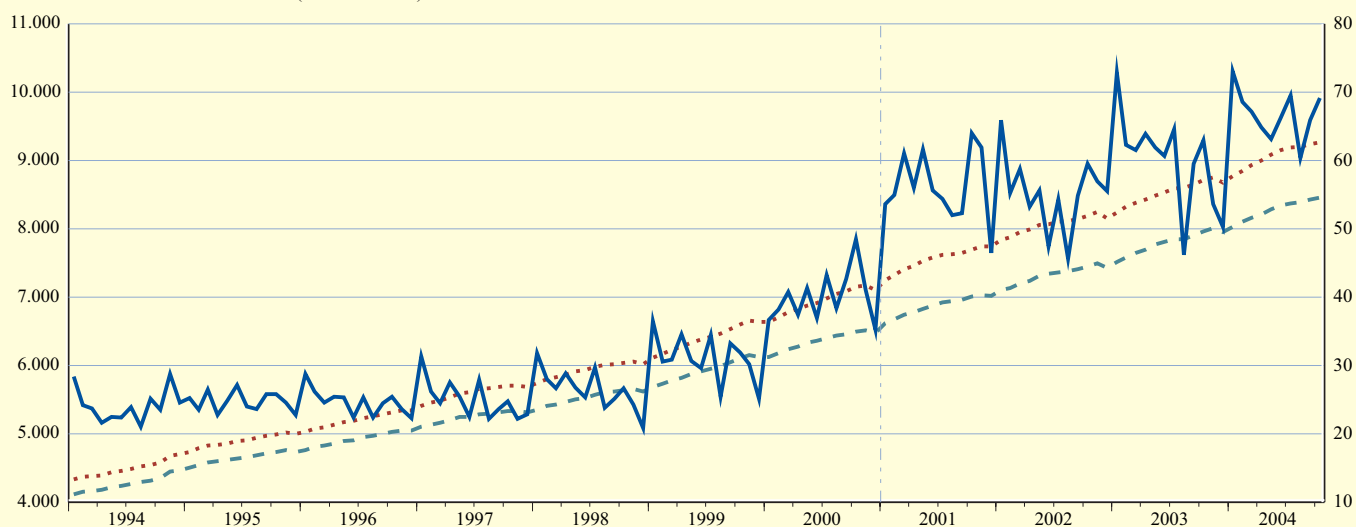
4.1 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione
 (miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2003 ott.	9.156,6	635,5	579,5	56,0	8.717,0	629,7	562,3	67,4	91,3	93,7	94,7	57,4
nov.	9.224,0	556,0	491,3	64,7	8.755,0	536,4	490,2	46,2	91,5	93,2	92,4	46,6
dic.	9.188,8	520,5	551,9	-31,4	8.680,6	502,5	555,5	-53,0	91,6	93,7	94,6	-54,3
2004 gen.	9.259,0	738,2	665,7	72,5	8.771,3	730,5	645,1	85,4	91,5	94,2	94,8	77,0
feb.	9.335,7	698,8	622,4	76,5	8.848,1	685,9	605,3	80,6	91,6	94,6	94,2	78,3
mar.	9.443,8	716,8	608,2	108,6	8.933,3	671,8	596,3	75,5	91,3	92,7	95,3	54,7
apr.	9.469,8	648,8	624,7	24,2	9.000,9	648,7	587,2	61,5	91,2	93,2	95,0	46,8
mag.	9.569,1	649,3	549,8	99,5	9.083,0	631,0	543,7	87,3	91,2	93,9	94,9	76,5
giu.	9.676,2	709,8	601,6	108,2	9.148,7	663,0	597,3	65,6	91,2	94,3	94,7	59,3
lug.	9.695,9	707,7	686,2	21,5	9.190,4	695,0	653,8	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
ago.	9.726,7	619,8	589,0	30,8	9.202,8	603,5	588,7	14,8	91,2	94,7	94,8	14,1
set.	9.836,3	722,7	613,3	109,4	9.233,7	658,8	618,4	40,3	91,3	94,9	94,5	41,2
ott.	.	.	.	.	9.262,6	691,2	657,0	34,3	91,3	93,7	95,0	24,0
A lungo termine												
2003 ott.	8.283,2	179,2	126,2	53,0	7.836,0	168,3	121,1	47,2	91,3	91,7	94,1	40,4
nov.	8.334,6	143,4	93,5	50,0	7.872,1	136,5	90,4	46,0	91,5	89,6	88,1	42,6
dic.	8.329,3	119,3	119,5	-0,2	7.848,7	112,1	113,6	-1,5	91,6	90,4	93,0	-4,3
2004 gen.	8.386,1	195,5	137,9	57,6	7.895,6	178,1	139,5	38,7	91,6	92,8	91,0	38,5
feb.	8.472,2	193,8	108,8	85,0	7.978,9	183,1	98,5	84,6	91,7	92,2	88,0	82,2
mar.	8.533,8	213,1	150,5	62,5	8.044,2	189,1	132,3	56,8	91,4	86,7	94,1	39,6
apr.	8.575,0	163,6	124,1	39,4	8.094,7	155,4	110,5	45,0	91,2	88,5	94,7	32,9
mag.	8.676,2	174,7	72,3	102,4	8.178,4	156,7	68,0	88,7	91,3	89,3	90,9	78,1
giu.	8.761,0	203,1	120,3	82,8	8.249,3	179,9	112,6	67,3	91,3	92,9	92,2	63,3
lug.	8.796,7	190,2	153,0	37,2	8.284,7	173,3	138,9	34,5	91,2	91,8	93,7	28,9
ago.	8.823,9	87,3	60,5	26,8	8.300,1	75,3	58,5	16,8	91,2	86,9	91,5	11,9
set.	8.916,1	190,4	99,5	90,9	8.347,3	155,7	102,2	53,5	91,3	91,5	88,8	51,8
ott.	.	.	.	.	8.360,6	154,0	133,3	20,7	91,3	88,2	94,4	10,0

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

(miliardi di euro)

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



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

1) Totale 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)

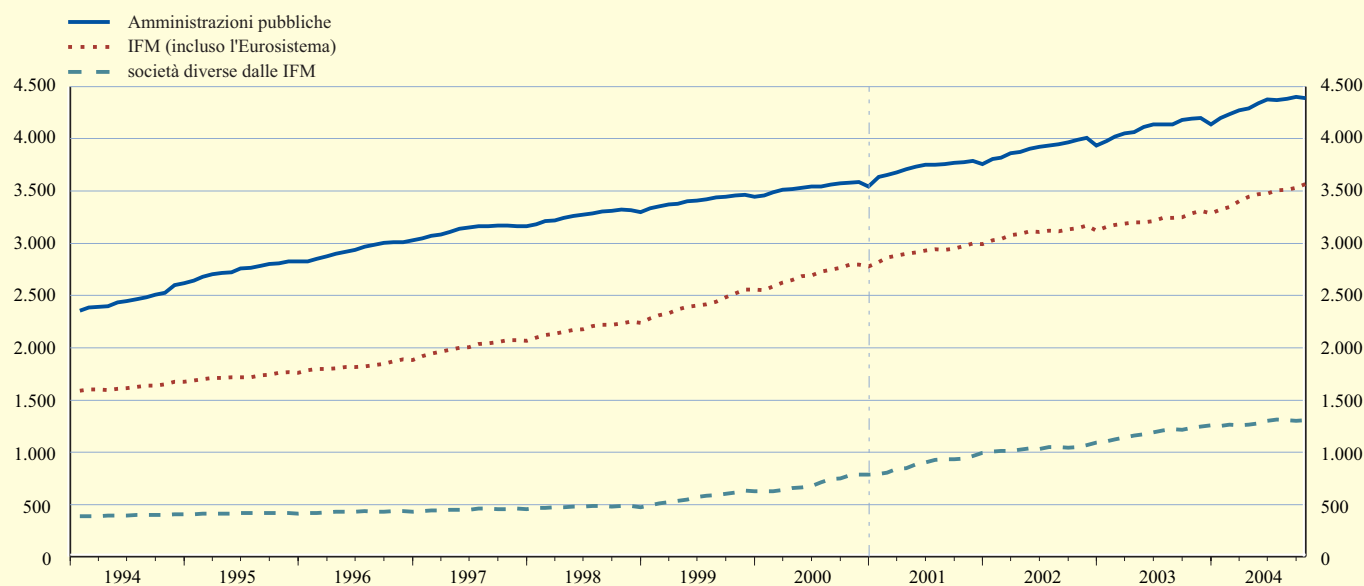
1. Consistenze

(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 finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammi- nistrations pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammi- nistrations pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2003 ott.	8.717,0	3.288,7	658,1	576,0	3.981,3	212,9	91,3	85,3	86,5	87,6	97,4	95,4
nov.	8.755,0	3.310,8	665,7	577,3	3.983,9	217,4	91,5	85,5	86,9	87,9	97,5	95,6
dic.	8.680,6	3.287,5	680,2	575,8	3.918,8	218,3	91,6	85,5	87,8	88,0	97,7	95,3
2004 gen.	8.771,3	3.319,6	679,7	575,2	3.974,7	222,0	91,5	85,4	87,6	87,7	97,6	95,5
feb.	8.848,1	3.347,1	688,2	578,5	4.006,2	228,2	91,6	85,6	87,9	87,6	97,6	95,6
mar.	8.933,3	3.402,9	681,9	576,0	4.041,4	231,0	91,3	85,2	87,7	87,4	97,4	95,5
apr.	9.000,9	3.442,9	687,9	578,3	4.059,6	232,2	91,2	84,9	87,7	87,3	97,4	95,4
mag.	9.083,0	3.468,2	687,4	587,4	4.106,3	233,8	91,2	84,8	88,0	87,3	97,5	95,6
giu.	9.148,7	3.475,9	708,8	590,6	4.135,1	238,4	91,2	84,7	88,5	87,2	97,4	95,5
lug.	9.190,4	3.506,9	717,5	598,1	4.130,7	237,3	91,1	84,6	88,7	86,9	97,5	95,5
ago.	9.202,8	3.514,2	714,8	594,1	4.141,0	238,6	91,2	84,6	88,9	86,9	97,5	95,5
set.	9.233,7	3.532,9	713,7	586,8	4.159,1	241,2	91,3	84,7	89,4	87,1	97,6	95,7
ott.	9.262,6	3.565,0	721,6	588,1	4.145,3	242,6	91,3	84,6	89,7	87,2	97,6	95,7
A lungo termine												
2003 ott.	7.836,0	2.922,8	649,9	475,9	3.577,8	209,5	91,3	85,7	86,4	86,2	97,3	95,6
nov.	7.872,1	2.937,3	657,3	479,8	3.583,8	214,0	91,5	85,8	86,8	86,6	97,4	95,8
dic.	7.848,7	2.927,4	671,1	483,5	3.551,9	214,9	91,6	86,0	87,6	86,9	97,5	95,5
2004 gen.	7.895,6	2.941,8	671,1	478,7	3.586,0	218,0	91,6	85,9	87,5	86,3	97,5	95,6
feb.	7.978,9	2.977,2	680,0	481,6	3.616,5	223,7	91,7	86,0	87,8	86,3	97,5	95,7
mar.	8.044,2	3.028,8	674,1	475,5	3.638,8	227,1	91,4	85,7	87,5	85,8	97,3	95,6
apr.	8.094,7	3.059,3	679,5	471,1	3.657,1	227,7	91,2	85,4	87,6	85,5	97,3	95,6
mag.	8.178,4	3.090,3	679,3	478,9	3.700,9	229,1	91,3	85,2	87,9	85,6	97,4	95,7
giu.	8.249,3	3.097,8	700,5	484,0	3.733,6	233,5	91,3	85,2	88,4	85,4	97,3	95,8
lug.	8.284,7	3.121,9	709,2	492,4	3.729,3	232,0	91,2	85,0	88,6	85,1	97,4	95,7
ago.	8.300,1	3.131,7	705,9	489,6	3.739,5	233,4	91,2	84,9	88,8	85,1	97,4	95,8
set.	8.347,3	3.163,2	704,8	489,0	3.754,2	236,2	91,3	85,0	89,3	85,3	97,5	95,9
ott.	8.360,6	3.180,7	712,7	491,1	3.738,0	238,0	91,3	84,9	89,6	85,5	97,5	95,9

FI4 Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente

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



Fonte: BCE.

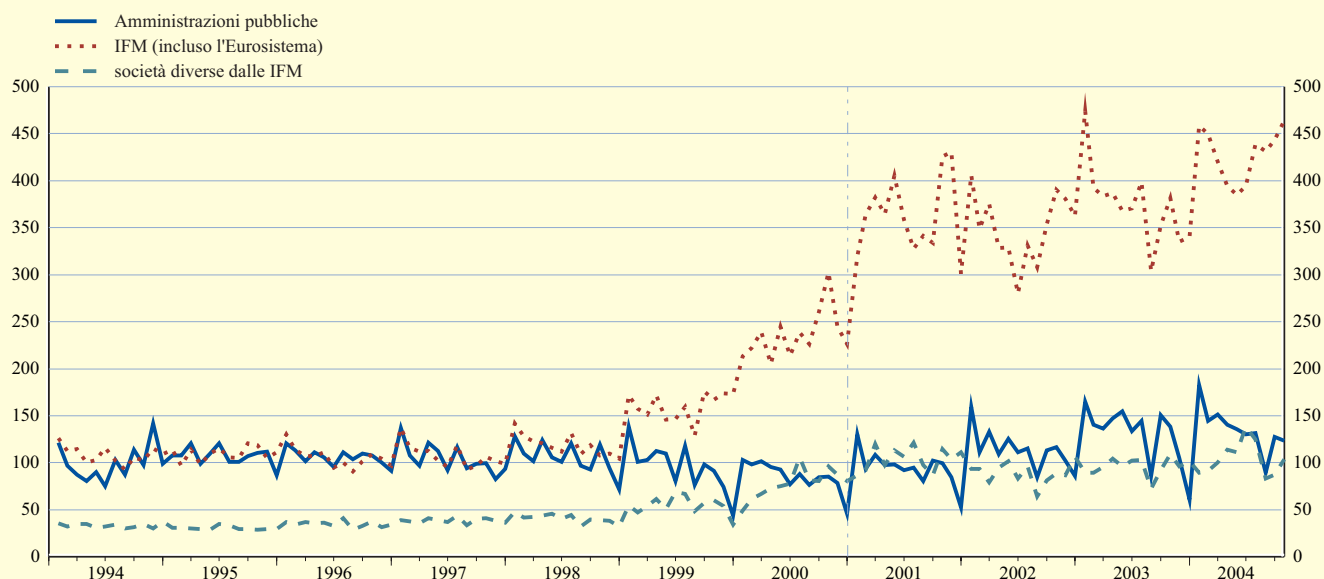
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

2. Emissioni lorde
(transazioni nel mese)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2003 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.	502,5	340,1	28,2	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 gen.	730,5	458,5	8,5	80,8	173,6	9,2	94,2	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
feb.	685,9	449,8	18,3	73,2	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
mar.	671,8	420,1	10,9	89,5	143,2	8,0	92,7	90,9	89,5	97,1	95,5	94,1
apr.	648,7	394,3	19,9	94,2	134,9	5,3	93,2	90,8	92,9	96,8	97,6	97,2
mag.	631,0	384,5	10,0	100,8	130,5	5,2	93,9	91,8	89,4	97,1	98,0	97,9
giu.	663,0	394,3	33,5	104,7	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,8	97,6	94,5
lug.	695,0	438,7	23,2	101,8	127,5	3,9	94,1	92,6	95,5	94,9	98,0	92,1
ago.	603,5	430,8	6,2	77,2	85,3	4,0	94,7	93,7	93,4	97,2	97,9	98,4
set.	658,8	443,5	12,1	75,5	120,3	7,4	94,9	93,4	95,7	98,1	98,4	97,0
ott.	691,2	463,7	18,7	85,3	118,0	5,6	93,7	92,4	90,7	96,9	97,4	92,8
A lungo termine												
2003 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.	112,1	63,0	24,9	9,6	11,4	3,2	90,4	88,5	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 gen.	178,1	72,4	5,0	7,4	86,9	6,3	92,8	87,4	88,7	80,7	98,2	99,4
feb.	183,1	85,6	15,0	6,2	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	88,5	98,2	99,0
mar.	189,1	98,5	8,1	5,0	72,0	5,6	86,7	79,5	88,2	92,3	95,4	95,7
apr.	155,4	69,3	15,9	4,8	63,0	2,5	88,5	79,3	93,8	78,3	97,5	100,0
mag.	156,7	68,1	6,8	9,4	69,7	2,7	89,3	79,9	86,7	85,3	98,8	99,6
giu.	179,9	66,7	29,8	14,5	63,5	5,5	92,9	88,2	98,0	82,1	97,4	99,1
lug.	173,3	71,5	19,6	18,0	62,9	1,4	91,8	85,9	97,1	85,4	98,3	100,0
ago.	75,3	40,6	2,4	2,2	28,5	1,5	86,9	78,9	91,5	79,4	98,0	95,8
set.	155,7	81,9	8,9	4,4	55,8	4,8	91,5	85,2	95,9	91,6	99,5	99,6
ott.	154,0	70,1	15,4	10,2	54,8	3,4	88,2	78,5	91,7	95,8	97,7	94,7

F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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

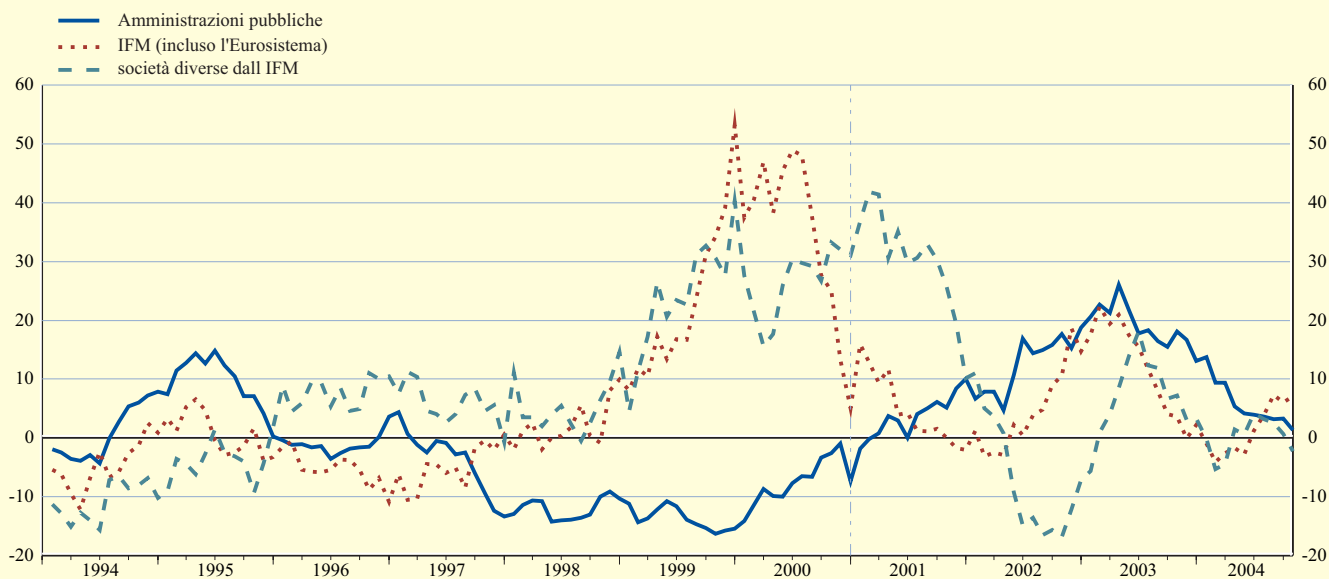


Fonte: BCE.

