



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2005

**02 | 2005**

03 | 2005

ECB EZB EKT ERP

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

**BOLLETTINO MENSILE  
FEBBRAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 2005

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



© 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 2 febbraio 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	13
Prezzi e costi	35
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	43
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	51
Riquadri:	
1 Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro	16
2 Flussi di capitali esteri e dinamiche monetarie interne nell'area dell'euro	21
3 Titoli di debito a lungo termine a tasso fisso e a tasso variabile emessi da residenti nell'area dell'euro	25
4 Le aspettative del settore privato sull'inflazione e l'attività economica nell'area dell'euro: risultati dell'indagine <i>Survey of Professional Forecasters</i> (SPF) relativa al primo trimestre 2005 e altri indicatori disponibili	39
5 La (scarsa) affidabilità delle stime in tempo reale dell' <i>output gap</i>	44
<b>ARTICOLI</b>	
La disciplina di mercato per le banche	57
L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria	67
Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti	75
<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
<b>CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
<b>DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004</b>	<b>V</b>
<b>GLOSSARIO</b>	<b>XI</b>

## 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 3 febbraio 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.

Questa decisione rispecchia il fatto che la valutazione del Consiglio direttivo circa la stabilità dei prezzi a medio termine non è mutata. Il tasso di inflazione misurato sullo IAPC continua a registrare una certa variabilità nel breve periodo, riconducibile in particolare ai prezzi del petrolio; tuttavia, non si riscontrano 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, nondimeno, 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, i recenti dati sull'attività economica e i risultati delle ultime indagini congiunturali suggeriscono il perdurare di una crescita moderata nel quarto trimestre del 2004 e una situazione essenzialmente invariata al volgere dell'anno. In prospettiva, continuano a esistere i presupposti per un rafforzamento dell'espansione economica e per un suo consolidamento in corso d'anno. La crescita mondiale seguita a essere sostenuta, creando un contesto positivo per le esportazioni dell'area dell'euro. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero continuare a beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dell'incremento degli utili societari e della maggiore efficienza delle imprese. Inoltre, l'espansione dei consumi dovrebbe evolvere in linea con l'aumento del reddito disponibile reale.

L'elevato livello e la volatilità delle quotazioni petrolifere nonché la persistenza di squilibri a

livello mondiale comportano rischi al ribasso per la crescita economica. Dal lato interno, l'attenuazione delle incertezze sulla portata e sul ritmo delle riforme strutturali e di bilancio favorirebbe i consumi, poiché tali incertezze sembrano ripercuotersi sulle aspettative del settore privato circa l'espansione del reddito disponibile reale. Per quanto riguarda 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.

Passando ai prezzi al consumo, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita in dicembre al 2,4 per cento, dal 2,2 di novembre. I dati per gennaio non sono ancora disponibili, tuttavia si riscontrano indicazioni di una flessione rispetto al valore di dicembre. Nei prossimi mesi è probabile che il tasso di inflazione continui a mostrare variabilità, dovuta in particolare all'andamento dei corsi del greggio. In un orizzonte più lungo, le informazioni finora acquisite segnalano che, in assenza di ulteriori shock avversi, l'inflazione scenderebbe al di sotto del 2 per cento nel corso del 2005. Allo stadio attuale non sussistono evidenze dell'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area. La dinamica salariale è rimasta contenuta negli ultimi trimestri e, a fronte della moderata crescita economica in corso e delle deboli condizioni dei mercati del lavoro, questa tendenza dovrebbe proseguire in futuro.

Tuttavia, occorre tenere in considerazione diversi rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Destano preoccupazione, in particolare, i futuri andamenti dei corsi petroliferi e, più in generale, il potenziale rischio di effetti di secondo impatto nell'economia attraverso la formazione di salari e prezzi. Inoltre, è necessario seguire attentamente gli sviluppi riguardanti imposte indirette e prezzi amministrati.

L'analisi monetaria consente di trarre ulteriori indicazioni circa le prospettive per l'evoluzione dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo.

Gli ultimi dati sugli andamenti monetari confermano l'accelerazione di M3 osservata fin dalla metà dello scorso anno. Questi sviluppi rispecchiano in misura crescente l'effetto espansivo dei tassi di interesse storicamente molto bassi nell'area dell'euro. A seguito dell'incremento persistentemente elevato di M3 negli anni scorsi, il livello di liquidità nell'area resta notevolmente superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Ciò potrebbe generare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine e, pertanto, occorre tenere un atteggiamento vigile.

Il livello molto contenuto dei tassi di interesse alimenta inoltre la domanda di credito da parte del settore privato. La crescita dei prestiti alle società non finanziarie si è ulteriormente rafforzata negli ultimi mesi. In aggiunta, la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni continua a essere sostenuta, contribuendo alla vigorosa dinamica dei prezzi degli immobili residenziali in diverse parti dell'area dell'euro. L'effetto congiunto dell'abbondante liquidità e della forte espansione del credito potrebbe indurre incrementi non sostenibili dei prezzi sui mercati immobiliari in alcune parti dell'area.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che dal lato interno le spinte inflazionistiche di fondo restano contenute. Nondimeno, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine continuano a sussistere e vanno tenuti sotto stretta osservazione. È importante evitare che l'aumento dell'inflazione nel breve periodo sia incorporato nelle aspettative di inflazione a lungo termine e nel processo di formazione di salari e prezzi. La verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere vigili circa il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Passando alle politiche fiscali, è in corso una valutazione approfondita degli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati dagli Stati membri. È essenziale che questi ultimi tengano fede agli impegni assunti nel quadro del Patto di stabilità e crescita nell'attuazione del bilancio per il 2005 e nella definizione de-

gli obiettivi di medio periodo. In alcuni casi, ciò implica la correzione dei disavanzi eccessivi nell'anno in corso e risoluti passi avanti verso posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo. Queste misure devono impedire il ripetersi di episodi passati, in cui gli interventi di riequilibrio sono stati insufficienti. Data la necessità di far fronte all'invecchiamento della popolazione, le strategie di finanza pubblica devono inoltre iscriversi in un programma completo di riforma volto a incrementare il potenziale di crescita dell'Europa.

È necessario che il dibattito sul quadro di riferimento per le politiche fiscali nell'UE giunga ora a una convincente conclusione. Il Consiglio direttivo sostiene le proposte intese a rafforzare il meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita, ossia la sorveglianza delle posizioni di bilancio; per quanto riguarda il meccanismo correttivo, è indispensabile che rimanga solido e credibile in tutti gli aspetti. Sarebbe pertanto 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. Il quadro di riferimento per le politiche fiscali, sancito dal Trattato e dal Patto, è uno dei cardini dell'Unione economica e monetaria e assume dunque rilevanza centrale per la coesione della stessa Unione monetaria. È importante che non sussistano dubbi sull'efficacia del processo di sorveglianza e sulla solidità delle politiche di bilancio dell'area dell'euro nel lungo periodo, poiché tali dubbi indurrebbero infine un aumento dei premi al rischio e dei tassi di interesse reali nell'area.

Per quanto riguarda le riforme strutturali, il Consiglio Ecofin ha recentemente approvato la relazione annuale sulle riforme strutturali del 2005, stilata dal Comitato di politica economica. Il Consiglio direttivo sostiene appieno la conclusione del Consiglio Ecofin secondo cui va attribuita "un'attenzione particolare all'incremento dei tassi di occupazione, soprattutto in un contesto di invecchiamento della popolazione, nella costante necessità di aumentare la crescita incrementando sia l'occupazione che la produt-

tività". A tal fine, il Consiglio direttivo appoggia con forza il fermo proposito della Commissione di promuovere la rinnovata strategia di Lisbona, ed esorta i governi nazionali a mostrare determinazione mettendo in atto riforme strutturali in Europa. Colmare il divario esistente nella realizzazione delle riforme è essenziale per fruire dei loro vantaggi, in termini sia di un maggiore potenziale di crescita nel medio periodo, sia di un miglioramento del clima di fiducia di consumatori e imprese nel breve periodo.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo analizza gli aspetti concettuali attinenti alla disciplina di mercato cui sono soggette le banche e illustra in che misura questa potrebbe integrare l'attività di vigilanza. Il secondo descrive le prime esperienze maturate con le recenti modifiche dell'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria. Infine, il terzo presenta una disaggregazione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

La crescita dell'economia mondiale permane piuttosto sostenuta e in alcuni paesi è persino ulteriormente aumentata verso la fine del 2004. Allo stesso tempo, le pressioni inflazionistiche restano in generale relativamente contenute e negli ultimi mesi l'inflazione è diminuita in numerose economie. Benché la flessione dei corsi petroliferi nell'ultimo bimestre dello scorso anno abbia sostenuto l'attività in termini reali, il successivo rincaro di gennaio ha dato evidenza al protrarsi dei rischi rappresentati dagli andamenti sul mercato del petrolio. Ciò nonostante, le prospettive per l'economia mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro rimangono relativamente favorevoli.