4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (variazioni percentuali)

	Totale									A breve termine				
	Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM	
	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Tutte le valute														
2003 ott.	7,2	114,2	5,5	19,3	28,6	10,2	5,4	4,6	21,5	10,3	128,3	3,6	7,2	13,7
nov.	7,0	114,8	5,3	18,7	27,4	10,1	5,2	4,4	23,1	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,7
dic.	7,3	114,1	6,2	17,0	23,1	10,6	5,5	4,7	22,3	6,9	120,8	2,2	3,3	20,5
2004 gen.	7,0	115,2	5,9	15,1	22,4	7,4	5,7	4,9	21,9	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,6
feb.	7,0	116,3	6,2	13,9	21,0	6,4	5,7	4,9	21,1	1,4	127,0	-4,1	-5,3	-8,0
mar.	7,0	117,3	7,4	10,9	17,6	3,9	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,0
apr.	7,0	118,1	7,9	9,6	15,7	3,1	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,5	-5,9
mag.	7,0	119,2	8,3	8,9	14,6	2,8	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,5	-5,8
giu.	7,3	120,1	8,4	9,5	15,3	3,3	5,8	5,2	17,4	2,8	131,7	1,3	4,2	-7,1
lug.	7,2	120,6	8,4	9,1	13,3	4,4	5,7	5,2	16,0	3,7	132,7	4,0	3,2	-6,9
ago.	7,4	120,8	8,9	8,4	12,8	3,5	6,0	5,4	16,8	4,8	132,4	7,3	2,5	0,6
set.	7,1	121,3	9,1	7,5	10,9	3,7	5,4	4,9	15,3	4,1	130,5	6,0	0,7	9,0
ott.	6,7	121,8	8,9	7,1	10,6	3,1	4,8	4,3	14,1	3,3	132,5	7,2	-2,3	8,0
Euro														
2003 ott.	6,9	113,6	4,2	22,9	35,8	11,0	5,3	4,6	20,9	12,5	131,5	7,7	6,8	14,1
nov.	6,8	114,2	4,2	22,0	33,7	10,9	5,1	4,3	22,4	9,3	132,2	3,1	2,3	9,4
dic.	7,0	113,4	5,0	19,4	27,1	11,4	5,5	4,7	21,3	8,8	124,0	5,6	2,9	18,9
2004 gen.	6,8	114,5	4,9	16,9	26,3	7,5	5,7	5,0	21,2	5,9	130,3	-0,5	-0,9	16,3
feb.	6,9	115,7	5,4	16,0	25,4	6,4	5,8	5,1	20,4	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,5
mar.	6,8	116,4	6,4	12,4	21,4	3,3	5,6	4,9	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,0
apr.	6,6	117,1	6,6	10,8	19,0	2,4	5,6	5,0	18,2	1,5	134,4	-2,9	1,4	-8,2
mag.	6,6	118,2	6,8	10,2	18,1	2,1	5,5	4,9	17,5	0,6	134,1	-3,5	0,3	-6,6
giu.	6,8	119,1	6,9	10,7	18,9	2,2	5,8	5,3	17,1	2,4	133,4	-0,1	4,5	-7,2
lug.	6,8	119,6	6,9	10,5	17,3	3,2	5,9	5,3	15,9	2,7	134,5	1,7	3,0	-9,3
ago.	7,0	119,8	7,2	9,7	16,7	2,2	6,1	5,5	16,8	3,3	134,9	3,9	3,0	-2,0
set.	6,7	120,3	7,8	8,7	14,3	2,4	5,5	5,0	15,4	3,4	133,1	4,3	1,7	6,3
ott.	6,3	120,7	7,6	8,2	13,7	2,0	4,8	4,3	14,3	3,0	135,4	6,6	-1,5	4,9

FI6 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.

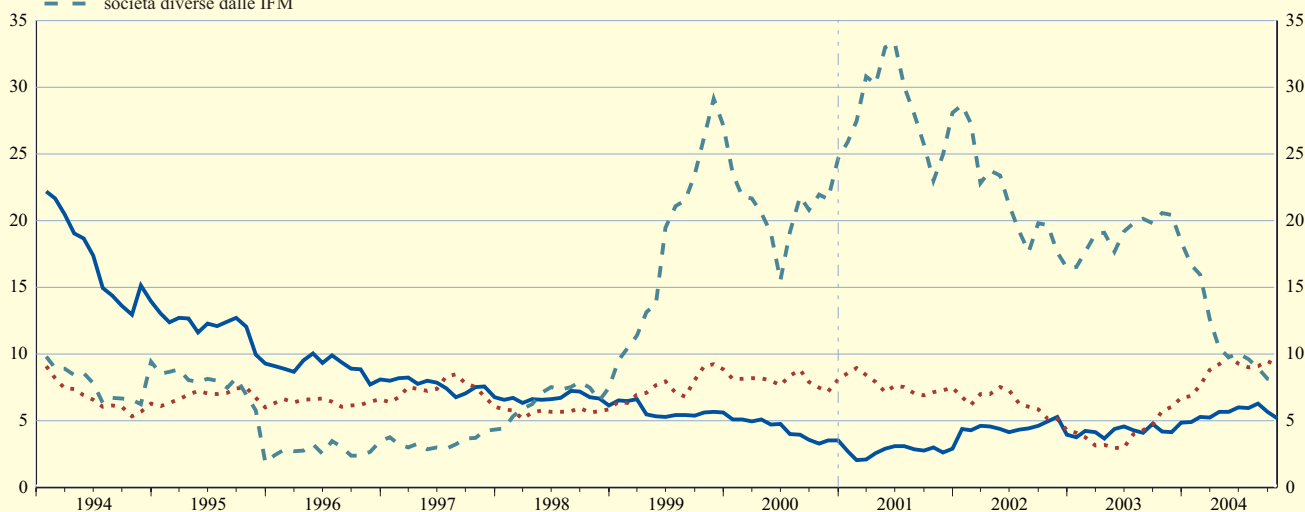
1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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													
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,6	28,8	10,9	4,2	3,3	22,0	2003 ott.
2,5	16,7	17,0	-3,7	6,9	113,4	6,0	20,4	27,6	11,8	4,1	3,2	23,6	nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,4	6,7	18,4	23,1	12,5	4,8	3,9	22,9	dic.
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,2	114,0	6,9	16,7	22,5	9,4	4,9	4,0	21,7	2004 gen.
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,6	115,2	7,7	16,0	21,5	9,0	5,3	4,4	21,1	feb.
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,6	116,0	8,8	12,6	18,2	5,6	5,2	4,4	20,9	mar.
2,1	5,4	5,2	21,7	7,7	116,7	9,2	10,4	16,0	3,3	5,7	5,0	18,6	apr.
1,1	4,2	4,1	17,4	7,8	117,9	9,8	9,8	14,9	3,2	5,6	5,0	17,7	mag.
5,2	4,0	3,8	23,3	7,8	118,9	9,3	10,1	15,6	2,9	6,0	5,4	17,3	giu.
4,1	3,6	3,4	19,0	7,6	119,4	9,0	9,6	13,6	4,5	6,0	5,4	15,9	lug.
2,7	3,2	2,9	37,0	7,7	119,7	9,1	8,9	12,9	3,7	6,3	5,7	16,5	ago.
0,0	3,3	2,9	41,3	7,4	120,4	9,5	8,1	10,9	4,4	5,7	5,1	14,9	set.
-3,1	1,3	1,0	38,8	7,0	120,7	9,1	8,0	10,6	4,4	5,2	4,7	13,7	ott.
Euro													
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	111,8	3,8	24,9	36,2	12,2	4,0	3,2	21,3	2003 ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,4	34,1	13,2	4,0	3,1	23,0	nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,4	5,0	21,2	27,3	13,7	4,7	3,9	21,8	dic.
-2,3	13,9	13,7	40,2	6,9	113,0	5,6	19,1	26,5	10,0	4,9	4,1	20,9	2004 gen.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,3	6,5	18,6	26,0	9,4	5,4	4,6	20,4	feb.
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,2	114,9	7,5	14,5	22,1	5,1	5,3	4,5	20,0	mar.
2,2	5,1	5,0	17,5	7,2	115,5	7,8	12,0	19,5	2,5	5,6	5,0	18,2	apr.
0,9	4,1	4,0	19,9	7,3	116,7	8,1	11,4	18,6	2,5	5,7	5,0	17,4	mag.
5,5	3,7	3,6	18,9	7,4	117,7	7,8	11,4	19,3	1,4	6,1	5,4	17,1	giu.
4,1	3,5	3,4	14,6	7,3	118,1	7,5	11,3	17,7	3,0	6,1	5,6	15,9	lug.
3,4	3,0	2,7	33,1	7,4	118,3	7,6	10,5	17,0	2,0	6,4	5,9	16,6	ago.
1,3	3,2	2,9	37,7	7,1	119,1	8,2	9,5	14,4	2,7	5,8	5,3	15,1	set.
-2,0	1,5	1,2	38,8	6,6	119,3	7,7	9,2	13,9	2,9	5,2	4,7	14,0	ott.

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)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

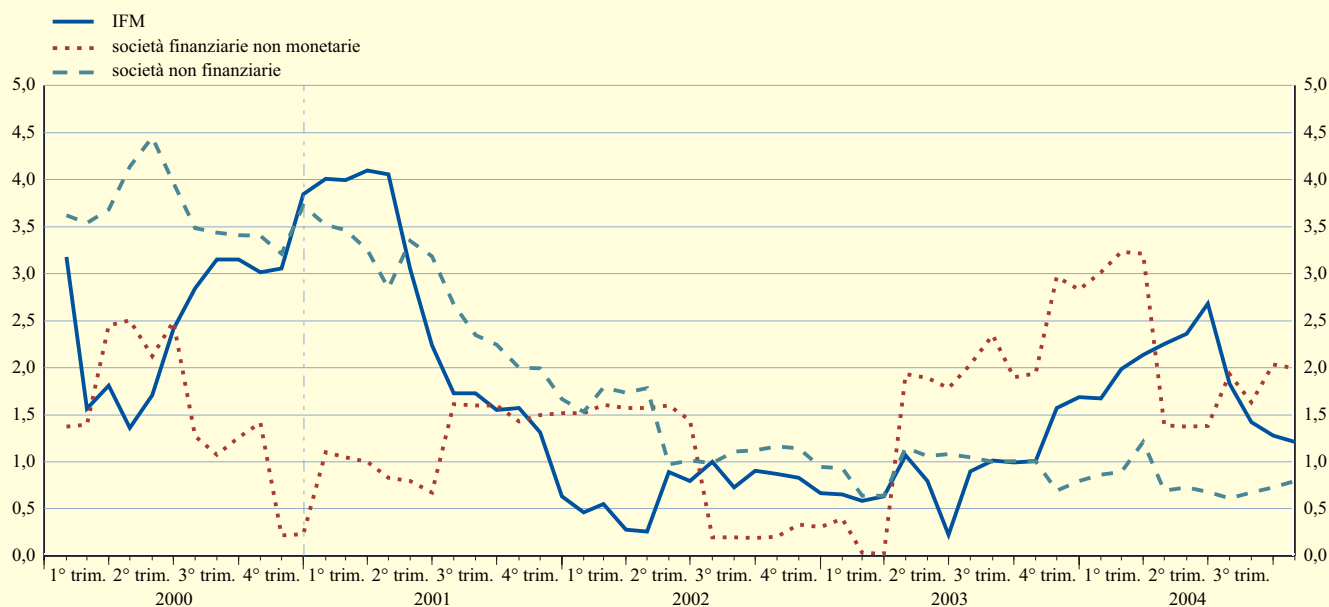
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	1,0
ago.	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
set.	3.276,6	101,7	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.	3.790,0	102,6	1,1	582,5	2,7	362,0	1,4	2.845,6	0,7
lug.	3.679,7	102,6	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,4	0,6
ago.	3.673,7	102,6	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.758,0	0,7
set.	3.760,9	102,7	0,9	579,6	1,3	362,3	2,0	2.819,0	0,7
ott.	3.840,2	102,8	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.869,7	0,8

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

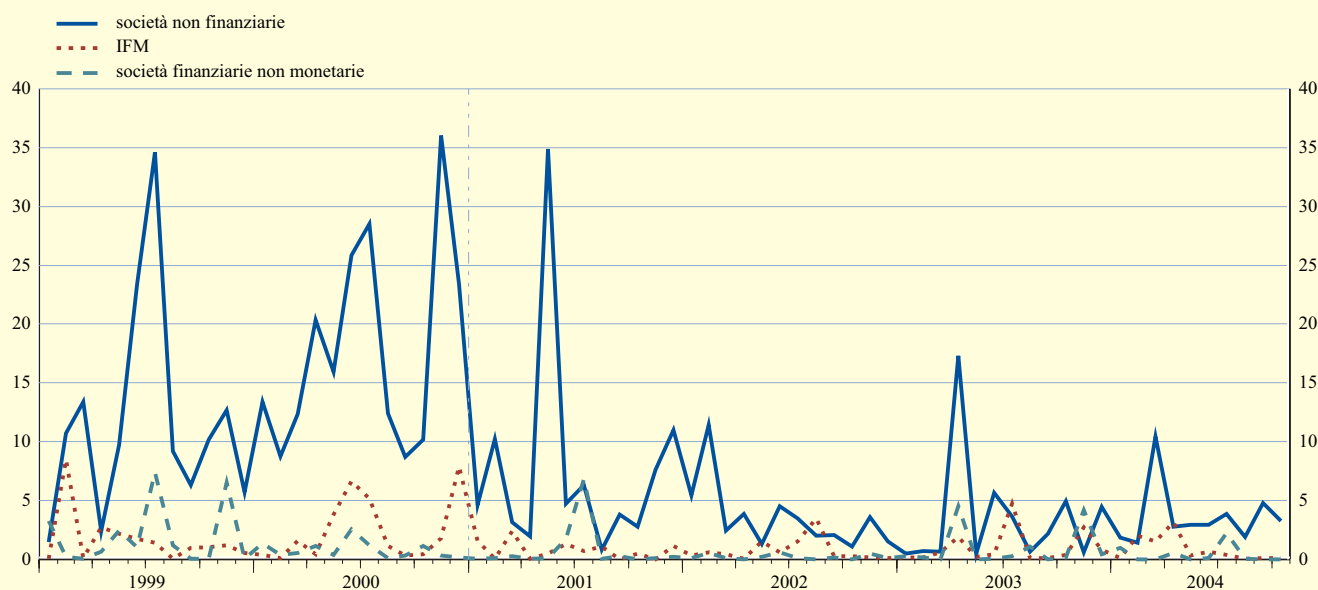
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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.	3,7	2,1	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,1	0,0	0,1	2,9	0,4	2,5
lug.	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
ago.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
set.	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
ott.	3,4	0,3	3,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,3	0,2	3,0

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 nov.	0,70	1,88	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,36	2,69	1,97
dic.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,44	3,34	1,99
2004 gen.	0,69	1,90	2,38	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,08	3,10	1,95
feb.	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
mar.	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,59	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
apr.	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
mag.	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
giu.	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98
lug.	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
ago.	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
set.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
ott.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso variabile e fino a 1 anno		Periodo iniziale di determinazione del tasso			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			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003 nov.	9,64	7,58	6,78	7,96	7,89	3,59	4,09	4,93	4,84	4,39	4,15	5,24	5,17	
dic.	9,69	7,64	6,54	7,66	7,69	3,62	4,18	5,01	4,89	4,41	3,86	4,98	5,08	
2004 gen.	9,87	7,63	7,22	8,56	8,35	3,61	4,30	5,02	4,85	4,47	4,08	5,10	5,18	
feb.	9,81	7,45	7,06	8,49	8,20	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04	
mar.	9,71	7,38	6,90	8,37	8,05	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96	
apr.	9,73	7,35	6,65	8,30	7,86	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95	
mag.	9,68	7,33	6,77	8,27	7,96	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94	
giu.	9,55	7,12	6,74	8,42	7,96	3,42	4,12	4,81	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01	
lug.	9,57	7,18	6,86	8,52	8,07	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01	
ago.	9,62	7,67	6,89	8,58	8,26	3,50	4,19	4,86	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02	
set.	9,59	7,45	6,96	8,45	8,18	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00	
ott.	9,53	7,39	6,91	8,34	8,01	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92	

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 nov.	5,41	4,08	4,93	4,72	3,01	3,29	4,24
dic.	5,58	4,03	4,79	4,85	3,12	3,41	4,29
2004 gen.	5,67	4,01	4,88	4,87	3,02	3,39	4,29
feb.	5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
mar.	5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
apr.	5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
mag.	5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
giu.	5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
lug.	5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
ago.	5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
set.	5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45
ott.	5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27

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)

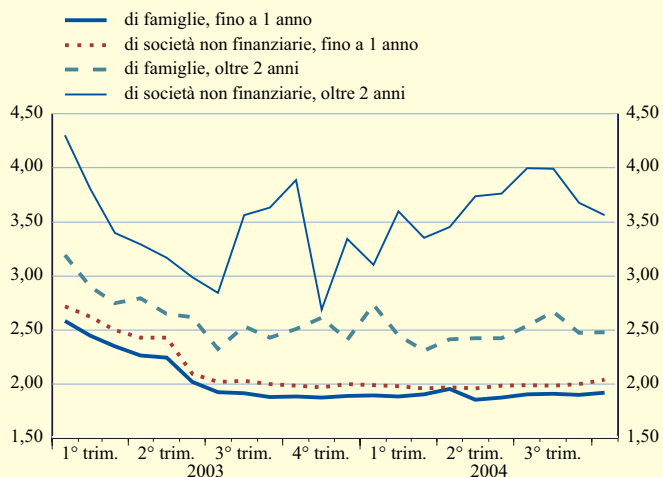
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	4,28	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	4,17	1,92
mag.	0,70	1,89	3,28	2,00	2,55	0,86	2,07	4,15	1,93
giu.	0,70	1,88	3,27	2,00	2,55	0,87	2,09	4,11	1,94
lug.	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,10	4,10	1,96
ago.	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,13	4,02	1,97
set.	0,72	1,89	3,22	2,00	2,52	0,90	2,13	3,97	1,97
ott.	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,11	3,88	1,98