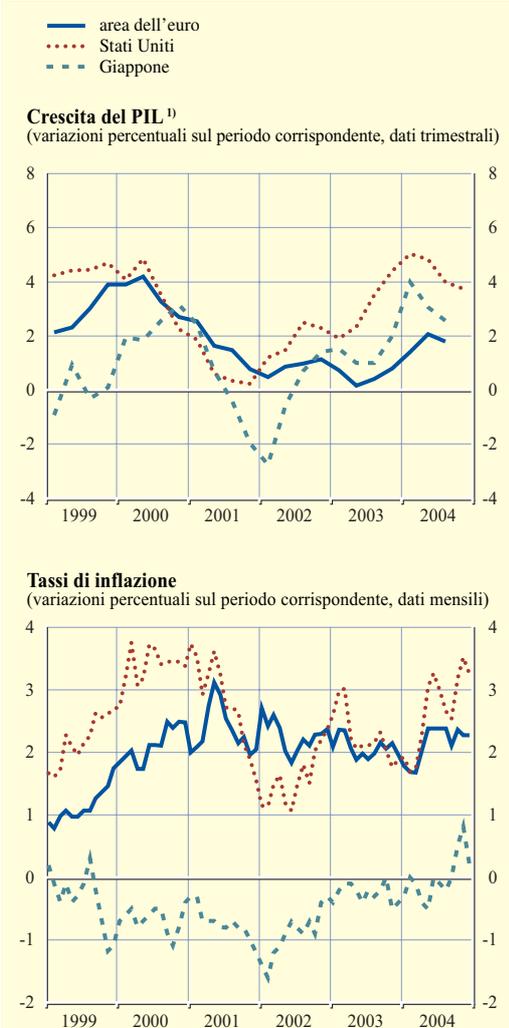
## I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Negli ultimi mesi del 2004 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente robusto. Nel quarto trimestre la crescita del PIL in termini reali è diminuita negli Stati Uniti, è aumentata nel Regno Unito e in Cina, mentre sembra ancora relativamente debole in Giappone. Anche se l'azione di stimolo delle politiche economiche viene progressivamente meno, la crescita mondiale continua ad essere sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli. Il ribasso del prezzo del petrolio in novembre e dicembre ha fornito un ulteriore contributo all'attività nell'ultimo trimestre del 2004. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste nell'insieme piuttosto limitate e in dicembre numerosi paesi hanno registrato una moderazione dell'inflazione complessiva.

## STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica ha rallentato verso la fine del 2004. Secondo dati preliminari, nel quarto trimestre la crescita del PIL in termini reali è scesa al 3,1 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno) dal 4,0 del terzo. Ciò ha riflesso soprattutto il contributo fortemente negativo del commercio estero, che ha in parte compensato l'andamento ancora notevolmente robusto dei consumi privati e degli investimenti delle imprese in attrezzature e software. L'eccesso di offerta accumulato sul mercato del lavoro ha continuato a ridursi progressivamente negli ultimi mesi. In dicembre l'occupazione dipendente è aumentata di 157.000 unità rispetto al mese precedente, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 5,4 per cento. Tuttavia, come indicato dal Federal Open Market Committee (FOMC) nel verbale della riunione di dicembre, permangono notevoli incertezze circa il grado di sottoutilizzo delle risorse, principalmente in termini di tasso di partecipazione

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

alla forza lavoro, al momento su livelli storicamente bassi, e la risposta di tale grado di sottoutilizzo a eventuali condizioni più tese sul mercato del lavoro. L'attività economica dovrebbe nell'insieme continuare a espandersi a un ritmo piuttosto sostenuto nei prossimi trimestri.

L'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa dal 3,5 per cento in novembre al 3,3 in dicembre, soprattutto a seguito della flessione dei prezzi dei beni energetici. Il 2 febbraio il FOMC ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la sesta volta consecutiva, al 2,50 per cento. In linea con le dichiarazioni precedenti, esso ha altresì indicato che "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale". Con riferimento alla politica fiscale, le proiezioni fornite dall'Ufficio di bilancio del Congresso degli Stati Uniti (*Congressional Budget Office*) alla fine di gennaio mostrano che – in caso di politiche immutate – il disavanzo federale per l'esercizio finanziario 2005 sarebbe pari al 3,0 per cento del PIL.

#### GIAPPONE

In Giappone la ripresa economica ha perso slancio nel corso del 2004 nel contesto del persistere di moderate pressioni deflazionistiche. Al pronunciato rallentamento del secondo e terzo trimestre ha concorso un ridimensionamento delle scorte nel settore manifatturiero, e più in particolare nei comparti delle tecnologie informatiche. In conseguenza del protrarsi del processo di aggiustamento delle scorte, in dicembre la produzione industriale è diminuita dell'1,2 per cento rispetto al mese precedente. Nel contempo, dati recenti sugli ordini di macchinari da parte delle imprese potrebbero segnalare un'imminente accelerazione degli investimenti e delle esportazioni. È tuttavia probabile che nei prossimi trimestri, fintantoché il processo non sarà completato, l'attività economica resti relativamente debole. Con riferimento ai prezzi, le spinte deflazionistiche – benché persistenti – si sono lievemente moderate negli ultimi mesi. Ciò nonostante, l'attuale deregolamentazione dei servizi di pubblica utilità dovrebbe continuare a deprimere i prezzi ancora per qualche tempo. Il tasso di variazione dell'IPC sui dodici mesi è sceso in dicembre allo 0,2 per cento, dallo 0,8 per cento di novembre. Nello stesso periodo, l'indice al netto dei prezzi degli alimentari freschi ha continuato a scendere dello 0,2 per cento.

#### REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita è tornata a intensificarsi verso la fine del 2004, mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC è rimasto ben al di sotto dell'obiettivo fissato dal governo al 2 per cento. Stando a stime preliminari, l'espansione del PIL in termini reali rispetto al periodo precedente è passata dallo 0,5 per cento del terzo trimestre allo 0,7 del quarto, trainata dal settore dei servizi, mentre la produzione manifatturiera ha subito una flessione. L'attività nel mercato immobiliare ha continuato a rallentare nel quarto trimestre, nel contesto di un'ulteriore calo del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli immobili. In prospettiva, la crescita del PIL potrebbe progressivamente diminuire, anche se le esportazioni dovrebbero trarre vantaggio dal recente deprezzamento della sterlina. Per quanto riguarda le condizioni sul mercato del lavoro, nei tre mesi fino a novembre il tasso di occupazione è lievemente aumentato – al 74,8 per cento – e anche il numero di impieghi disponibili ha registrato un incremento. Nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione medio su tre mesi è rimasto invariato al 4,7 per cento e il tasso di incremento delle retribuzioni medie al netto delle gratifiche si è mantenuto immutato al 4,4 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2003. L'inflazione misurata sullo IAPC è salita all'1,6 per cento in dicembre, a seguito del rialzo della componente energetica che ha riflesso soprattutto i recenti incrementi tariffari decisi dai principali fornitori.

#### 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, sostenuto princi-

palmente dall'aumento delle scorte; allo stesso tempo, il contributo delle esportazioni nette è diventato negativo a seguito della stagnazione 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 sul periodo precedente del PIL in termini reali è sceso allo 0,1 per cento nel terzo trimestre, in quanto l'espansione della domanda interna è stata in larga misura controbilanciata dalla crescita significativa delle importazioni, soprattutto di mezzi di trasporto e carburante. In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta invariata all'1,0 per cento.

Negli altri Stati membri dell'UE la crescita del PIL in termini reali è lievemente diminuita durante il terzo trimestre pur mantenendosi su livelli elevati: nella media il tasso di crescita sul periodo corrispondente è stato pari al 4,5 per cento. Gli indicatori congiunturali mostrano in generale che nel quarto trimestre il prodotto ha continuato a registrare una robusta espansione. Nella generalità di questi paesi il quadro inflazionistico è migliorato verso la fine del 2004 e in dicembre il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è sceso a una media del 4,3 per cento.

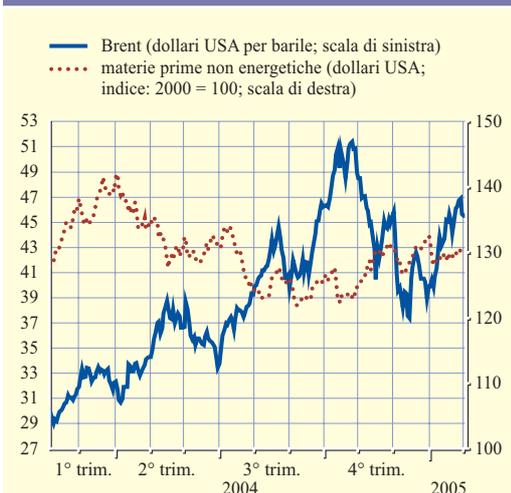
#### PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nei paesi asiatici escluso il Giappone gli ultimi dati pubblicati segnalano che l'attività ha subito un rallentamento piuttosto modesto, riprendendo persino slancio in alcune economie. Le spinte inflazionistiche continuano ad attenuarsi in tutta la regione, soprattutto di riflesso all'evoluzione positiva dei prezzi dei prodotti alimentari e delle materie prime. Tale combinazione favorevole di crescita robusta e bassa inflazione dovrebbe protrarsi nei primi mesi del 2005. In Cina l'espansione del PIL si è accentuata ancora alla fine del 2004 e nel quarto trimestre ha superato le attese collocandosi al 9,5 per cento sul periodo corrispondente, dal 9,1 del trimestre precedente. Di conseguenza, nel 2004 il PIL è aumentato del 9,5 per cento, dal 9,3 del 2003. L'accelerazione dell'attività economica alla fine del 2004 è principalmente riconducibile all'andamento robusto delle esportazioni e dei consumi privati, mentre gli investimenti fissi sono stati in continua decelerazione dal secondo trimestre. Nel frattempo l'inflazione è scesa ulteriormente, dal 2,8 per cento di novembre al 2,4 di dicembre.