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 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	4,66
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	7,16	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	4,47	3,89	4,53
lug.	4,91	4,63	4,94	7,93	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
ago.	4,88	4,58	4,91	7,93	6,95	5,77	4,45	3,84	4,48
set.	4,82	4,58	4,90	8,05	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52
ott.	4,69	4,54	4,88	8,04	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48

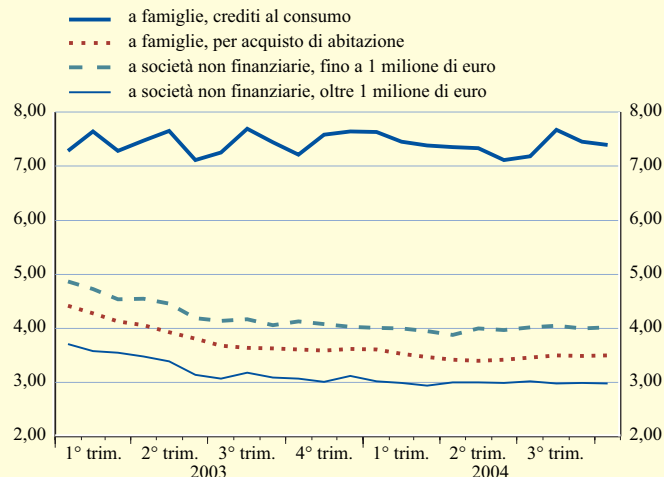
F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

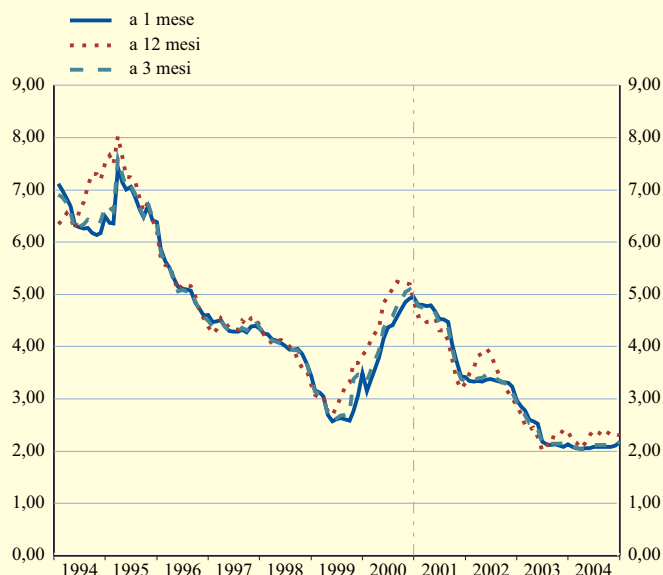
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
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
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2003 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
3° trim.	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
4° trim.	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2003 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
set.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
ott.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
nov.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
dic.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05

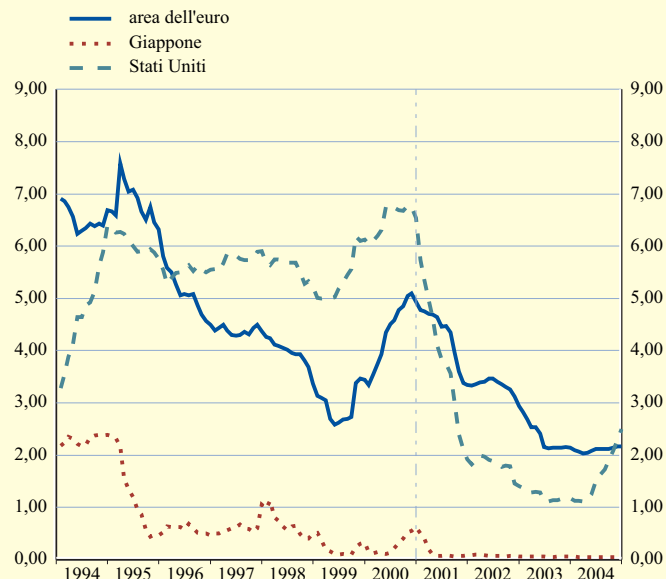
F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



F23 Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

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

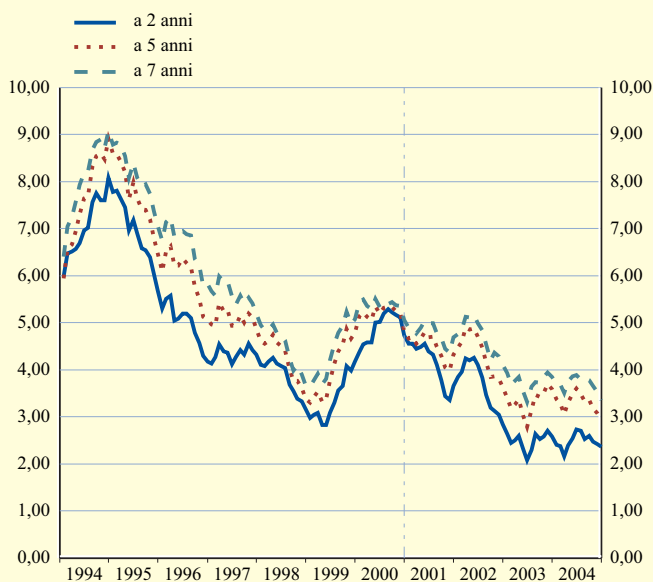
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2003 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
3° trim.	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
4° trim.	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2003 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
set.	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
ott.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
nov.	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
dic.	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40

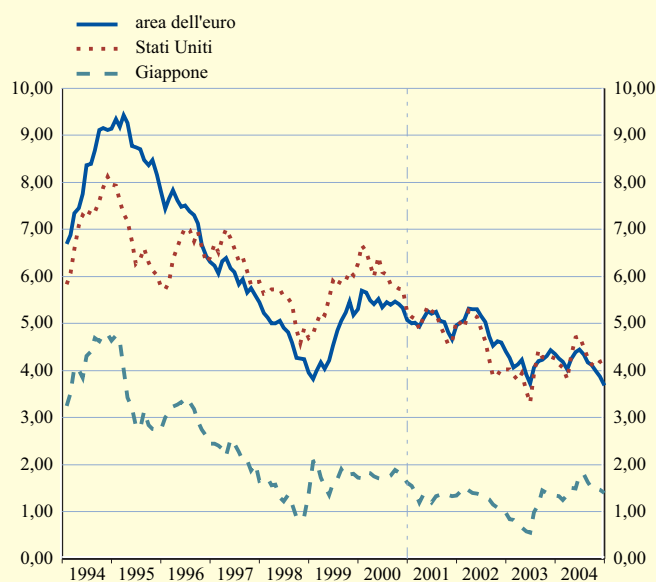
F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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 a 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.

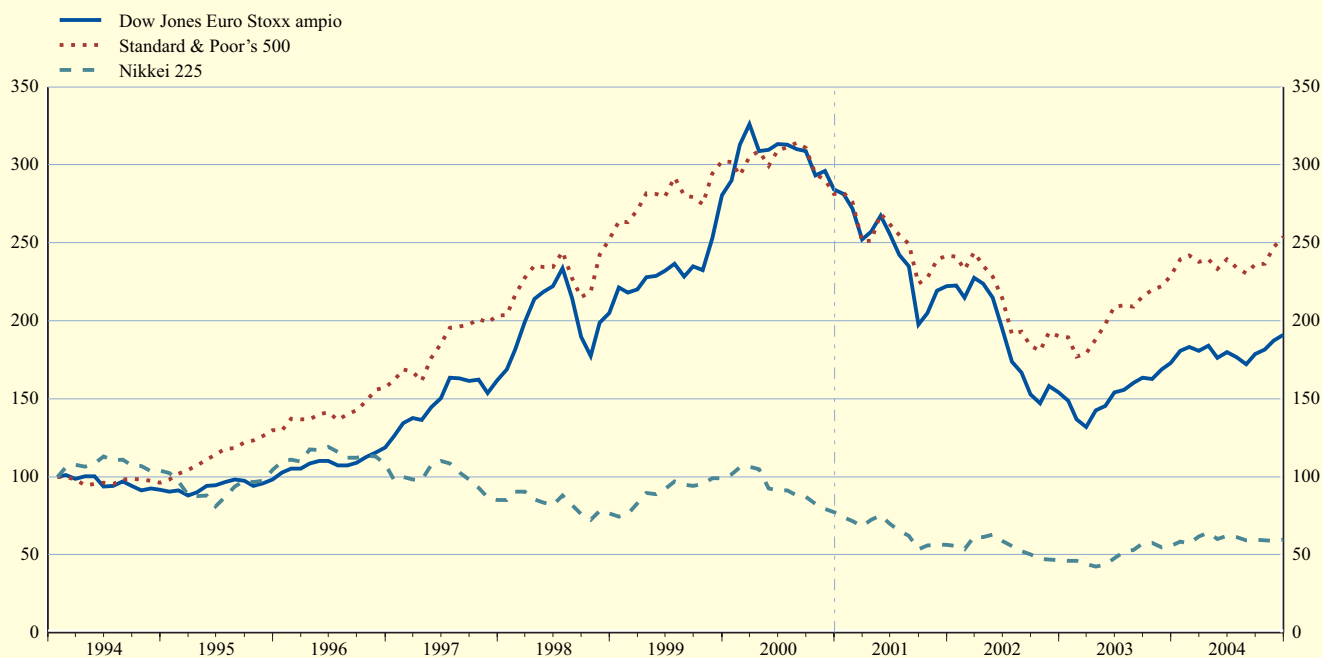
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2003 4° trim.	233,0	2.614,3	233,7	160,2	211,2	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1.057,1	10.423,3
2004 1° trim.	251,6	2.846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,7	10.996,9
2° trim.	249,8	2.794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
3° trim.	244,0	2.708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,4	11.152,3
4° trim.	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2003 dic.	239,6	2.702,2	242,0	160,4	214,5	274,5	230,1	247,9	320,2	231,0	374,4	331,5	1.081,2	10.315,9
2004 gen.	250,6	2.839,1	250,3	165,6	221,7	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,9	10.876,4
feb.	253,9	2.874,8	244,7	168,4	224,1	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,5	10.618,6
mar.	250,5	2.829,0	240,3	166,7	220,9	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1.124,0	11.441,1
apr.	255,0	2.860,9	247,6	168,3	227,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1.133,4	11.962,8
mag.	244,4	2.728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,6	11.141,0
giu.	249,8	2.792,2	246,1	164,9	227,9	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	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,7	11.390,8
ago.	238,9	2.646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3
set.	248,0	2.748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,5	11.076,8
ott.	252,1	2.794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1.118,1	11.028,9
nov.	260,0	2.882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1.169,5	10.963,5
dic.	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3

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

5.1 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 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
3° trim.	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
2004 lug.	115,7	2,3	2,1	2,7	0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,6	0,2
ago.	115,9	2,3	2,1	2,7	0,3	0,1	-0,3	0,3	1,5	0,3
set.	116,1	2,1	1,8	2,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
ott.	116,5	2,4	2,2	2,6	0,3	0,0	-0,1	0,1	2,9	0,2
nov.	116,4	2,2	2,0	2,6	0,0	-0,1	0,3	0,1	-1,2	0,2
dic. ³⁾	.	2,3	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					Vari
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	
	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 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
3° trim.	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
2004 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
ago.	2,1	3,6	-0,2	2,1	0,9	6,5	2,5	2,0	2,9	-2,5	2,6	5,2
set.	1,4	3,3	-1,5	2,0	0,8	6,4	2,5	1,9	2,7	-2,8	2,5	5,2
ott.	1,2	2,8	-1,2	2,7	0,8	9,8	2,6	2,1	2,7	-2,5	2,4	5,2
nov.	1,0	2,3	-1,0	2,5	0,8	8,7	2,6	2,1	2,8	-2,6	2,4	5,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Con riferimento al 2004.

3) Stima basata su dati preliminari relativi alla Germania, alla Spagna e all'Italia (e, ove disponibili, ad altri Stati membri), nonché su informazioni preliminari riguardo ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾	Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni ³⁾			Industria manifatturiera	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici						
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
in perc. del totale ⁴⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,1	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	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	2,8	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	2,2	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	18,4	10,8	30,5
2003 4° trim.	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,7	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 1° trim.	103,9	0,2	0,9	1,0	0,3	1,1	0,4	1,3	-2,6	1,8	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	2,1	2,5	28,8	20,9	29,3
3° trim.	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,3	0,8	1,4	5,8	.	3,5	26,9	11,9	33,3
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	22,9	1,3	34,5
2004 lug.	106,0	2,9	2,4	4,3	0,8	1,5	0,7	1,7	5,2	-	3,2	24,9	18,0	30,7
ago.	106,4	3,1	2,5	4,8	0,9	1,4	0,8	1,5	5,4	-	3,5	25,5	11,0	34,1
set.	106,6	3,3	2,5	5,0	0,9	1,1	0,8	1,1	7,0	-	3,8	30,5	6,9	35,0
ott.	107,5	4,0	2,7	5,5	1,1	1,1	1,0	1,1	9,6	-	4,3	35,1	3,7	39,4
nov.	107,2	3,6	2,6	5,5	1,1	1,0	1,1	0,9	7,9	-	3,9	21,0	0,4	34,5
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	12,8	-0,2	30,0

3. Costo orario del lavoro⁵⁾

	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	3,1	3,5	2,0	3,0	3,6	3,6	2,2
2001	103,5	3,6	3,7	2,9	3,4	4,0	3,2	2,6
2002	107,4	3,7	3,6	4,2	3,8	4,0	3,5	2,7
2003	110,5	2,8	2,7	3,2	2,9	3,4	2,7	2,4
2003 3° trim.	110,9	2,8	2,7	3,2	3,1	3,1	2,8	2,4
4° trim.	111,4	2,3	2,2	2,5	2,2	2,8	2,4	2,2
2004 1° trim.	112,2	2,8	2,9	2,7	3,2	3,2	2,8	2,3
2° trim.	112,6	2,2	2,3	2,0	2,4	2,2	2,2	2,2
3° trim.	113,2	2,0	2,1	1,6	1,8	2,3	2,1	2,0

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 12 e 13), Thomson Financial Datastream (colonna 14), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 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 prodotto¹⁾								
2000	100,0	1,3	1,2	-0,3	1,7	0,3	3,3	2,1
2001	102,6	2,6	3,8	2,4	3,5	1,0	3,5	2,6
2002	104,8	2,2	0,0	0,7	2,6	1,9	3,6	2,4
2003	106,9	2,0	4,4	1,1	3,6	1,9	1,6	2,9
2003 3° trim.	107,3	2,3	5,9	1,7	3,7	1,5	0,9	3,9
4° trim.	107,1	1,5	3,3	0,2	3,7	2,1	1,6	2,0
2004 1° trim.	107,2	1,0	-3,7	0,2	2,2	0,9	1,7	1,8
2° trim.	107,5	0,4	-4,7	-2,5	1,7	-0,4	1,1	2,2
3° trim.	107,3	0,1	-2,9	-2,2	3,3	0,1	2,5	0,0
Redditi per occupato								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,8	2,4	2,8
2001	102,8	2,8	2,0	2,7	3,1	2,8	2,5	3,1
2002	105,4	2,5	2,8	2,4	2,8	2,7	2,0	2,7
2003	107,9	2,3	3,0	3,2	3,3	1,9	1,7	2,3
2003 3° trim.	108,3	2,5	2,5	3,3	3,5	1,5	1,3	3,1
4° trim.	108,6	2,2	2,7	3,3	3,3	1,5	1,6	2,0
2004 1° trim.	109,4	2,2	-0,3	3,9	2,8	1,3	1,0	2,4
2° trim.	109,9	2,2	0,0	3,0	1,6	1,0	1,1	3,3
3° trim.	109,9	1,5	3,6	2,1	2,7	1,1	1,9	0,9
Produttività del lavoro²⁾								
2000	100,0	1,3	0,8	3,7	0,9	1,4	-0,9	0,7
2001	100,3	0,3	-1,8	0,3	-0,4	1,8	-1,0	0,4
2002	100,6	0,3	2,8	1,6	0,2	0,8	-1,6	0,3
2003	100,9	0,4	-1,3	2,1	-0,3	0,0	0,1	-0,6
2003 3° trim.	101,0	0,2	-3,2	1,6	-0,2	-0,1	0,4	-0,7
4° trim.	101,4	0,7	-0,5	3,1	-0,4	-0,5	0,0	0,0
2004 1° trim.	102,0	1,2	3,5	3,6	0,6	0,4	-0,7	0,5
2° trim.	102,3	1,8	4,9	5,6	-0,1	1,4	0,0	1,1
3° trim.	102,4	1,4	6,7	4,4	-0,6	1,0	-0,5	0,9

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	105,0	2,5	2,1	2,3	2,1	1,8	-0,4	-1,7
2003	107,2	2,1	1,8	2,0	2,2	1,3	-0,6	-1,3
2003 3° trim.	107,5	2,1	1,8	1,9	1,9	1,2	-0,8	-1,6
4° trim.	108,0	2,0	1,6	1,9	1,6	1,2	-0,7	-1,9
2004 1° trim.	108,5	1,9	1,5	1,6	1,6	1,8	-0,7	-2,2
2° trim.	109,2	2,1	2,1	1,9	1,9	2,7	1,3	0,9
3° trim.	109,5	1,8	1,9	2,0	0,5	3,1	2,0	2,4