#### AMERICA LATINA

Gli ultimi dati pubblicati mostrano che il ritmo dell'espansione economica in America latina resta vigoroso. Nei tre principali paesi la crescita del prodotto in termini reali rimane generalizzata, trainata dalle esportazioni e sostenuta dalla domanda interna. Fra ottobre e novembre la produzione industriale ha continuato a espandersi sul periodo corrispondente a un ritmo sostanzialmente invariato (8 per cento in Argentina, 5,5 per cento in Brasile e 3,8 per cento in Messico). In parte a seguito di questa robusta crescita, permangono significative pressioni inflazionistiche. Le prospettive economiche per la regione sono piuttosto positive, mentre i ritardi nella conclusione dei negoziati sul debito estero argentino restano la principale fonte di incertezza.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

#### **MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

Dopo la pronunciata flessione di novembre e dicembre, in gennaio i corsi petroliferi hanno registrato un recupero piuttosto netto. Ciò è riconducibile all'effetto congiunto delle minori turbolenze dal lato dell'offerta, di un'ondata di freddo e del riacutizzarsi dei timori circa la sicurezza degli approvvigionamenti di petrolio. Più in generale, il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e, di conseguenza, l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta mantengono i corsi petroliferi elevati e volatili. Il 2 febbraio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 45,4 dollari. Nelle attese degli operatori, il prezzo del petrolio dovrebbe scendere solo gradualmente verso i 39 dollari per la fine del 2007.

Progressivamente in calo dai massimi di aprile, sul finire del 2004 i prezzi delle materie prime non energetiche hanno registrato un lieve incremento e hanno chiuso l'anno a un livello superiore dell'8,9 per cento a quello di dodici mesi prima.

#### **PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO**

L'economia mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbero continuare a crescere a un ritmo abbastanza sostenuto. Per la prima volta dal luglio 2004, in dicembre l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti è leggermente salito. L'incremento è stato particolarmente sensibile nel settore dei servizi e solo lieve in quello manifatturiero. Il nuovo aumento dei prezzi petroliferi osservato in gennaio rappresenta un importante fattore di rischio per le prospettive relative all'inflazione e alla crescita mondiali.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

*I dati di dicembre confermano la prosecuzione del rafforzamento delle dinamiche monetarie in atto da metà 2004. L'effetto di stimolo impresso a M3 dal basso livello dei tassi di interesse ha continuato a controbilanciare quello di contenimento proveniente dalla normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro. I bassi tassi di interesse hanno altresì favorito un ulteriore rafforzamento della già vigorosa crescita dei prestiti al settore privato. Per effetto della crescita persistentemente elevata di M3 negli ultimi anni, la liquidità nell'area dell'euro continua a essere notevolmente superiore a quanto necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica, configurando il possibile insorgere di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

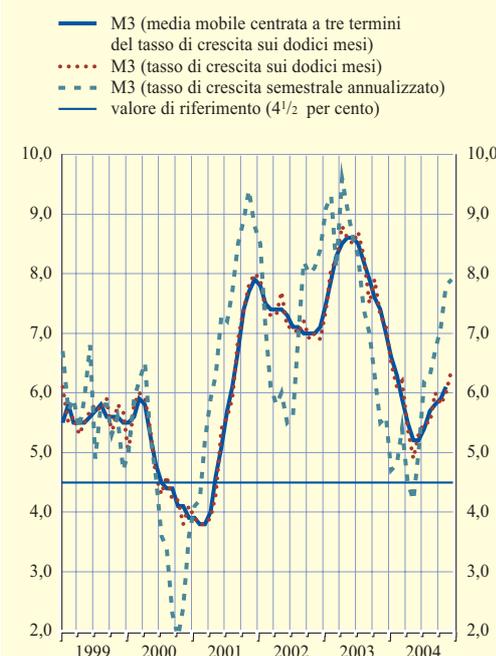
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 6,4 per cento nel dicembre del 2004, dal 6,0 di novembre (cfr. tavola 1). La media a tre mesi è aumentata al 6,1 per cento nel periodo tra ottobre e dicembre, dal 5,9 del periodo settembre-novembre. Le dinamiche a più breve termine di M3 in dicembre sono rimaste vigorose, come mostra l'ulteriore aumento, al 7,9 per cento, del tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno (cfr. figura 3).