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 ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2000	6.580,8	6.521,5	3.767,7	1.309,1	1.418,6	26,1	59,3	2.440,5	2.381,1
2001	6.847,3	6.730,0	3.926,7	1.372,7	1.441,3	-10,7	117,3	2.555,3	2.438,1
2002	7.082,3	6.895,9	4.040,4	1.444,8	1.428,1	-17,5	186,5	2.594,6	2.408,2
2003	7.265,3	7.104,9	4.160,0	1.500,4	1.439,5	5,0	160,4	2.584,9	2.424,5
2003 3° trim.	1.824,3	1.776,0	1.043,5	379,2	359,7	-6,4	48,3	650,8	602,5
4° trim.	1.838,6	1.796,6	1.048,5	378,7	365,1	4,2	42,0	653,9	611,9
2004 1° trim.	1.859,6	1.812,8	1.060,3	381,5	367,4	3,7	46,8	665,0	618,2
2° trim.	1.880,2	1.833,3	1.066,7	386,4	372,5	7,8	46,9	690,6	643,7
3° trim.	1.891,4	1.856,8	1.074,2	387,1	377,5	18,0	34,6	705,0	670,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2003	100,0	97,8	57,3	20,7	19,8	0,1	2,2	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 3° trim.	0,5	0,1	0,3	0,7	0,4	-	-	2,6	1,4
4° trim.	0,4	1,0	0,0	0,5	1,0	-	-	0,2	1,9
2004 1° trim.	0,7	0,3	0,7	0,1	-0,2	-	-	1,6	0,6
2° trim.	0,5	0,3	0,1	0,4	0,3	-	-	2,8	2,5
3° trim.	0,3	1,0	0,1	0,5	0,7	-	-	1,5	3,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,5	3,0	2,8	2,3	4,9	-	-	12,2	11,1
2001	1,6	0,9	1,9	2,4	-0,4	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,9	0,5
2003	0,5	1,2	1,0	1,6	-0,5	-	-	0,2	2,0
2003 3° trim.	0,4	0,8	0,8	1,6	-0,2	-	-	0,2	1,4
4° trim.	0,8	1,5	0,5	1,5	0,2	-	-	0,3	2,1
2004 1° trim.	1,4	1,2	1,0	1,7	1,0	-	-	3,8	3,3
2° trim.	2,1	1,6	1,1	1,7	1,5	-	-	7,4	6,6
3° trim.	1,8	2,6	0,9	1,5	1,8	-	-	6,2	8,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,5	3,0	1,6	0,5	1,1	-0,1	0,5	-	-
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2003 3° trim.	0,4	0,8	0,5	0,3	0,0	0,1	-0,4	-	-
4° trim.	0,8	1,4	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-
2004 1° trim.	1,4	1,1	0,6	0,3	0,2	0,0	0,3	-	-
2° trim.	2,1	1,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,5	-	-
3° trim.	1,8	2,5	0,5	0,3	0,4	1,3	-0,7	-	-

Fonte: Eurostat.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 1 della sezione 7.3.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda
2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2000	6.079,0	145,2	1.366,8	337,0	1.278,8	1.644,4	1.306,8	203,1	704,9
2001	6.342,7	150,5	1.405,8	351,5	1.349,0	1.719,7	1.366,1	211,8	716,4
2002	6.561,4	147,9	1.429,1	364,2	1.390,3	1.795,2	1.434,7	222,2	743,1
2003	6.730,0	150,8	1.436,1	375,7	1.419,0	1.866,7	1.481,8	229,9	765,2
2003 3° trim.	1.692,2	38,1	359,3	94,3	356,8	469,7	374,0	57,8	189,9
4° trim.	1.701,5	38,5	362,3	95,7	357,9	473,5	373,6	57,4	194,5
2004 1° trim.	1.721,8	38,2	366,4	97,0	362,5	479,9	377,7	58,3	196,1
2° trim.	1.745,1	38,1	373,8	99,2	365,9	486,2	381,8	59,6	194,7
3° trim.	1.752,8	37,5	376,9	99,9	367,8	489,8	381,0	58,5	197,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2003	100,0	2,2	21,3	5,6	21,1	27,7	22,0	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 3° trim.	0,5	-0,8	0,9	-0,1	0,7	0,6	0,3	0,6	0,4
4° trim.	0,3	1,3	0,6	0,0	-0,1	0,2	0,5	-0,9	0,8
2004 1° trim.	0,7	3,2	1,0	0,2	0,9	0,5	0,2	0,4	0,1
2° trim.	0,8	0,5	1,2	0,4	0,8	0,8	0,4	1,4	-2,0
3° trim.	0,1	1,0	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,3	-0,7	1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,8	-0,8	4,3	2,7	4,5	4,9	2,2	7,2	1,8
2001	1,9	-2,4	0,6	0,0	3,2	2,9	1,8	4,7	0,3
2002	1,0	0,6	0,2	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,3
2003	0,5	-3,8	0,0	-0,4	0,5	1,4	0,6	1,5	1,0
2003 3° trim.	0,4	-5,5	-0,5	-0,2	0,7	1,7	0,4	1,6	0,8
4° trim.	0,7	-2,2	0,8	-0,3	0,4	1,3	0,8	0,0	1,2
2004 1° trim.	1,3	2,2	1,2	0,4	1,5	1,6	1,0	0,2	2,1
2° trim.	2,3	4,3	3,7	0,4	2,3	2,1	1,4	1,5	-0,7
3° trim.	1,9	6,2	2,8	0,2	1,9	1,4	1,4	0,2	0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,8	0,0	1,0	0,2	1,0	1,3	0,5	-	-
2001	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,8	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	-	-
2003 3° trim.	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,1	-	-
4° trim.	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004 1° trim.	1,3	0,1	0,3	0,0	0,3	0,4	0,2	-	-
2° trim.	2,3	0,1	0,8	0,0	0,5	0,6	0,3	-	-
3° trim.	1,9	0,1	0,6	0,0	0,4	0,4	0,3	-	-

Fonte: Eurostat.

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

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale ¹⁾	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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	5,0	100,1	5,2	5,2	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,6	100,5	0,4	0,1	-0,7	1,7	0,3	-2,1	0,8	1,4	0,8	0,3
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,2	0,8	-0,8
2003	0,3	100,2	0,3	0,0	0,3	0,0	-0,5	-4,4	0,2	3,0	0,0	0,0
2003 4° trim.	1,4	101,3	1,4	1,4	1,5	1,9	0,0	-1,4	0,2	2,7	0,5	1,4
2004 1° trim.	1,4	101,3	1,0	1,0	0,7	0,7	0,5	1,1	0,3	2,0	1,3	0,9
2° trim.	3,2	102,3	3,1	3,2	2,7	4,9	1,5	3,1	1,2	2,8	-0,1	3,3
3° trim.	2,9	102,6	2,8	2,9	3,0	5,2	0,6	-0,7	0,8	2,1	-0,3	3,0
2004 mag.	4,2	102,5	3,8	3,9	3,2	5,7	2,4	5,2	1,9	3,8	-0,1	4,1
giu.	3,5	102,4	3,5	3,6	3,0	6,4	1,2	1,7	1,1	2,5	0,6	3,8
lug.	2,7	102,7	2,6	2,8	3,5	4,0	0,3	0,5	0,2	1,3	0,8	2,9
ago.	3,2	102,1	2,0	2,2	2,1	4,9	0,6	-1,0	0,8	1,1	1,2	2,5
set.	2,8	102,8	3,6	3,5	3,2	6,4	0,8	-1,6	1,3	4,0	-2,8	3,6
ott.	.	102,3	1,2	1,0	1,2	4,3	-1,0	-3,3	-0,6	-0,9	.	1,1
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2004 mag.	0,8	-	0,5	0,5	0,0	1,0	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,6
giu.	-0,5	-	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-1,5	-0,2	0,1	0,8	-0,1
lug.	0,5	-	0,3	0,5	1,0	0,2	0,3	1,0	0,2	-0,3	0,6	0,4
ago.	-0,1	-	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,6	-1,5	-0,7
set.	-0,2	-	0,8	0,7	0,2	1,2	0,1	0,3	0,1	0,0	-2,0	0,6
ott.	.	-	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,6	-0,9	.	-0,7

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

in perc. del totale ¹⁾	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2000	100,2	12,3	100,0	10,8	4,1	100,0	2,1	1,9	2,0	1,0	4,1	977	-1,8
2001	98,5	-1,6	102,1	1,9	4,0	101,6	1,6	1,7	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	98,0	-0,6	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,6	-2,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,6	0,7	101,0	-0,3	1,8	102,0	0,3	1,2	-0,3	-2,7	0,3	912	-1,5
2003 4° trim.	101,7	4,5	102,0	0,5	1,5	102,0	0,0	0,5	-0,3	-3,4	0,6	918	-2,5
2004 1° trim.	101,5	4,6	103,8	2,5	1,1	102,4	0,5	0,5	0,4	-1,8	2,2	911	0,9
2° trim.	108,2	12,3	105,9	6,3	1,1	102,3	0,1	-0,3	0,3	-0,3	2,4	928	3,0
3° trim.	105,8	7,9	106,5	5,7	1,0	102,0	0,1	-0,8	0,7	0,8	1,8	904	-3,5
2004 giu.	106,5	13,1	108,5	11,2	1,6	102,9	1,2	0,8	1,6	1,3	3,7	929	0,6
lug.	105,8	5,5	106,0	2,4	1,2	102,6	0,6	0,4	0,8	1,1	2,3	912	-1,8
ago.	105,0	10,8	105,3	9,5	1,6	101,8	0,0	-1,8	1,2	2,0	2,0	873	-9,5
set.	106,7	8,0	108,2	6,2	0,5	101,7	-0,3	-0,8	0,1	-0,7	1,3	928	-0,6
ott.	106,6	0,3	104,6	1,6	0,1	102,1	-0,6	-0,8	-0,5	-1,8	0,7	949	3,9
nov.	.	.	.	.	1,1	102,1	0,4	0,2	0,4	.	.	956	4,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 giu.	-	-5,9	-	5,6	1,2	-	1,8	1,4	1,9	4,1	1,5	-	0,3
lug.	-	-0,6	-	-2,2	-0,3	-	-0,3	0,2	-0,6	-0,1	-0,6	-	-1,9
ago.	-	-0,7	-	-0,7	-0,1	-	-0,8	-1,3	-0,5	-1,7	-0,6	-	-4,2
set.	-	1,6	-	2,7	-0,4	-	-0,1	0,3	-0,1	-1,4	0,2	-	6,3
ott.	-	-0,1	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,3	0,1	1,2	-0,2	-	2,3
nov.	-	.	-	.	0,4	-	0,0	0,3	-0,3	.	.	-	0,7

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 9 e 10 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituiscono il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,1	-5	-15	8	10	.	-14	-4	-14	30	-8
2003 4° trim.	97,7	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 1° trim.	98,9	-7	-21	10	11	80,7	-14	-4	-13	30	-9
2° trim.	100,0	-5	-16	8	10	81,1	-15	-3	-15	32	-8
3° trim.	100,7	-4	-12	8	9	81,6	-14	-4	-13	29	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	9	.	-13	-4	-13	29	-6
2004 lug.	100,0	-4	-12	8	8	81,6	-14	-4	-14	30	-9
ago.	101,0	-4	-12	7	8	-	-14	-4	-14	30	-7
set.	101,1	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
ott.	101,4	-3	-11	7	10	81,7	-14	-4	-13	29	-8
nov.	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
dic.	100,3	-4	-12	8	8	-	-13	-3	-13	29	-6

	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
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
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2003 4° trim.	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 1° trim.	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
2° trim.	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	12	6	11	17
3° trim.	-16	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	18
4° trim.	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2004 lug.	-16	-25	-7	-9	-10	15	-1	12	8	12	16
ago.	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	13	9	12	17
set.	-16	-22	-9	-9	-11	16	0	12	6	9	20
ott.	-14	-23	-5	-7	-13	14	7	13	9	12	17
nov.	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
dic.	-14	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	13

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire da gennaio 1985.
- 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	131,417	2,2	2,5	0,5	-1,5	0,6	1,9	3,0	5,9	1,6
2001	133,184	1,3	1,6	0,2	-0,5	0,3	0,5	1,4	3,8	1,3
2002	133,960	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,3	-0,6	0,4	2,5	1,8
2003	134,211	0,2	0,2	0,1	-2,3	-2,0	0,0	0,5	1,3	1,2
2003 3° trim.	134,143	0,2	0,2	0,2	-2,1	-2,1	0,0	0,8	1,2	1,1
4° trim.	134,105	0,1	0,1	0,4	-1,5	-2,2	0,1	1,0	1,1	0,7
2004 1° trim.	134,244	0,2	0,0	1,2	-1,4	-2,4	-0,2	1,1	2,3	0,4
2° trim.	134,477	0,3	0,1	1,2	-0,5	-1,8	0,7	0,8	2,2	0,2
3° trim.	134,676	0,4	0,2	1,5	-0,2	-1,5	1,6	0,5	2,0	0,4
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2003 3° trim.	0,047	0,0	-0,1	0,7	-0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,7	-0,1
4° trim.	-0,038	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,7	0,0	0,1	0,4	0,1
2004 1° trim.	0,139	0,1	0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	1,0	0,1
2° trim.	0,233	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,1	1,2	0,2	0,0	0,2
3° trim.	0,199	0,1	0,0	0,8	0,0	-0,2	-0,3	0,4	0,5	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	11,644	8,5	8,906	7,3	2,738	16,8	5,517	7,0	6,127	10,4
2001	11,126	8,0	8,570	7,0	2,557	15,8	5,358	6,8	5,768	9,7
2002	11,851	8,4	9,215	7,4	2,636	16,4	5,860	7,3	5,991	9,9
2003	12,589	8,9	9,847	7,8	2,742	17,2	6,310	7,9	6,279	10,2
2003 3° trim.	12,628	8,9	9,880	7,9	2,748	17,3	6,334	7,9	6,294	10,2
4° trim.	12,674	8,9	9,960	7,9	2,714	17,2	6,339	7,9	6,335	10,3
2004 1° trim.	12,743	9,0	10,047	8,0	2,696	17,0	6,337	7,9	6,406	10,3
2° trim.	12,617	8,9	9,878	7,8	2,739	17,3	6,347	7,9	6,270	10,1
3° trim.	12,657	8,9	9,913	7,8	2,744	17,3	6,369	7,9	6,288	10,1
2004 giu.	12,630	8,9	9,893	7,8	2,737	17,2	6,353	7,9	6,277	10,1
lug.	12,636	8,9	9,904	7,8	2,732	17,2	6,355	7,9	6,280	10,1
ago.	12,666	8,9	9,918	7,8	2,748	17,3	6,372	7,9	6,294	10,1
set.	12,669	8,9	9,918	7,8	2,751	17,3	6,379	7,9	6,290	10,1
ott.	12,635	8,9	9,888	7,8	2,748	17,3	6,370	7,9	6,265	10,1
nov.	12,645	8,9	9,890	7,8	2,754	17,3	6,374	7,9	6,271	10,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat nella tavola 1 della sezione 5.3, ed Eurostat nella tavola 2 della sezione 5.3.

- 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.

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		Famiglie	Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		1	2												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	46,9	46,4	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,5	2,4	0,4	0,3	42,4
1996	47,6	47,3	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,4	0,3	43,1
1997	47,9	47,4	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,5	0,4	43,6
1998	47,3	47,0	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,3	0,3	43,3
1999	47,8	47,5	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,3	0,3	43,8
2000	47,5	47,2	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2001	46,8	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8
2002	46,3	45,9	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,3	0,3	42,3
2003	46,3	45,7	11,8	9,3	2,2	13,9	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,7	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
1995	52,0	47,6	11,2	4,8	5,8	25,9	22,7	2,3	0,6	4,4	2,7	1,7	0,1	46,2
1996	52,0	48,1	11,2	4,8	5,8	26,3	23,2	2,3	0,6	3,9	2,6	1,3	0,0	46,2
1997	50,6	46,9	11,1	4,7	5,2	26,0	23,1	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,4
1998	49,6	45,8	10,7	4,6	4,8	25,7	22,6	2,1	0,6	3,8	2,5	1,3	0,1	44,8
1999	49,1	45,2	10,7	4,7	4,3	25,6	22,5	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2000	48,5	44,6	10,6	4,7	4,1	25,3	22,2	1,9	0,5	3,9	2,5	1,3	0,1	44,4
2001	48,6	44,6	10,5	4,8	4,0	25,3	22,3	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,6
2002	48,7	44,9	10,6	4,9	3,7	25,6	22,8	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	45,0
2003	49,1	45,2	10,7	4,9	3,5	26,0	23,1	1,8	0,5	3,9	2,6	1,3	0,1	45,6

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)			
													1			2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	5,0	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	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,9	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6	
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7	
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8	
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1	
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	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	-4,1	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,0	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-3,7	-0,4	-1,5	0,9	-2,6	6,4	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-3,7	-0,1	-3,2	-0,2	-2,3	2,8	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-4,6	0,4	-4,1	0,1	-2,4	0,8	-3,2	-1,1	-2,8	2,3

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

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	2,8	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,6	32,8	8,7	17,1	16,2
1996	76,1	2,8	17,3	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,7	31,0	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,8	2,9	14,3	6,8	48,9	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	48,0	42,2	22,1	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,6	48,3	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	8,2	48,5	38,8	20,6	7,3	10,8	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
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
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	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
2002	69,4	57,8	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,6	26,4	28,8	69,7	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	114,0	61,1	56,8	38,3	111,2	5,5	55,9	65,8	53,3	44,6
2001	108,0	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	66,1	55,8	43,8
2002	105,4	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	65,7	58,4	42,6
2003	100,0	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,3	54,1	64,5	60,3	45,6

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 sottosectori 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			Altri creditori ⁷⁾
		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	
	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	-0,3	-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	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5
2000	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-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	-0,3	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,2	2,4	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,6	1,9	-1,8	-0,9	-1,1	4,0
2003	3,1	2,9	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,3	1,8	1,4	0,8	0,7	0,5	2,3

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo – debito ⁹⁾												Altro ¹¹⁾
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹⁰⁾	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	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	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,0	0,1	1,1	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,2	-2,4	-0,2	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,2	0,4
2003	3,1	-2,7	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,1	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.	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
2° trim.	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
3° trim.	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
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.	44,0	43,5	11,2	13,2	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	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
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	42,5	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
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	12,5	15,8	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	0,5	0,3	45,4
2002 1° trim.	42,7	42,2	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2° trim.	46,4	45,8	12,9	12,9	15,8	2,0	1,4	0,6	0,4	41,9
3° trim.	44,4	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	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	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,2
2° trim.	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
3° trim.	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
4° trim.	51,1	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,8	1,1	0,3	45,3
2004 1° trim.	42,2	41,7	9,8	13,0	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,8
2° trim.	45,7	45,1	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7
3° trim.	43,5	43,2	11,0	12,8	15,7	2,0	0,7	0,4	0,3	39,9

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.	47,7	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
2° trim.	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
3° trim.	47,7	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	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 1° trim.	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
2° trim.	47,1	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
3° trim.	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	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	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 1° trim.	45,9	42,6	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
2° trim.	47,1	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
3° trim.	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
4° trim.	52,5	47,4	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 1° trim.	46,5	43,0	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-3,8	0,0
2° trim.	47,6	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
3° trim.	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,7	2,6	1,1	-3,2	0,5
4° trim.	52,2	47,7	11,3	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 1° trim.	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	21,9	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,5	-0,8
2° trim.	48,3	44,8	10,7	4,8	3,5	25,8	22,4	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,4
3° trim.	47,9	44,3	10,4	4,8	3,4	25,6	22,2	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,0	-0,5
4° trim.	52,6	47,8	11,3	5,8	3,3	27,4	23,8	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 1° trim.	46,6	43,3	10,4	4,3	3,4	25,2	21,9	1,1	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,1
2° trim.	47,4	44,1	10,6	4,8	3,3	25,4	22,1	1,3	3,4	2,4	0,9	-1,8	1,5
3° trim.	47,0	43,6	10,1	4,6	3,4	25,5	22,1	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,1

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.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti

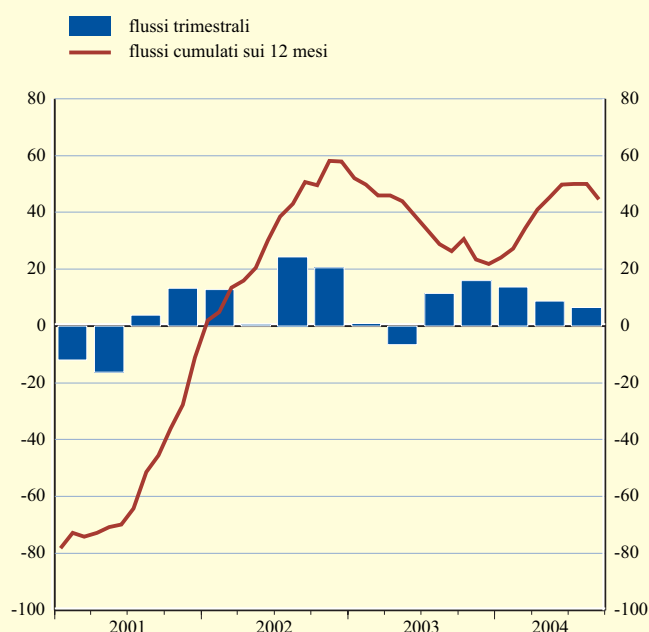
(miliardi di euro; transazioni nette)

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	-11,0	73,4	-0,3	-32,6	-51,5	6,5	-4,6	-45,5	-118,1	66,1	-0,8	-10,5	17,8	50,1
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2003 3° trim.	11,5	36,9	4,4	-10,0	-19,8	2,7	14,2	-12,6	-22,1	-60,3	-4,5	72,3	2,0	-1,6
4° trim.	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
2004 1° trim.	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
2° trim.	8,7	32,7	8,8	-16,4	-16,4	4,1	12,7	-11,7	-19,2	20,9	-0,6	-9,9	-2,9	-1,1
3° trim.	6,5	25,0	5,0	-5,7	-17,8	3,8	10,3	4,3	5,9	16,9	-2,6	-19,7	3,8	-14,6
2003 ott.	7,0	13,1	1,8	-4,4	-3,5	1,2	8,2	3,4	-4,3	34,9	1,8	-29,8	0,8	-11,5
nov.	2,8	8,3	0,8	0,0	-6,4	1,2	4,0	11,7	4,6	1,8	0,6	-0,8	5,5	-15,7
dic.	6,1	8,4	2,4	-1,9	-2,8	5,1	11,2	-22,6	-8,9	-27,4	-6,2	12,6	7,3	11,4
2004 gen.	-2,7	5,3	-1,0	-8,6	1,7	0,3	-2,4	-18,7	-7,2	-9,1	1,8	-1,1	-3,0	21,1
feb.	5,4	9,8	0,4	-0,1	-4,7	2,1	7,5	18,2	9,1	13,3	1,3	-14,1	8,6	-25,7
mar.	11,0	13,6	0,7	0,7	-4,0	1,2	12,2	-11,7	-25,5	-7,2	3,5	13,8	3,7	-0,4
apr.	0,2	10,2	1,5	-7,5	-4,0	0,8	1,0	-23,3	-4,7	-9,9	0,5	-6,4	-2,7	22,3
mag.	2,4	10,5	3,8	-6,0	-5,9	2,3	4,8	9,5	-0,7	-0,8	-1,0	11,0	1,1	-14,3
giu.	6,0	12,0	3,5	-2,9	-6,6	1,0	7,0	2,1	-13,8	31,7	-0,1	-14,4	-1,3	-9,1
lug.	2,8	13,9	1,8	-6,6	-6,3	1,1	3,9	-12,0	-8,5	-30,7	-0,9	27,5	0,6	8,0
ago.	3,3	6,0	1,4	1,1	-5,2	1,6	4,9	6,3	9,3	6,3	-5,0	-8,3	3,9	-11,2
set.	0,3	5,1	1,8	-0,2	-6,3	1,1	1,4	10,0	5,1	41,4	3,2	-38,9	-0,7	-11,5
ott.	1,1	8,1	1,7	-3,0	-5,6	0,6	1,8	-22,0	-9,7	5,9	-2,9	-16,4	0,9	20,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 ott.	38,9	111,1	18,7	-35,0	-56,0	18,4	57,2	-52,5	-51,0	15,2	-5,1	-35,7	24,1	-4,8

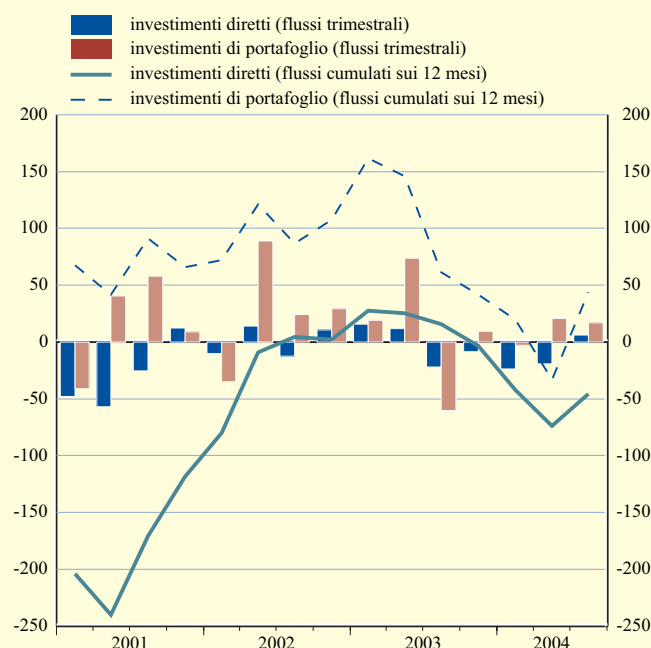
F27 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



F28 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

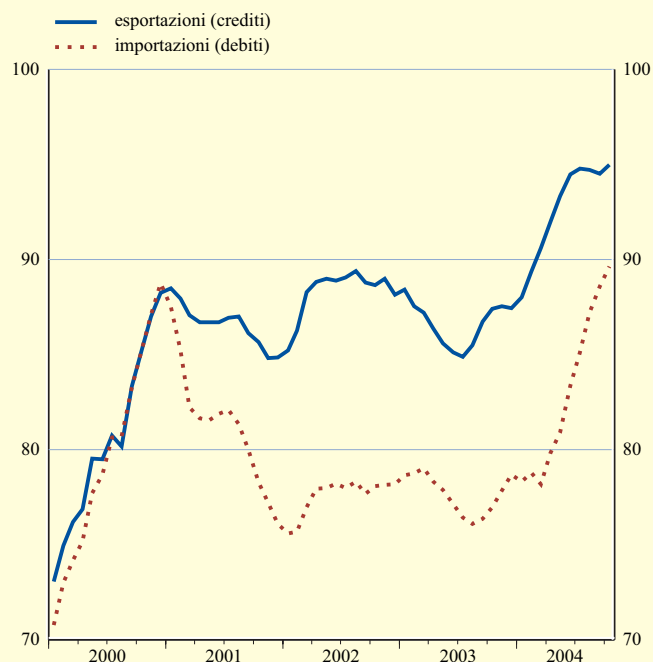
2. Conto corrente

(dati destagionalizzati)

	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti	
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11
2003 3° trim.	418,8	413,1	5,8	260,2	229,1	81,3	78,2	58,0	68,6	19,3	37,0
4° trim.	422,4	412,5	9,9	262,4	236,1	83,2	78,1	55,8	66,2	20,9	32,1
2004 1° trim.	435,4	418,5	16,8	271,8	234,5	84,0	79,6	59,4	68,7	20,2	35,7
2° trim.	451,0	433,6	17,4	283,5	250,2	87,3	81,7	59,7	69,1	20,5	32,6
3° trim.	445,9	446,8	-0,9	283,5	265,7	84,1	80,4	58,8	65,8	19,5	35,0
2003 ott.	139,9	134,6	5,2	87,7	77,6	27,8	26,1	18,1	22,1	6,3	8,8
nov.	141,0	139,1	1,8	87,2	78,9	28,0	27,0	18,9	21,2	6,8	12,1
dic.	141,5	138,7	2,8	87,4	79,6	27,5	25,0	18,8	22,8	7,9	11,2
2004 gen.	142,5	137,4	5,2	89,4	76,5	27,2	25,8	19,1	23,2	6,9	11,9
feb.	146,7	141,7	5,0	91,4	80,3	29,3	27,5	19,8	22,1	6,3	11,8
mar.	146,1	139,4	6,6	91,1	77,7	27,6	26,3	20,5	23,5	6,9	12,0
apr.	149,6	141,7	7,9	93,5	81,5	28,5	27,0	21,1	23,7	6,6	9,5
mag.	150,7	144,9	5,8	95,4	83,6	29,8	27,3	18,8	22,5	6,8	11,5
giu.	150,6	147,0	3,6	94,6	85,1	29,0	27,5	19,9	22,9	7,2	11,5
lug.	147,0	146,4	0,6	94,4	86,7	27,0	26,5	19,5	21,6	6,2	11,6
ago.	150,1	149,3	0,7	95,1	89,9	28,3	26,2	19,6	21,3	7,0	12,0
set.	148,9	151,1	-2,2	94,0	89,2	28,8	27,7	19,7	22,9	6,4	11,4
ott.	151,0	150,1	0,9	95,8	89,8	28,0	26,4	20,9	22,9	6,3	11,0

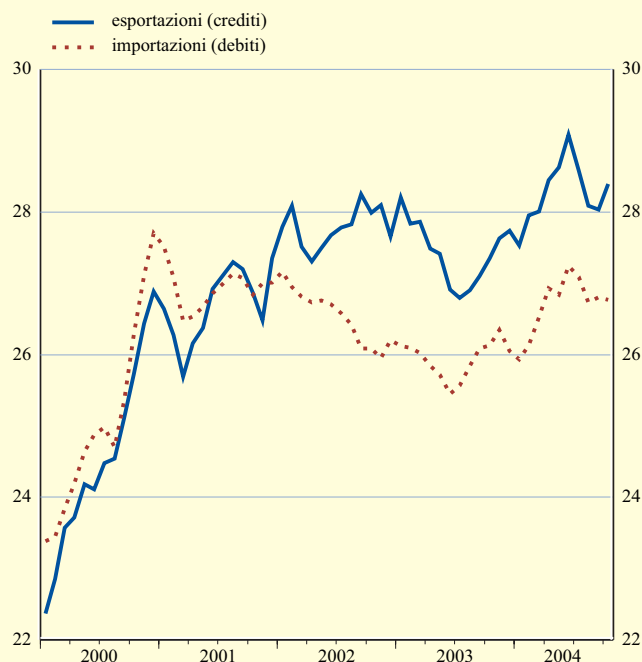
F29 Conto dei beni

(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 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2001	1.706,5	1.717,6	-11,0	1.034,8	961,4	322,2	322,5	270,7	303,3	78,8	130,3	17,4	10,9
2002	1.721,5	1.663,6	57,8	1.062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.677,5	1.655,7	21,8	1.040,2	934,9	328,8	311,0	227,6	272,5	80,8	137,3	23,3	10,1
2003 3° trim.	415,9	404,4	11,5	258,0	221,2	87,3	82,9	55,3	65,3	15,2	35,0	4,1	1,5
4° trim.	434,3	418,4	15,9	272,1	242,2	85,0	79,9	57,9	64,2	19,3	32,0	9,3	1,9
2004 1° trim.	430,2	416,5	13,6	265,9	237,3	76,0	75,9	56,6	64,7	31,7	38,7	5,1	1,6
2° trim.	451,5	442,9	8,7	284,3	251,6	87,7	78,9	64,1	80,4	15,4	31,9	5,3	1,2
3° trim.	442,3	435,8	6,5	280,7	255,8	90,1	85,1	56,1	61,7	15,4	33,2	5,2	1,4
2003 ott.	148,6	141,7	7,0	97,6	84,5	29,3	27,5	17,4	21,8	4,4	7,9	1,6	0,4
nov.	135,3	132,5	2,8	87,0	78,6	26,1	25,3	16,5	16,5	5,7	12,1	1,8	0,6
dic.	150,4	144,2	6,1	87,5	79,1	29,6	27,2	24,0	25,9	9,2	12,0	5,9	0,9
2004 gen.	139,8	142,5	-2,7	80,9	75,7	23,9	24,9	17,5	26,1	17,5	15,8	0,8	0,5
feb.	134,9	129,5	5,4	85,7	75,9	24,9	24,5	17,5	17,6	6,7	11,5	2,6	0,5
mar.	155,5	144,6	11,0	99,3	85,7	27,2	26,5	21,6	20,9	7,4	11,4	1,8	0,6
apr.	147,9	147,7	0,2	93,2	83,1	27,7	26,1	22,1	29,6	4,9	8,9	1,1	0,4
mag.	144,3	141,9	2,4	91,8	81,3	29,1	25,4	18,4	24,4	5,0	10,8	2,7	0,3
giu.	159,3	153,3	6,0	99,3	87,3	30,9	27,4	23,6	26,4	5,6	12,1	1,5	0,5
lug.	153,2	150,4	2,8	98,4	84,5	30,7	28,9	19,2	25,7	5,0	11,3	1,7	0,6
ago.	139,2	135,9	3,3	86,3	80,3	29,6	28,2	17,6	16,5	5,7	10,8	2,0	0,4
set.	149,9	149,5	0,3	96,0	91,0	29,8	28,0	19,3	19,5	4,8	11,1	1,6	0,5
ott.	151,6	150,4	1,1	100,2	92,1	28,5	26,9	18,7	21,7	4,2	9,8	1,0	0,4

4. Conto dei redditi

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Totale		Investimenti diretti					
					Crediti 5	Debiti 6	Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
							Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12
2001	270,7	303,3	14,7	6,0	256,0	297,3	53,8	48,8	43,4	38,8	10,4	10,1
2002	239,6	278,1	14,8	6,2	224,8	271,9	55,4	55,8	47,2	48,7	8,2	7,1
2003	227,6	272,5	14,7	6,2	212,9	266,2	59,5	63,0	48,9	53,4	10,6	9,7
2003 2° trim.	61,4	78,7	3,6	1,6	57,8	77,0	18,0	19,1	14,9	16,4	3,1	2,7
3° trim.	55,3	65,3	3,7	1,7	51,6	63,6	14,1	16,2	11,7	14,4	2,4	1,8
4° trim.	57,9	64,2	3,9	1,6	54,1	62,6	16,8	16,2	13,7	13,0	3,1	3,2
2004 1° trim.	56,6	64,7	3,7	1,3	53,0	63,3	15,1	15,0	12,0	12,6	3,1	2,4
2° trim.	64,1	80,4	3,7	1,6	60,4	78,8	20,9	18,0	17,7	15,4	3,2	2,6

	Redditi da capitale									
	Investimenti di portafoglio								Altri investimenti	
	Totale		Dividendi				Interessi		Crediti 19	Debiti 20
	Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18				
2001	85,1	117,1	18,0	45,1	67,1	72,0	117,1	131,5		
2002	86,0	122,7	19,8	52,3	66,2	70,4	83,4	93,4		
2003	83,7	127,2	19,0	49,8	64,7	77,4	69,8	76,0		
2003 2° trim.	21,9	38,0	6,2	21,4	15,7	16,6	17,9	19,9		
3° trim.	21,4	30,8	4,6	10,3	16,7	20,5	16,1	16,6		
4° trim.	21,4	26,9	4,7	9,7	16,8	17,2	15,8	19,6		
2004 1° trim.	21,6	30,8	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6		
2° trim.	24,3	43,6	8,5	25,8	15,9	17,8	15,1	17,3		

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	-311,9	-232,9	-20,0	-213,0	-79,0	-0,1	-78,8	193,8	134,9	4,0	131,0	58,8	0,9	58,0
2002	-175,1	-173,7	-19,8	-153,9	-1,5	0,0	-1,5	177,2	122,1	2,4	119,7	55,1	0,5	54,7
2003	-130,3	-106,9	2,2	-109,1	-23,4	-0,2	-23,2	126,9	109,6	2,8	106,8	17,3	0,1	17,2
2003 3° trim.	-36,1	-37,0	-1,4	-35,5	0,9	-0,1	1,0	14,0	16,3	0,0	16,3	-2,3	-0,4	-1,9
4° trim.	-31,6	-19,3	1,6	-20,9	-12,3	0,2	-12,4	22,9	34,1	0,6	33,5	-11,2	0,5	-11,7
2004 1° trim.	-27,8	-21,3	-5,8	-15,5	-6,5	-0,1	-6,4	4,2	13,7	-0,6	14,3	-9,5	-0,3	-9,2
2° trim.	-32,6	-27,4	-3,7	-23,7	-5,2	0,0	-5,2	13,4	8,2	0,6	7,6	5,2	0,8	4,4
3° trim.	-6,3	-17,4	-0,4	-16,9	11,0	0,0	11,0	12,2	10,4	0,5	10,0	1,8	-0,1	1,9
2003 ott.	-11,6	-6,5	1,8	-8,3	-5,1	0,0	-5,1	7,2	10,4	0,2	10,3	-3,2	0,3	-3,5
nov.	0,7	4,1	-1,4	5,4	-3,3	0,1	-3,4	3,8	5,7	0,4	5,3	-1,9	0,1	-2,0
dic.	-20,8	-16,9	1,1	-18,0	-3,8	0,1	-3,9	11,8	17,9	-0,1	18,0	-6,1	0,1	-6,2
2004 gen.	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5
feb.	-5,8	-3,2	-1,2	-2,0	-2,6	0,0	-2,6	14,9	4,7	0,3	4,4	10,3	-0,1	10,3
mar.	-12,6	-13,8	-4,9	-8,9	1,2	-0,1	1,3	-12,9	1,2	-1,2	2,4	-14,2	-0,1	-14,1
apr.	-16,0	-7,6	-0,5	-7,1	-8,4	0,1	-8,5	11,3	5,7	0,2	5,5	5,5	0,0	5,5
mag.	-4,5	-7,9	-0,1	-7,8	3,3	0,0	3,4	3,8	5,1	0,4	4,7	-1,3	0,3	-1,6
giu.	-12,1	-12,0	-3,2	-8,8	-0,2	0,0	-0,2	-1,7	-2,6	0,0	-2,6	0,9	0,4	0,5
lug.	-11,7	-9,7	0,3	-9,9	-2,0	0,0	-2,0	3,2	5,6	0,2	5,4	-2,4	-0,1	-2,3
ago.	9,6	-5,9	0,2	-6,2	15,5	0,0	15,5	-0,3	-1,6	0,1	-1,8	1,3	0,0	1,3
set.	-4,2	-1,8	-0,9	-0,9	-2,4	0,0	-2,4	9,3	6,5	0,2	6,3	2,9	0,0	2,9
ott.	-22,2	-15,8	0,1	-15,9	-6,4	0,0	-6,4	12,5	4,7	0,2	4,6	7,8	0,0	7,8