Prescindendo dalla volatilità osservata in alcune componenti di M3 in dicembre, la valutazione avanzata nei mesi precedenti resta sostanzialmente invariata. Gli andamenti monetari continuano a essere influenzati da due fattori. Da un lato, in un contesto di tassi di interesse contenuti, la crescita di M3 è ancora principalmente ascrivibile all'elevato tasso di crescita di M1, dal lato delle componenti, e dalla vivace dinamica del credito al settore privato, per ciò che concerne le contropartite. Dall'altro lato, le scelte di portafoglio degli agenti economici dell'area dell'euro hanno continuato a normalizzarsi dopo un periodo caratterizzato da un'eccezionale preferenza per la liquidità, determinata dall'accresciuta incertezza economica e finanziaria tra il 2001 e il 2003. Tuttavia, l'avversione al rischio dei residenti dell'area sembra essere rimasta piuttosto pronunciata, sicché tale normalizzazione è stata meno diffusa o meno rapida di quanto ci si sarebbe potuti attendere sulla base dell'esperienza passata.

Considerato il vigore della crescita di M3 negli ultimi anni, confermato dai più recenti andamenti monetari, la liquidità nell'area dell'euro è considerevolmente superiore a quella necessaria per finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Qualora una porzione significativa di tale eccesso di liquidità dovesse essere destinata all'acquisto di beni e di servizi, specie in concomitanza con un rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività econo-

**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.

mica reale, si presenterebbero rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Inoltre, un'elevata liquidità in eccesso e una forte crescita del credito potrebbero essere sintomatici di aumenti, forse non sostenibili, dei prezzi delle attività, in particolare nei mercati degli immobili residenziali.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In dicembre gli andamenti delle componenti di M3 sono stati caratterizzati da una certa volatilità, che si è associata allo spostamento di fondi degli intermediari finanziari diversi dalle IFM dai depositi a vista verso i depositi a termine a breve scadenza (con durata prestabilita fino a due anni) e le operazioni pronti conto termine, con una parziale inversione degli ingenti afflussi indirizzati sui depositi a vista in novembre. Nel complesso, tali transazioni non hanno avuto un impatto rilevante sulle dinamiche di M3, trattandosi di movimenti all'interno dell'aggregato stesso. Sempre in dicembre, anche le società non finanziarie hanno accresciuto i depositi a breve termine, contribuendo così in misura significativa alla forte crescita di M3.

Nel loro insieme, questi andamenti hanno provocato tra novembre e dicembre un aumento dal 3,2 al 4,5 per cento della crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista (cfr. tavola 1). La crescita di M1 è rimasta vivace, nonostante la contrazione dei depositi a vista ne abbia comportato un calo, e ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3.

Al di là della particolare evoluzione dei depositi a vista, tra novembre e dicembre il circolante non ha subito aumenti, e il tasso di crescita sui dodici mesi è perciò rimasto moderato. Tale dinamica è probabilmente attribuibile agli specifici effetti di calendario associati alle festività natalizie, e non sarebbe pertanto indicativa di un più durevole rallentamento della domanda di circolante.

Il contributo alla dinamica di M3 fornito da quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è calato in dicembre rispetto al mese precedente. Tale andamento, così come il rafforzamento della domanda di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, è coerente con la normalizzazione

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2004 nov.	2004 dic.
<b>M1</b>	<b>44,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>
Banconote e monete in circolazione	6,9	26,5	24,0	21,6	20,3	19,1	19,2	17,0
Depositi a vista	37,4	8,7	9,1	8,5	7,9	7,6	8,2	6,9
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>40,9</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,9	-3,0	-4,4	-7,0	-5,9	-2,3	-3,1	0,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,0	11,0	9,2	8,1	7,6	7,4	7,5	7,3
<b>M2</b>	<b>85,2</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>14,8</b>	<b>5,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>6,3</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>
Credito alle Amministrazioni pubbliche		6,6	6,0	6,4	6,4	3,8	3,3	2,4
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche		1,5	1,2	2,3	2,3	0,7	-0,1	-0,7
Credito al settore privato		5,6	5,7	5,9	6,2	6,6	6,7	7,0
Prestiti al settore privato		5,3	5,4	5,6	6,2	6,8	6,9	7,0
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>

Fonte: BCE.