6. Investimenti di portafoglio distinti per strumento

	Totale		Azioni e altre partecipazioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività			Passività		
					Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-283,8	349,9	-101,6	232,5	-182,2	-156,5	-25,8	117,4	113,3	4,1
2002	-177,4	284,7	-39,0	85,5	-138,4	-89,0	-49,4	199,1	157,2	41,9
2003	-277,0	318,6	-67,6	117,5	-209,4	-179,5	-29,9	201,1	188,7	12,4
2003 3° trim.	-66,1	5,8	-18,6	27,3	-47,5	-43,1	-4,4	-21,4	-9,9	-11,6
4° trim.	-64,0	73,4	-25,5	45,5	-38,5	-26,5	-12,0	27,9	33,4	-5,6
2004 1° trim.	-92,4	89,3	-30,8	24,5	-61,5	-46,9	-14,6	64,8	42,1	22,7
2° trim.	-52,7	73,6	-16,2	-5,9	-36,5	-31,5	-5,0	79,5	81,1	-1,6
3° trim.	-61,2	78,1	0,8	36,4	-62,0	-40,3	-21,7	41,7	49,2	-7,6
2003 ott.	-32,7	67,6	-14,7	22,4	-18,0	-11,9	-6,1	45,2	26,7	18,5
nov.	-21,2	23,0	-3,6	11,1	-17,5	-15,8	-1,7	11,8	12,5	-0,6
dic.	-10,2	-17,2	-7,2	12,0	-3,0	1,2	-4,2	-29,2	-5,7	-23,5
2004 gen.	-47,2	38,0	-10,2	1,5	-37,0	-19,3	-17,6	36,5	25,8	10,7
feb.	-19,0	32,3	-9,8	20,5	-9,2	-3,0	-6,2	11,8	11,0	0,8
mar.	-26,2	19,0	-10,9	2,5	-15,3	-24,6	9,2	16,5	5,3	11,2
apr.	-26,2	16,2	1,6	-19,8	-27,7	-9,6	-18,1	36,0	36,2	-0,2
mag.	-12,9	12,1	-1,3	0,4	-11,6	-15,8	4,2	11,6	15,5	-3,8
giu.	-13,6	45,3	-16,4	13,4	2,8	-6,0	8,8	31,9	29,4	2,4
lug.	-33,7	3,0	-3,0	8,7	-30,7	-12,4	-18,3	-5,7	-1,5	-4,2
ago.	-30,8	37,1	-10,7	15,6	-20,1	-14,1	-6,0	21,4	13,0	8,4
set.	3,3	38,0	14,5	12,1	-11,2	-13,8	2,6	25,9	37,7	-11,8
ott.	-27,1	33,0	-6,2	16,4	-20,9	-18,3	-2,6	16,7	14,5	2,2

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

7. Investimenti di portafoglio: attività, distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Obbligazioni e notes			Strumenti di mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,6	-1,2	-88,4	-2,4	-40,7	17,3	-0,1	17,3
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	-26,6	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	-70,1	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	-18,5
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	-51,8	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	-131,8	0,2	-41,3	11,2	0,4	10,8
2003 3° trim.	-0,1	-6,2	-12,3	-0,8	-11,5	-1,4	-8,4	-33,3	-0,4	-32,9	0,1	-1,0	-3,6	-0,1	-3,5
4° trim.	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	-21,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	-18,5	-0,2	-13,1	1,3	1,3	0,0
2004 1° trim.	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	-24,0	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	-19,6	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	-2,7
2° trim.	0,0	-12,4	-3,7	-0,7	-3,0	0,4	-8,8	-23,1	-0,2	-22,9	0,1	-7,2	2,1	-2,6	4,7
3° trim.	0,0	-2,8	3,6	.	.	0,6	-25,7	-15,2	.	.	-0,1	-12,8	-8,7	.	.
2003 ott.	0,0	-4,7	-10,0	-	-	-0,4	-1,6	-9,9	-	-	-0,1	-4,1	-2,0	-	-
nov.	0,0	1,4	-5,0	-	-	0,0	-8,4	-7,4	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
dic.	0,0	-0,3	-6,9	-	-	0,0	2,8	-1,6	-	-	0,0	-6,4	2,3	-	-
2004 gen.	0,0	-3,4	-6,8	-	-	0,0	-13,0	-6,3	-	-	0,1	-15,5	-2,3	-	-
feb.	0,1	-3,1	-6,7	-	-	0,0	-1,6	-1,4	-	-	-0,2	-5,5	-0,4	-	-
mar.	0,0	0,5	-11,4	-	-	-0,4	-11,6	-12,5	-	-	0,0	10,4	-1,1	-	-
apr.	0,0	-1,0	2,5	-	-	0,2	-2,8	-7,0	-	-	0,0	-15,3	-2,8	-	-
mag.	0,0	-1,8	0,5	-	-	0,2	-7,4	-8,6	-	-	-0,2	2,6	1,8	-	-
giu.	0,0	-9,7	-6,7	-	-	0,0	1,4	-7,5	-	-	0,3	5,5	3,1	-	-
lug.	0,0	-9,0	6,0	-	-	-0,3	-13,1	1,0	-	-	0,3	-18,3	-0,3	-	-
ago.	0,0	-4,2	-6,4	-	-	0,3	-14,0	-0,5	-	-	-0,1	-2,5	-3,4	-	-
set.	0,0	10,4	4,1	-	-	0,6	1,4	-15,8	-	-	-0,2	7,9	-5,1	-	-
ott.	0,0	-2,9	-3,3	-	-	0,3	-13,6	-4,9	-	-	-0,1	1,2	-3,7	-	-

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		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001	-268,6	258,1	0,2	4,4	3,0	-	-0,4	-229,3	233,0	-47,0	22,8	-182,3	210,2	-42,5	-	21,1
2002	-224,6	66,3	-0,9	19,3	0,1	-	-8,2	-168,0	25,8	-34,4	52,3	-133,6	-26,4	-55,8	-	29,3
2003	-241,8	168,0	-0,8	10,2	-0,4	-	-3,8	-154,7	137,6	-59,8	66,0	-94,8	71,6	-85,9	-	24,0
2003 3° trim.	90,5	-18,2	0,3	5,8	-0,3	-	5,3	88,2	-8,0	-11,9	10,6	100,1	-18,6	2,3	-	-21,4
4° trim.	-79,0	61,0	-0,7	-0,6	3,2	-	-4,6	-71,3	53,8	-16,5	18,1	-54,8	35,7	-10,1	-	12,4
2004 1° trim.	-182,0	180,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-6,4	-156,1	158,5	-10,5	0,4	-145,6	158,1	-24,7	-20,0	29,6
2° trim.	-23,6	13,7	0,9	1,6	-4,1	-4,0	3,1	-6,5	22,3	-2,4	6,7	-4,1	15,5	-13,9	4,7	-13,2
3° trim.	-21,1	1,4	-1,2	3,3	0,0	-0,4	2,5	-24,2	7,4	-3,1	-0,2	-21,1	7,5	4,3	2,9	-11,8
2003 ott.	-52,6	22,9	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,6	25,6	-5,8	-2,1	-34,8	27,7	-12,9	-	-1,6
nov.	-36,8	36,0	0,4	-2,8	1,2	-	1,5	-34,6	28,0	-5,9	10,0	-28,7	18,0	-3,8	-	9,4
dic.	10,4	2,2	-0,9	1,3	0,8	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,7	-9,9	6,6	-	4,6
2004 gen.	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7
feb.	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6
mar.	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7
apr.	-53,1	46,6	0,6	0,6	-1,2	-0,9	-0,3	-51,5	54,3	-6,4	0,4	-45,1	53,9	-1,0	3,2	-8,0
mag.	10,7	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-6,8	4,7	-10,4
giu.	18,7	-33,2	0,5	1,3	-3,0	-3,3	2,9	27,4	-42,5	0,3	2,7	27,0	-45,2	-6,1	-3,2	5,2
lug.	57,5	-30,0	-0,3	1,7	-0,4	-0,6	-0,4	47,6	-12,5	6,8	-6,5	40,7	-6,0	10,6	5,0	-18,8
ago.	-35,3	27,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	-32,0	18,8	-5,2	3,4	-26,8	15,5	-2,8	0,0	8,1
set.	-43,3	4,4	-0,7	1,5	0,8	0,6	2,9	-39,8	1,1	-4,7	3,0	-35,1	-1,9	-3,6	-2,1	-1,0
ott.	-16,4	0,0	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-8,6	-3,2	-0,6

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

9. Altri investimenti: scomposizione per strumento

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

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	-215,2	-14,0	222,8	10,2	-3,3	-30,2	-	-	-8,9	1,2	14,7	5,2
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-2,1	-50,1	-	-	-3,6	-3,6	26,3	6,6
2003	-154,1	-0,5	137,7	-0,1	0,2	-83,6	-	-	-2,5	3,3	21,4	-0,7
2003 2° trim.	-103,5	1,8	28,8	-1,6	0,4	-17,1	-	-	-5,2	-0,9	-4,6	5,4
3° trim.	88,4	-0,2	-6,9	-1,0	-0,1	-1,3	-	-	3,8	-1,5	-15,1	-4,8
4° trim.	-70,7	-0,6	53,6	0,2	-1,0	-8,6	-	-	-0,5	2,5	11,0	-1,1
2004 1° trim.	-153,6	-2,6	157,0	1,6	-2,5	-20,6	-0,6	-20,0	-1,7	4,8	24,6	0,3
2° trim.	-5,9	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-9,8	-14,5	4,7	-0,9	1,3	-12,8	-1,7

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	Obbliga- zioni 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	29,9	1,7	0,0	-1,6	29,8	-1,8	1,6	0,0	23,1	6,9	0,1	0,0
2003 2° trim.	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,6	0,3	0,0	0,0
3° trim.	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,5	4,1	0,0	0,0
4° trim.	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-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	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0
2° trim.	-2,9	0,5	0,1	0,6	-4,1	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,0	0,0

Fonte: BCE.

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

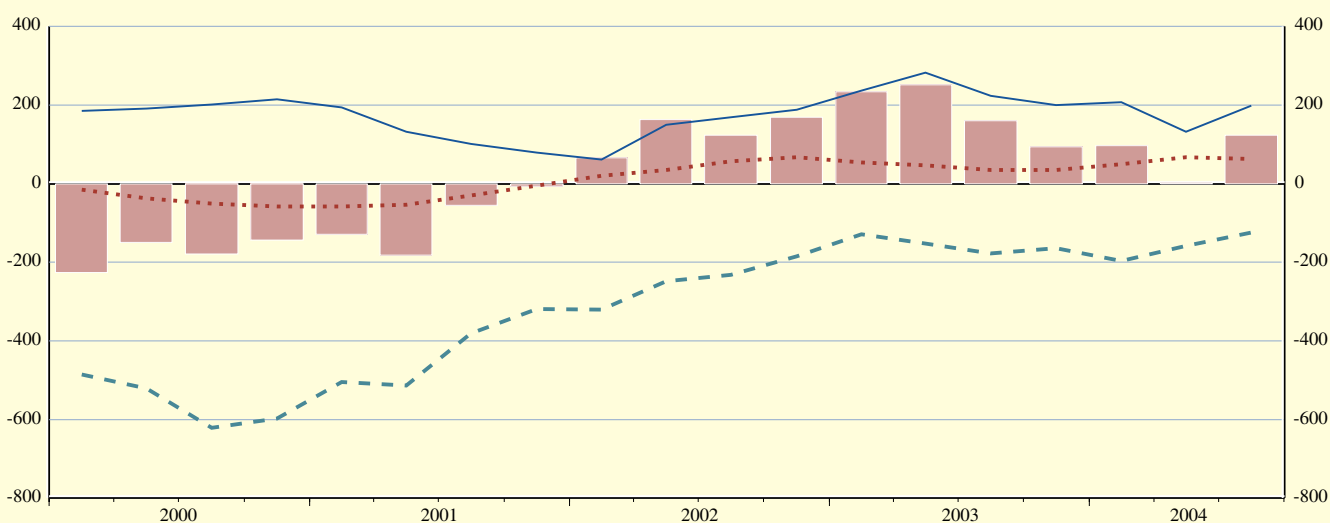
(miliardi di euro; transazioni)

	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	-4,6	-291,8	192,9	-177,6	172,2	78,6	-39,5	20,6	-0,8	50,1	0,2	-6,9
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	48,7	188,6	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	153,8	169,4
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	122,7	200,8	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	82,2	93,8
2003 3° trim.	14,2	-34,5	14,4	-49,2	29,7	-13,4	2,0	-16,1	-4,5	-1,6	-59,1	-56,4
4° trim.	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,5	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,5	20,6
2004 1° trim.	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,4	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,2	37,2
2° trim.	12,7	-28,9	12,6	-24,7	-6,0	68,5	-18,0	-10,1	-0,6	-1,1	4,4	0,7
3° trim.	10,3	-5,9	12,3	-20,3	35,5	53,1	4,3	-9,2	-2,6	-14,6	62,7	64,4
2003 ott.	8,2	-13,4	6,9	-21,9	17,6	39,9	-11,8	-3,6	1,8	-11,5	12,1	11,5
nov.	4,0	2,0	3,7	-11,4	11,1	9,9	-2,6	10,9	0,6	-15,7	12,6	18,4
dic.	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,2	-30,3	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,2	-9,3
2004 gen.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,6	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,6	22,0
feb.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	8,5
mar.	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,3	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	6,7
apr.	1,0	-15,6	11,2	-7,2	-22,6	28,9	-2,2	-8,3	0,5	22,3	8,0	6,3
mag.	4,8	-4,4	3,5	-6,3	3,8	8,8	-6,7	-9,9	-1,0	-14,3	-21,8	-20,3
giu.	7,0	-8,9	-2,1	-11,1	12,8	30,8	-9,1	8,0	-0,1	-9,1	18,2	14,7
lug.	3,9	-12,0	3,3	6,7	4,5	-4,5	10,2	-19,2	-0,9	8,0	0,1	-0,8
ago.	4,9	9,3	-0,3	-10,3	15,4	22,5	-3,1	8,2	-5,0	-11,2	30,5	30,1
set.	1,4	-3,3	9,3	-16,8	15,6	35,0	-2,8	1,8	3,2	-11,5	32,0	35,1
ott.	1,8	-22,3	12,5	-11,9	15,0	13,6	-6,6	-0,3	-2,9	20,3	19,2	19,7
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2004 ott.	57,2	-98,9	57,4	-123,4	76,9	172,1	-40,7	15,0	-5,1	-4,8	105,8	131,0

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)

- attività nette sull'estero delle IFM
- ⋯ saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- investimenti di portafoglio: passività in titoli di debito (esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni)



Fonte: BCE.

- 1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 2) Esclusi i titoli di debito emessi da IFM con scadenza fino a due anni.