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

in atto delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro. Tuttavia, questo processo di normalizzazione risulta più lento di quanto prevedibile sulla base delle passate regolarità e non abbastanza forte da condurre a un riassorbimento degli elevati livelli di liquidità in eccesso accumulati.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, la crescita più sostenuta dei prestiti al settore privato negli ultimi mesi rispecchia non solo l'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse, ma anche le migliorate condizioni di offerta del credito (cfr. il riquadro 1 *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro*). In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è salito al 7,0 per cento, dal 6,9 di novembre. Ancora una volta, il principale contributo è attribuibile ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, la cui crescita in dicembre si è mantenuta al 10,0 per cento, come in novembre (cfr. tavola 2). Oltre al basso livello dei tassi sui mutui ipotecari in tutta l'area dell'euro, anche la vivace dinamica del mercato degli immobili residenziali in varie zone dell'area sembra alimentare l'indebitamento ipotecario. Il totale dei prestiti delle IFM alle famiglie è cresciuto a un tasso del 7,8 per cento in dicembre. Nel contempo è aumentata ancora la crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie, a conferma della tendenza in atto dagli inizi del 2004.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito erogato dalle IFM alle Amministrazioni pubbliche è diminuito in dicembre al 2,4 per cento, dal 3,3 del mese precedente (cfr. tavola 1), principalmente per effetto di un calo delle disponibilità di titoli di Stato delle IFM.

Riguardo ad altre contropartite di M3, la crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) delle IFM è ulteriormente salita in dicembre, al 9,3 per cento, dall'8,8 di novembre (cfr. tavola 1). Come già accennato, questo andamento fornisce un'ulteriore sostegno all'interpretazione secondo cui starebbe continuando il processo di normalizzazione

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 nov.	2004 dic.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>41,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
Fino a 1 anno	30,9	-0,8	-2,4	-2,1	-0,5	2,6	2,5
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	3,0	3,6	6,4	6,1	5,5	6,1
Oltre 5 anni	51,7	6,5	6,9	7,2	7,2	6,7	7,0
<b>Famiglie <sup>2)</sup></b>	<b>50,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,5	2,9	4,4	5,7	6,2	6,5	5,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	68,1	8,1	8,4	9,0	9,8	10,0	10,0
Altri prestiti	18,4	3,2	2,3	2,3	1,8	1,9	1,7
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,6</b>	<b>11,8</b>	<b>8,6</b>	<b>18,8</b>	<b>17,5</b>	<b>10,0</b>	<b>37,1</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>7,2</b>	<b>11,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>

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.

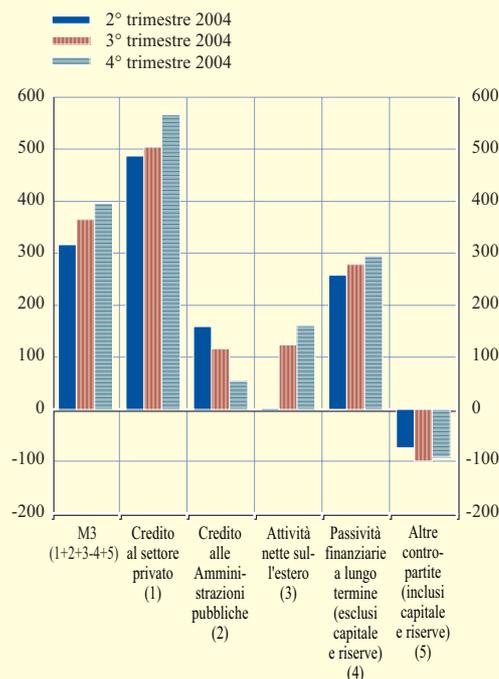
delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro, attraverso una ricomposizione a favore di strumenti a più lungo termine piuttosto che di attività monetarie liquide.

Le attività sull'estero delle IFM hanno registrato un incremento netto mensile pari a 30 miliardi di euro in dicembre, sesto mese consecutivo in cui la variazione delle attività nette sull'estero delle IFM è risultata positiva. L'associato afflusso netto di fondi dall'estero verso l'area potrebbe essere riconducibile alle aspettative sull'evoluzione del tasso di cambio, che potrebbero al momento scoraggiare gli investimenti in attività estere da parte dei residenti dell'area, incentivando al tempo stesso quelli dei non residenti in attività dell'area.

In sintesi, in base alle informazioni fornite dalle contropartite di M3 (cfr. figura 4) la protratta forte espansione delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) delle IFM, collegata alla liquidazione dei precedenti eccezionali investimenti in attività monetarie, ha frenato la dinamica di M3 in dicembre. Tuttavia, questo effetto di contenimento è stato controbilanciato dai sempre maggiori flussi positivi nella posizione netta sull'estero delle IFM (cfr. il riquadro 2 *Flussi di capitali esteri e dinamiche monetarie interne nell'area dell'euro*). Inoltre, l'aumento dei prestiti delle IFM a favore di residenti dell'area dell'euro, favorito dal basso livello dei tassi di interesse, ha continuato a esercitare un forte impatto positivo sulla crescita di M3. Questi ultimi effetti hanno acquisito sempre maggiore preminenza, portando a un'accelerazione di M3 nei mesi recenti.