7.3 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2000	21,7	29,5	1.002,2	492,4	216,4	262,8	875,3	1.023,7	590,9	182,8	220,7	743,6	122,7
2001	6,1	-0,7	1.062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1.014,1	578,8	178,8	228,4	740,5	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,6	512,5	227,8	309,4	948,8	984,4	559,3	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,4	0,4	1.056,8	500,1	222,4	299,8	922,9	986,7	553,3	163,9	240,5	714,1	109,0
2003 2° trim.	-5,8	-2,6	257,0	122,8	53,0	72,6	225,6	243,6	135,7	40,3	59,8	178,3	25,3
3° trim.	-2,2	-1,0	264,9	125,7	56,4	75,4	232,7	243,5	135,5	39,9	60,3	176,6	26,8
4° trim.	-0,6	1,3	269,5	125,5	57,5	76,2	232,6	249,9	138,9	42,0	61,5	180,3	27,0
2004 1° trim.	4,9	0,1	277,3	130,4	58,4	75,7	240,9	250,7	137,7	41,4	62,1	182,3	26,3
2° trim.	11,9	8,8	286,1	134,1	59,4	78,5	245,3	262,4	145,7	44,2	62,0	186,0	29,3
3° trim.	8,5	13,8	287,9	136,1	60,2	77,9	249,0	276,1	154,3	44,0	63,4	193,3	35,9
2004 mag.	8,8	5,7	94,7	44,2	19,5	25,9	80,3	86,2	47,8	14,5	20,4	61,5	9,6
giu.	16,3	15,3	95,6	44,8	19,7	26,5	81,7	88,9	50,0	14,5	20,6	62,0	10,8
lug.	7,6	8,8	95,8	45,3	20,1	25,8	83,2	90,4	50,2	14,1	20,7	63,9	10,9
ago.	12,9	19,9	96,3	45,9	20,0	26,2	82,8	94,0	52,4	15,0	21,5	64,7	12,3
set.	5,7	13,5	95,8	45,0	20,1	25,9	83,0	91,6	51,7	14,9	21,2	64,8	12,7
ott.	2,6	6,9	95,4	45,1	20,4	25,9	82,2	92,5	50,5	15,5	22,1	65,4	11,7
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2000	12,4	6,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9
2001	5,1	-0,8	105,0	102,0	108,4	107,8	105,5	98,9	99,3	96,4	100,6	97,9	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	114,9	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,4	101,4
2003	0,9	3,6	108,9	105,7	107,8	114,7	109,1	101,7	100,4	95,1	110,3	99,9	104,8
2003 2° trim.	-2,0	2,8	106,1	104,1	102,8	111,5	106,8	101,7	100,5	94,2	109,9	100,1	104,7
3° trim.	0,7	2,3	109,5	106,8	110,0	115,7	110,4	101,2	99,8	92,8	111,1	99,4	109,0
4° trim.	2,8	5,3	112,0	107,2	112,0	117,2	111,1	103,9	101,9	97,7	113,5	101,7	106,5
2004 1° trim.	7,9	4,7	115,9	111,7	115,1	116,8	115,6	104,8	101,0	98,2	115,8	103,4	102,4
2° trim.	11,5	5,5	117,7	113,3	115,7	119,4	116,2	106,2	101,8	103,8	115,2	104,1	101,3
3° trim.	7,4	7,8	117,8	114,1	116,9	118,8	117,7	108,7	102,9	103,3	117,0	107,2	112,5
2004 mag.	8,8	1,7	117,0	112,2	114,1	117,8	114,4	105,0	100,2	102,7	113,9	103,5	101,7
giu.	14,6	9,3	117,4	113,0	115,0	120,5	115,4	106,1	102,7	101,1	114,0	103,3	105,2
lug.	6,3	2,5	117,4	113,8	117,5	117,6	117,7	106,9	101,5	97,9	113,4	105,5	107,0
ago.	11,0	13,7	117,8	114,7	115,7	120,1	116,9	111,1	104,4	106,3	119,1	107,8	113,6
set.	5,6	8,1	118,2	114,0	117,4	118,7	118,4	108,0	102,8	105,5	118,7	108,5	116,9
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,5	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,3	98,8	96,1	85,0
2003 2° trim.	-3,9	-5,2	96,7	95,8	95,3	99,1	96,6	93,6	91,4	93,6	98,7	95,8	78,6
3° trim.	-3,0	-3,3	96,6	95,6	94,8	99,2	96,3	94,0	92,0	94,0	98,4	95,6	80,1
4° trim.	-3,3	-3,8	96,0	95,1	95,0	99,0	95,6	93,9	92,3	94,0	98,2	95,3	82,5
2004 1° trim.	-2,8	-4,4	95,5	94,8	93,9	98,7	95,2	93,5	92,3	92,2	97,1	94,8	83,6
2° trim.	0,3	3,1	97,0	96,1	94,9	100,2	96,5	96,5	96,9	93,3	97,6	96,1	94,2
3° trim.	1,0	5,5	97,6	96,9	95,3	99,8	96,7	99,3	101,5	93,3	98,2	97,0	103,9
2004 mag.	0,0	4,0	96,9	96,1	94,9	100,3	96,2	96,3	96,9	92,7	97,3	96,0	92,6
giu.	1,5	5,5	97,5	96,7	94,9	100,6	97,0	98,2	98,9	93,9	98,3	96,8	100,5
lug.	1,2	6,1	97,7	97,0	94,9	100,2	96,9	99,1	100,5	94,7	99,3	97,8	99,8
ago.	1,8	5,4	97,9	97,5	96,0	99,8	97,2	99,3	102,0	92,6	98,1	96,8	105,5
set.	0,1	5,1	97,1	96,2	95,1	99,6	96,2	99,4	102,1	92,6	97,2	96,3	106,3
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>												
2000	1.002,2	189,1	39,4	23,5	97,2	63,9	172,5	34,5	153,6	56,4	47,0	125,2
2001	1.062,3	202,3	37,0	24,4	105,8	66,3	180,2	34,5	165,4	60,4	49,8	136,0
2002	1.083,6	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,5	43,4	149,2
2003	1.056,8	193,4	38,5	24,7	117,5	63,3	166,4	31,3	170,5	59,4	37,9	153,8
2003 2° trim.	257,0	47,0	9,5	6,1	29,3	15,6	40,3	7,6	41,4	14,5	9,5	36,3
3° trim.	264,9	48,1	9,7	6,2	30,4	15,3	41,6	7,8	43,4	15,2	9,1	38,1
4° trim.	269,5	49,0	9,8	6,1	29,5	15,9	41,5	8,1	43,1	15,0	8,9	42,6
2004 1° trim.	277,3	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,5	8,4	46,6	15,1	9,6	43,2
2° trim.	286,1	50,3	10,3	6,3	31,5	16,2	43,9	8,0	47,1	16,2	9,8	46,4
3° trim.	287,9	51,4	10,4	6,4	31,2	17,1	43,3	8,4	48,5	17,1	10,2	44,0
2004 mag.	94,7	16,5	3,5	2,0	10,5	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
giu.	95,6	16,9	3,4	2,1	9,9	5,4	14,6	2,8	15,8	5,7	3,2	15,8
lug.	95,8	17,3	3,5	2,1	10,1	5,9	14,5	2,8	16,8	5,5	3,4	13,9
ago.	96,3	16,9	3,5	2,1	10,5	5,6	14,5	2,8	16,1	5,9	3,4	15,1
set.	95,8	17,2	3,5	2,1	10,5	5,6	14,3	2,8	15,6	5,7	3,5	15,0
ott.	95,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2003	100,0	18,3	3,6	2,3	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,5
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>												
2000	1.023,7	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,2
2001	1.014,1	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,2	74,0	40,9	139,9
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,6	52,7	204,7	67,8	39,4	140,5
2003	986,7	137,8	36,7	23,6	102,1	50,4	110,4	52,1	216,0	69,0	39,6	149,1
2003 2° trim.	243,6	34,3	9,1	5,9	25,3	12,6	28,2	13,2	52,9	16,9	9,6	35,5
3° trim.	243,5	33,7	9,1	5,7	25,4	12,3	27,2	12,6	53,2	17,0	9,7	37,4
4° trim.	249,9	34,1	9,3	5,9	26,8	12,4	26,6	12,9	56,4	16,5	10,5	38,4
2004 1° trim.	250,7	33,6	9,4	6,0	27,0	12,7	26,2	13,4	55,5	16,5	10,7	39,8
2° trim.	262,4	34,3	9,8	5,8	26,2	13,2	29,9	12,8	63,1	16,9	10,8	39,5
3° trim.	276,1	37,2	10,1	6,1	26,9	13,6	28,6	13,6	66,6	18,9	11,4	43,0
2004 mag.	86,2	11,4	3,3	1,9	8,5	4,4	9,8	4,2	20,8	5,6	3,5	12,8
giu.	88,9	11,8	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,2	21,8	6,2	3,6	13,9
lug.	90,4	12,3	3,3	2,0	8,7	4,5	9,5	4,6	21,6	6,2	3,7	14,0
ago.	94,0	12,7	3,4	2,0	9,1	4,5	9,6	4,6	23,0	6,4	3,8	15,0
set.	91,6	12,2	3,4	2,1	9,1	4,6	9,5	4,4	22,0	6,3	3,9	14,1
ott.	92,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,4	10,3	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
<i>Saldo</i>												
2000	-21,5	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,4	-17,3	6,7	-8,0
2001	48,2	47,9	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-3,9
2002	99,1	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,7
2003	70,1	55,6	1,8	1,2	15,4	12,9	56,1	-20,8	-45,5	-9,5	-1,7	4,7
2003 2° trim.	13,5	12,7	0,4	0,2	4,0	3,0	12,1	-5,6	-11,5	-2,4	-0,1	0,7
3° trim.	21,4	14,4	0,6	0,5	4,9	2,9	14,3	-4,8	-9,8	-1,8	-0,6	0,7
4° trim.	19,6	14,9	0,5	0,2	2,7	3,5	14,9	-4,9	-13,3	-1,5	-1,6	4,2
2004 1° trim.	26,6	15,5	0,7	0,2	4,2	2,8	16,3	-5,0	-8,9	-1,3	-1,1	3,3
2° trim.	23,7	15,9	0,6	0,5	5,3	3,1	14,0	-4,8	-16,0	-0,8	-1,0	6,9
3° trim.	11,9	14,2	0,3	0,2	4,2	3,5	14,7	-5,2	-18,1	-1,8	-1,2	1,0
2004 mag.	8,5	5,1	0,2	0,1	2,0	0,9	4,7	-1,6	-5,3	-0,7	-0,1	3,1
giu.	6,7	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,8	-1,5	-6,0	-0,5	-0,4	1,9
lug.	5,4	5,0	0,1	0,1	1,4	1,4	5,0	-1,8	-4,8	-0,6	-0,4	-0,1
ago.	2,3	4,2	0,1	0,1	1,4	1,1	4,9	-1,8	-7,0	-0,5	-0,4	0,1
set.	4,2	4,9	0,1	0,0	1,4	1,0	4,8	-1,7	-6,4	-0,6	-0,4	0,9
ott.	2,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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)

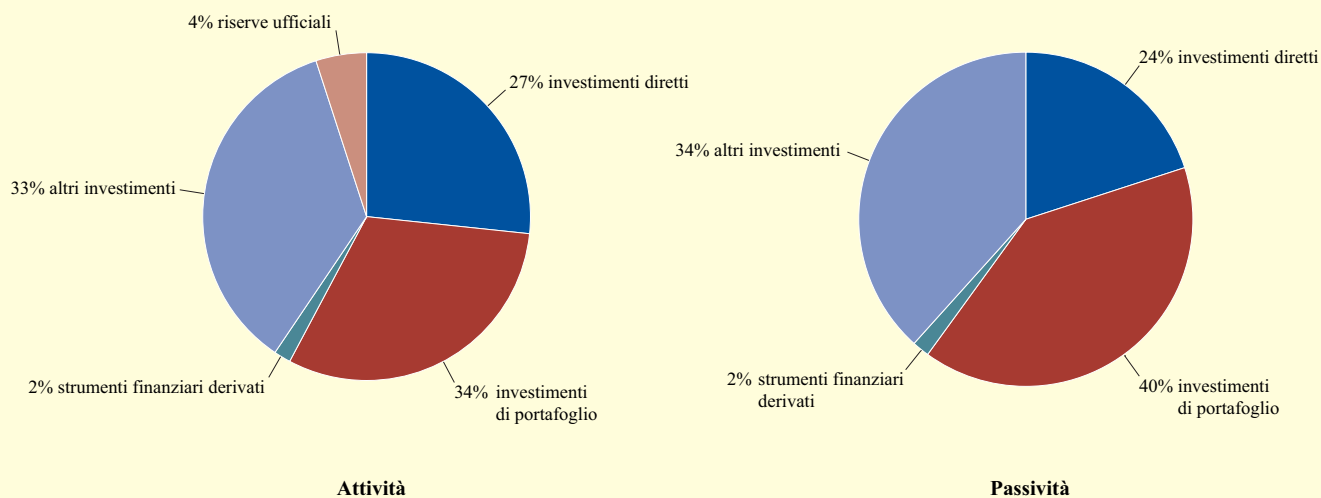
1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'estero

	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							
2000	-506,9	-7,7	369,9	-832,7	2,0	-437,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
Attività							
2000	6.763,5	102,8	1.632,4	2.327,7	105,8	2.306,4	391,2
2001	7.628,1	111,4	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,5	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,9	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
Passività							
2000	7.270,3	110,5	1.262,5	3.160,4	103,8	2.743,7	-
2001	8.026,9	117,2	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	111,2	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	117,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-

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	
2000	1.284,7	115,2	1.169,5	347,7	1,7	346,0	976,6	32,1	944,4	285,9	1,8	284,2
2001	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5

F32 Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2003



Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

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	
2000	1.154,9	1.620,1	1.172,8	1.048,4	124,3	1.540,3	1.372,7	167,5
2001	1.116,7	1.640,5	1.398,3	1.218,6	179,8	1.695,3	1.514,8	180,5
2002	853,2	1.366,1	1.449,4	1.206,4	243,0	1.815,5	1.628,8	186,7
2003	1.054,6	1.516,2	1.552,8	1.317,0	235,8	1.914,6	1.701,3	213,4

4. Investimenti di portafoglio: attività distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni					Titoli di debito										
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	Obbligazioni e notes					Strumenti del mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
									Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
2000	0,5	43,6	1.110,9	5,7	1.105,2	3,1	335,3	710,1	5,7	704,4	0,5	87,5	36,3	0,1	36,2	
2001	0,6	38,5	1.077,6	6,7	1.070,9	2,0	424,8	791,8	8,2	783,6	2,8	135,1	41,8	0,2	41,6	
2002	0,7	43,8	808,8	8,3	800,5	6,4	404,8	795,2	8,0	787,2	1,2	193,8	47,9	1,3	46,7	
2003	1,8	52,6	1.000,2	11,5	988,8	8,3	463,7	845,1	8,0	837,1	1,1	184,8	49,9	0,6	49,2	

5. Altri investimenti

	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			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Prestiti/banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	-	-	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	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			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Prestiti/banconote, monete e depositi				
15	16	17	18	21	22	23	24	25	26	27	28	
2000	1.422,4	37,1	2.128,1	42,2	173,5	435,7	-	-	100,9	109,2	322,8	39,8
2001	1.666,6	48,8	2.364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1.631,3	55,3	2.197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1.731,1	32,3	2.238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9

Fonte: BCE.

7.5 Riserve ufficiali

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

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
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	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 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	0,9	80,5	26,5	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
ago.	301,7	131,9	392,222	4,6	21,7	143,4	8,3	30,2	104,7	-	-	-	0,2	0,0	20,5	-8,7
set.	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
ott.	294,2	131,0	391,961	4,2	20,1	138,9	8,7	31,3	98,9	-	-	-	0,1	0,0	19,2	-11,0
nov.	291,6	133,4	391,219	4,1	19,4	134,7	9,8	28,0	96,8	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-11,5
	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 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	14,9	7,3	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
ago.	37,5	8,3	24,656	0,2	0,0	29,0	1,2	5,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-0,9
set.	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0
ott.	37,9	8,2	24,656	0,2	0,0	29,5	1,5	7,2	20,8	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-1,2
nov.	36,5	8,4	24,656	0,2	0,0	27,9	2,2	5,5	20,2	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-0,8

Fonte: BCE.

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
2002	89,2	90,4	91,9	90,4	88,1	88,5	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,7	99,5	99,5	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,3	.	.	.	111,0	105,3
2003 4° trim.	102,2	104,3	104,1	104,5	102,2	101,5	109,1	103,9
2004 1° trim.	104,7	106,7	106,4	106,9	104,6	104,2	111,6	106,1
2° trim.	102,1	104,1	103,6	104,7	101,7	101,1	109,2	103,7
3° trim.	102,8	104,9	104,4	105,3	101,4	101,7	110,1	104,5
4° trim.	105,7	107,8	106,7	.	.	.	113,0	107,1
2003 dic.	104,2	106,3	105,9	-	-	-	111,2	105,9
2004 gen.	105,4	107,4	107,0	-	-	-	112,5	106,8
feb.	105,3	107,3	106,9	-	-	-	112,3	106,7
mar.	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,6
apr.	101,6	103,6	103,2	-	-	-	108,3	102,9
mag.	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,0
giu.	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0
lug.	102,8	104,9	104,4	-	-	-	110,1	104,4
ago.	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,4
set.	103,0	105,1	104,6	-	-	-	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,5	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,7	106,6	-	-	-	113,1	107,2
dic.	107,1	109,3	108,0	-	-	-	114,4	108,4
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2004 dic.	1,4	1,4	1,3	-	-	-	1,2	1,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2004 dic.	2,8	2,8	2,0	-	-	-	2,9	2,3

F33 Tassi di cambio effettivi

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

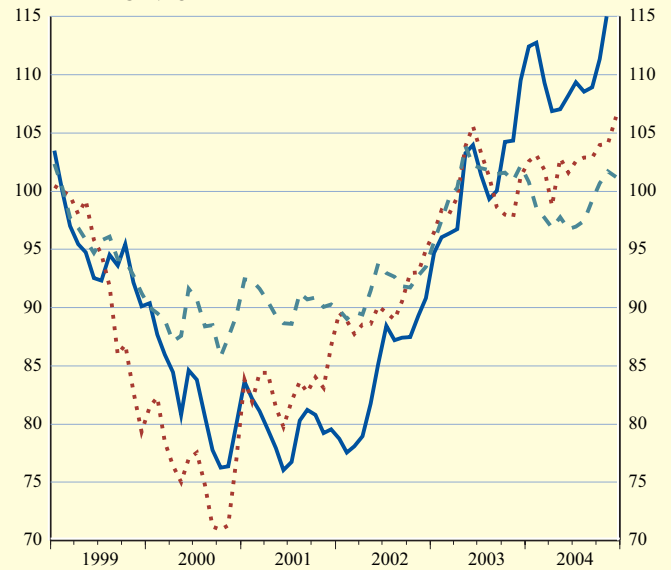
— TCE-23 nominale
 TCE-23 reale IPC



F34 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

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

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	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													
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
2004	2,6	.	3,0	.	.	.	.	2,7	.	3,6	.	.	.
2004 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
3° trim.	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
4° trim.	2,7	.	4,4	.	.	.	.	2,2	.	3,5	.	.	.
2004 ago.	3,2	0,9	3,9	2,8	7,8	2,2	7,2	2,5	4,9	3,7	7,0	1,2	1,3
set.	2,8	0,9	3,8	1,8	7,7	3,0	6,7	3,2	4,7	3,4	6,4	1,2	1,1
ott.	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
nov.	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
dic.	2,5	.	4,8	.	.	.	.	1,9	.	3,3	.	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	-5,9	2,1	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,8	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,6	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,0	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,3	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,4	59,1	70,4	45,4	29,4	42,6	52,0	39,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
ago.	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
set.	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
ott.	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
nov.	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 giu.	2,33	2,21	2,42	5,30	3,94	2,68	11,10	2,90	5,91	4,46	4,33	2,20	4,79
lug.	2,47	2,22	2,41	5,23	4,05	2,69	-	2,94	6,34	4,03	3,96	2,20	4,86
ago.	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,20	4,96
set.	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
ott.	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
nov.	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
PIL a prezzi costanti													
2002	1,5	1,0	7,2	2,1	6,4	6,8	3,5	2,6	1,3	3,3	4,6	2,0	1,8
2003	3,7	0,4	5,1	1,9	7,5	9,7	3,0	-0,3	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004 1° trim.	3,5	1,7	7,1	3,5	8,8	6,7	4,0	2,1	6,9	3,9	5,4	2,7	3,0
2° trim.	3,9	2,4	5,8	4,1	7,7	7,4	4,2	-1,6	6,1	4,7	5,5	3,4	3,5
3° trim.	3,6	1,9	5,9	3,5	9,1	6,1	4,0	1,4	4,8	4,9	5,3	3,7	3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2002	-5,7	2,3	-9,9	-4,5	-6,5	-4,8	-6,9	0,5	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-9,0	-5,5	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,6
2004 1° trim.	-2,3	3,0	-11,5	-12,6	-8,5	-8,7	-9,8	-8,3	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,4
2° trim.	-5,2	3,6	-17,9	-11,1	-16,7	-10,7	-9,0	-4,7	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
3° trim.	-7,2	2,2	-7,7	.	-10,2	-6,0	-7,6	-4,7	-0,6	0,5	.	8,8	-2,6
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2002	6,0	1,8	4,1	-	0,3	-1,2	8,9	-	-2,0	6,0	4,1	0,9	3,3
2003	3,3	2,2	4,6	-	4,1	1,5	7,0	-	.	4,8	3,7	0,6	.
2004 1° trim.	.	1,5	4,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
2° trim.	.	1,0	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
3° trim.	.	1,8	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	.	.	.	5,0	.	10,7	.	.	.	.	.	.	.
2004 2° trim.	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,1	5,8	7,4	18,9	6,1	18,5	6,4	4,7
3° trim.	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,9	6,4	4,5
4° trim.	.	.	.	5,3	.	9,7	.	.	.	.	.	.	.
2004 ago.	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,0	18,7	5,9	17,9	6,2	4,5
set.	8,4	5,3	8,8	5,1	9,7	10,3	5,9	7,0	18,6	5,9	17,8	6,6	4,5
ott.	8,4	5,2	8,5	5,1	9,7	10,0	6,0	7,0	18,5	5,9	17,6	6,2	.
nov.	8,4	5,2	8,4	5,2	9,7	9,6	6,1	.	18,4	5,8	17,3	6,4	.
dic.	.	.	.	5,5	.	9,4	.	.	.	.	.	.	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

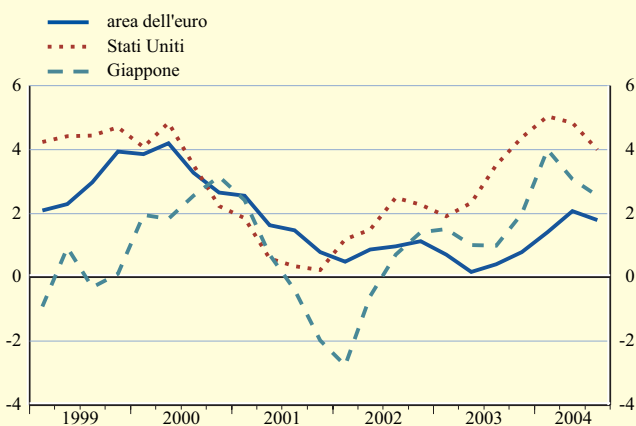
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,2	3,0	0,0	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,7
2004	.	.	.	.	5,5	.	1,62	4,26	1,2439	.	.
2003 4° trim.	1,9	3,5	4,4	1,6	5,9	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,7
2004 1° trim.	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,7	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,3
2° trim.	2,9	-2,0	4,8	5,6	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,0
3° trim.	2,7	-1,4	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
4° trim.	.	.	.	.	5,4	.	2,30	4,17	1,2977	.	.
2004 ago.	2,7	.	.	6,2	5,4	4,6	1,73	4,27	1,2176	.	.
set.	2,5	.	.	4,8	5,4	5,2	1,90	4,13	1,2218	.	.
ott.	3,2	.	.	5,3	5,5	5,3	2,08	4,08	1,2490	.	.
nov.	3,5	.	.	4,4	5,4	5,7	2,31	4,19	1,2991	.	.
dic.	.	.	.	.	5,4	.	2,50	4,23	1,3408	.	.
Giappone											
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	-0,5	-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	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2004	.	.	.	.	.	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2003 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	5,8	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	-6,7	3,9	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	-0,1	-5,9	3,5	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2004 ago.	-0,2	-8,5	.	9,8	4,8	1,8	0,05	1,63	134,54	.	.
set.	0,0	-3,8	.	4,1	4,6	2,0	0,05	1,50	134,51	.	.
ott.	0,5	0,7	.	-0,8	4,7	2,0	0,05	1,49	135,97	.	.
nov.	0,8	.	.	4,3	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	.	.
dic.	.	.	.	.	.	2,1	0,05	1,40	139,14	.	.

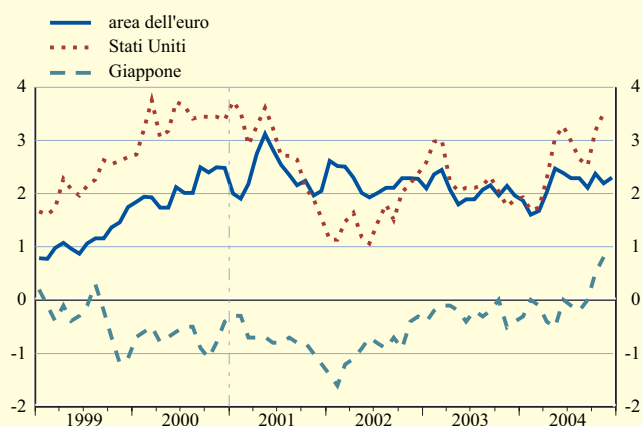
F35 PIL a prezzi costanti

(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 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

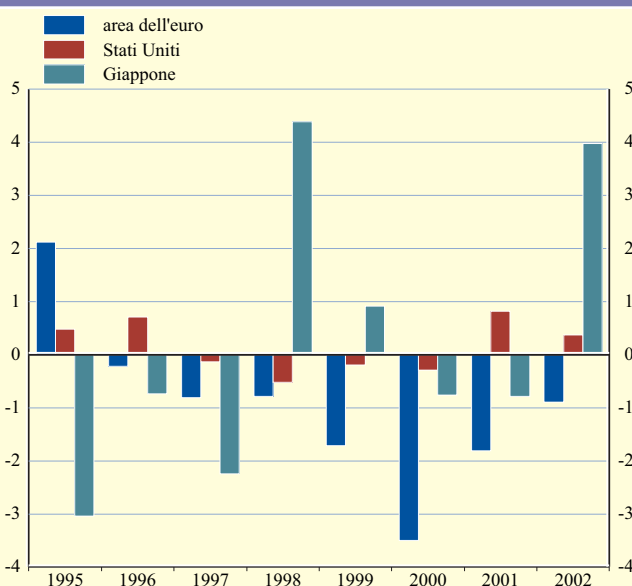
- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

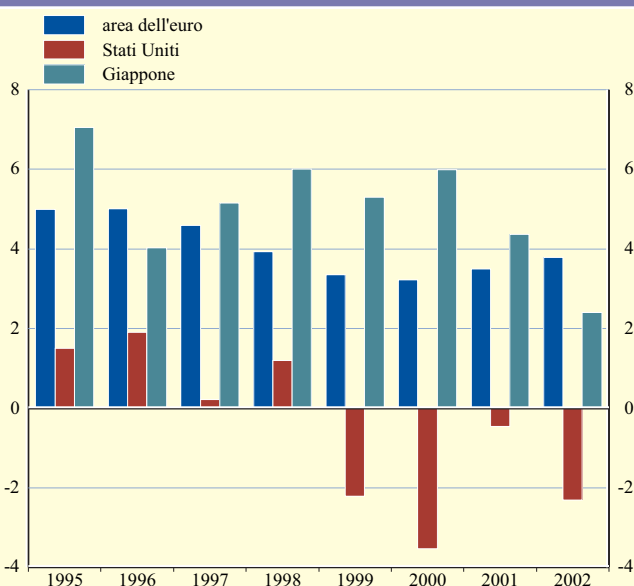
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	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	2,3	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,3	8,6	2,4	0,8	13,1	7,2	10,7	8,0
2002 4° trim.	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,4	10,5	8,1
2003 1° trim.	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	0,9	12,8	6,7	10,2	9,1
2° trim.	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,0	13,1	10,0	10,5	12,4
3° trim.	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,2	8,7	1,1	0,2	13,3	9,3	11,2	6,8
4° trim.	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,0	9,2	2,7	0,0	13,2	3,0	10,7	4,0
2004 1° trim.	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,9	8,9	4,0	1,0	13,1	5,8	10,3	9,9
2° trim.	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,0	8,8	2,3	-0,6	13,3	6,5	10,3	7,6
3° trim.	13,9	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,4	9,1	2,0	-0,1	13,5	5,1	10,2	7,3
Giappone													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,8	24,0	2,8	13,8	14,0	-1,7	15,7	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	8,5	-2,1
2003	.	23,9	.	.	.	3,2	.	-5,2	-0,2	.	-1,2	.	-0,8
2002 4° trim.	24,2	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 1° trim.	28,2	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
2° trim.	.	23,3	.	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
3° trim.	.	24,0	.	.	.	9,8	.	-5,5	-2,9	.	-5,5	.	1,1
4° trim.	.	24,8	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 1° trim.	.	24,0	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,5	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,4	.	-12,7	-0,8	.	5,6	.	-6,0
3° trim.	.	23,8	.	.	.	5,0	.	-2,0	-1,8	.	-4,3	.	1,6

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



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



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

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

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

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

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S31
F14	Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente	S32
F15	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S33
F16	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 2003	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 CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

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

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

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

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

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

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori di destagionalizzazione (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono revisionati con periodicità annuale o quanto richiesto.

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

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

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

- 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 *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

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

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” per le statistiche sulle emissioni di titoli, per le quali la BCE raccoglie le informazioni relative alle emissioni lorde e quelle relative ai rimborsi separatamente, e le “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra

variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

RELATIVE ALLA TAVOLA 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 e di quello dei trasferimenti correnti sono preliminarmente sottoposti alla sola correzione per il numero di “giornate lavorative”. La destagionalizzazione

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 *Money, banking and financial markets*.

per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I debiti del conto dei trasferimenti correnti 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 "Data services" 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 12 gennaio 2005.

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

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

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche moneta-

rie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

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

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

Il gruppo "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 Stati-*

stics 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). Ovvunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

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

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

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

MERCATI FINANZIARI

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

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

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

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

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

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

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95³⁾. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere nella colonna 1 della sezione 4.2 sono identici ai dati riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con quelli relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (sezione 2.1, colonna 8).

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza e per settore emittente). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale acquista o dismette attività finanziarie e contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

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 termine⁴⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁵⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette 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 sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione interna-

zionale 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 2000⁶⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

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 2002⁷⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

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 (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)⁸⁾ e con la documentazione dell'Eurostat. 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* e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004).

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 azioni e titoli di debito emessi dalle IFM, ad eccezione delle quote

7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

8) GU L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

di fondi comuni monetari e dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza fino a due anni. Una specifica nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione 7.3.1 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione per area geografica sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in 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 entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze de-

gli 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 Svizze-

ra. 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*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effecti-*

ve exchange rates of the euro, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

3 GENNAIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

7 FEBBRAIO, 7 MARZO, 4 APRILE, 2 MAGGIO, 6 GIUGNO E 4 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

10 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre da 20 a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nella seconda metà del 2002. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

1° AGOSTO, 12 SETTEMBRE, 10 OTTOBRE E 7 NOVEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

5 DICEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale di 0,50 punti percentuali, al 2,75 per cento, con effetto dalla operazione con regolamento l'11 dicembre 2002. Decide, inoltre, di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2002.

In aggiunta, decide che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

9 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

23 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE e le pagine 231-233 del Rapporto Annuale 2001 della BCE.

dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Si prevede che queste misure divengano effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

6 FEBBRAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

6 MARZO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

3 APRILE 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 MAGGIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre 1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come benchmark per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

5 GIUGNO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

10 LUGLIO, 31 LUGLIO, 4 SETTEMBRE, 2 OTTOBRE, 6 NOVEMBRE, 4 DICEMBRE 2003 E 8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare

tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

10 MARZO 2004

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

1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE, 4 NOVEMBRE, 2 DICEMBRE 2004 E 13 GENNAIO 2005

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.



14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore

fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2004. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra ottobre e dicembre 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 2003, aprile 2004.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.

Analisi monetaria in tempo reale, ottobre 2004.

L'integrazione economica in alcune regioni al di fuori della unione europea, ottobre 2004.

I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro, novembre 2004.

Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie, novembre 2004.

Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea, novembre 2004.

Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni, gennaio 2005.

I flussi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti, gennaio 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 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. Wredenberg, 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.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.

WORKING PAPERS SERIES

- 395 *Fiscal sustainability and public debt in an endogenous growth model*, di I. Fernández-Huertas Moraga e J.-P. Vidal, ottobre 2004.
- 396 *The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models*, di J. Henry, P. Hernández de Cos e S. Momigliano, ottobre 2004.
- 397 *Determinants of euro term structure of credit spreads*, di A. Van Landschoot, ottobre 2004.
- 398 *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities*, di Y. Altunbas e D. Marqués Ibáñez, ottobre 2004.
- 399 *Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, ottobre 2004.
- 400 *Cross-country differences in monetary policy transmission*, di R.-P. Berben, A. Locarno, J. Morgan and J. Valles, ottobre 2004.
- 401 *Foreign direct investment and international business cycle comovements*, di W. J. Jansen e A. C. J. Stokman, ottobre 2004.
- 402 *Forecasting euro area inflation using dynamic factor measures of underlying inflation*, di G. Gamba-Méndez e G. Kapetanios, novembre 2004.
- 403 *Financial market integration and loan competition: when is entry deregulation socially beneficial?*, di L. Kaas, novembre 2004.

- 404 *An analysis of systemic risk in alternative securities settlement architecture*, di G. Iori, novembre 2004.
- 405 *A joint econometric model of macroeconomic and term structure*, di P. Hördal, O. Tristani e D. Vestin, novembre 2004.
- 406 *Labour market reform and the sustainability of exchange rate pegs*, di O. Castrén, T. Takalo e G. Wood, novembre 2004.
- 407 *Banking consolidation and small business lending*, di E. Takáts, novembre 2004.
- 408 *The great inflation, limited asset markets participation and aggregate demand: Fed policy was better than you think*, di O. Bilbiie, novembre 2004.
- 409 *Currency mismatch, uncertainty and debt maturity structure*, di M. Bussière, M. Fratzcher e W. Koeniger, novembre 2004.
- 410 *Do options-implied RND functions on G3 currencies move around the times of interventions on the JPY/USD exchange rate?*, di O. Castrén, novembre 2004.
- 411 *Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries*, di S. Ardagna, F. Caselli e T. Lane, novembre 2004.
- 412 *The real effects of money growth in dynamic general equilibrium*, di L. Graham e D. J. Snower, novembre 2004.
- 413 *An empirical analysis of price-setting behaviour in the Netherlands in the period 1998-2003 using micro data*, di N. Jonker, C. Folkertsma e H. Blijenberg, novembre 2004.
- 414 *Inflation persistence in the European Union, the euro area and the United States*, di G. Gadzinsky e F. Orlandi, novembre 2004.
- 415 *How persistent is disaggregate inflation? An analysis across EU15 counties and HICP sub-indices*, di P. Lünemann e T. Y. Mathä, novembre 2004.
- 416 *Price-setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data*, di L. J. Alvarez, novembre 2004.
- 417 *Saggared price contracts and inflation persistence: some general results*, di K. Whelan, novembre 2004.
- 418 *Identifying the influences of nominal and real rigidities in aggregate price-setting behaviour*, di G. Coenen e A. T. Levin, novembre 2004.
- 419 *The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries*, di M. Hallerberg, R. Strauch e J. von Hagen, dicembre 2004.
- 420 *On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union*, di C. Detken, V. Gaspar e B. Winkler, dicembre 2004.
- 421 *EU fiscal rules: issues and lessons from political economy*, di L. Schuknecht, dicembre 2004.
- 422 *What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances*, di M. Tujula e G. Wolswijk, dicembre 2004.
- 423 *Price setting in France: new evidence from survey data*, di Claire Loupias e Roland Ricart, dicembre 2004.
- 424 *An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates*, di F. Breedon e P. Vitale, dicembre 2004.

ALTRE PUBBLICAZIONI

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.

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, settembre 2004.

Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, settembre 2004.

Institutional provisions: statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure, settembre 2004.

Convergence Report 2004, ottobre 2004.

Standards for securities clearing and settlement in the European Union, ottobre 2004.

The European Central Bank - History, role and functions, ottobre 2004.

E-payments without frontiers, ottobre 2004.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2004.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries, novembre 2004.

Report on EU banking structure 2004, novembre 2004.

EU banking sector stability 2004, novembre 2004.

Letter from the ECB President to the President of the European Parliament, novembre 2004.

Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs, novembre 2004.

Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, dicembre 2004.

Towards a single euro payments area – third progress report, dicembre 2004.

The euro bond market study 2004, dicembre 2004.

Financial stability review, dicembre 2004.

Review of the requirements in the field of general economic statistics, dicembre 2004.

Research network on capital markets and financial integration in Europe, dicembre 2004.

Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers, gennaio 2005.

Review of the international role of the euro, gennaio 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institutions using TARGET, luglio 2003.

TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.

TARGET – the current system, settembre 2004.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esauritivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, esse costituiscono un settore comprendente gli enti residenti che producono soprattutto beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o che redistribuiscono il prodotto e la ricchezza nazionali. Vi sono inclusi l'amministrazione centrale, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, come le aziende 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]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali l'oro, le banconote e monete in valuta estera, 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/partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, i prestiti e i depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Esso costituisce la principale fonte per il calcolo delle statistiche sugli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è costituita dal fatto che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e il prodotto interno lordo a prezzi costanti per persona occupata.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le Amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: una curva che descrive la relazione esistente in un determinato momento fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza per titoli di debito con stesso rischio di credito ma 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)*]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle Amministrazioni pubbliche.

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.

Disavanzo (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle Amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight in euro. E' calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*Euribor (euro interbank offered rate)*]: tasso 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, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività 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 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 gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (nonché 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), al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi relativi a 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]: il divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali (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]: le transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e le transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni

sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali con lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una quota di almeno il 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) [*Monetary Financial Institutions (MFIs)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore che emette moneta dell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

M1: un aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: un aggregato monetario intermedio che comprende M1 più 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: un aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore 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*]: una regolare operazione di mercato aperto eseguita dalla BCE sotto forma di operazioni temporanee. Tali operazioni sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: una regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Tali operazioni sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

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 overnight dalle banche centrali nazionali a un tasso di interesse predefinito a fronte di attività idonee.

Parità centrale [*central parity*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro 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.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [*compensation per employee*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

Retribuzioni lorde mensili [*gross monthly earnings*]: i salari e gli 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 la banca centrale. 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.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-23 (comprendente i 13 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'area) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I pesi utilizzati riflettono l'importanza di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali applicando come deflatore una media ponderata dei prezzi o costi esteri relativi a quelli interni; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dalle enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: 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 di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle Amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: 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. Tali titoli 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.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che è 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., delle obbligazioni o delle azioni (o dei contratti future corrispondenti), che può essere desunta dai prezzi delle opzioni.