**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.

#### Riquadro 1

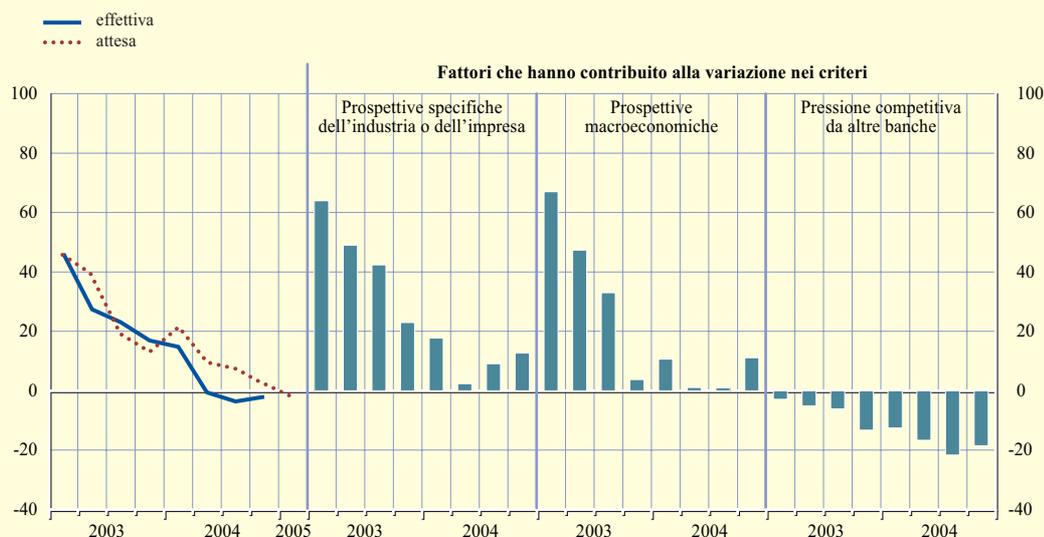
### RISULTATI DELL'INDAGINE DI GENNAIO SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Nel presente riquadro si riportano i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in gennaio <sup>1)</sup>. In generale, dall'indagine emerge un ulteriore lieve allentamento dei criteri per la concessione del credito a favore di imprese e famiglie nel quarto trimestre del 2004, e quindi un consolidamento degli scorsi miglioramenti delle politiche di credito delle banche situate nell'area. Per il primo trimestre del 2005 gli istituti interpellati si attendono che i criteri per la concessione del credito rimangano per la maggior parte sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente.

1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 4 febbraio ed è disponibile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).

**Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese**

(saldi percentuali)



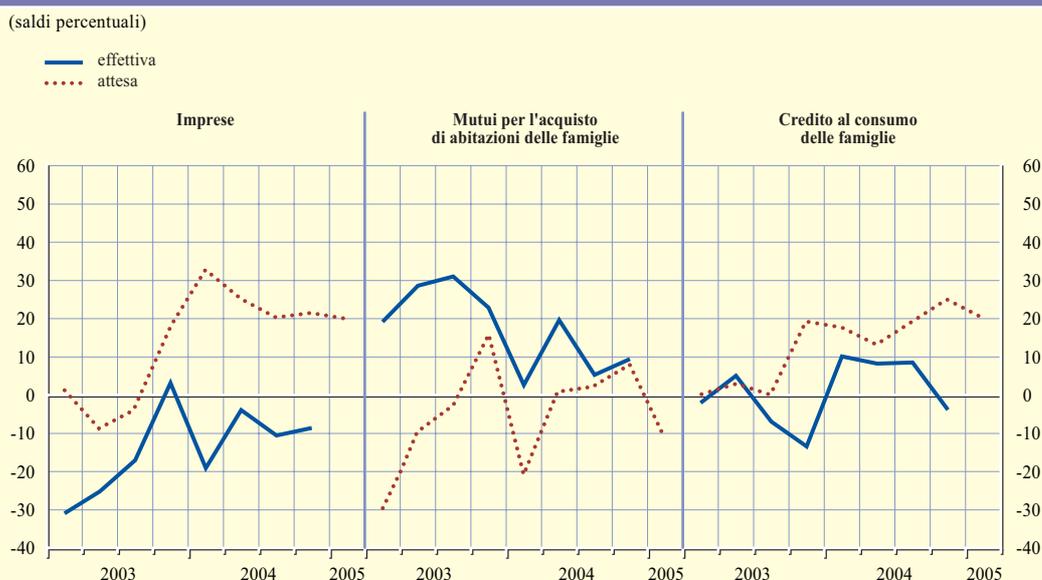
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2005.

## Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Per il quarto trimestre del 2004 le banche hanno segnalato un nuovo lieve allentamento netto dei criteri per la concessione del credito<sup>2)</sup>, a indicare la continuazione di politiche di prestito relativamente favorevoli nell'area dell'euro. Tale andamento è in linea con il graduale rilassamento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito alle imprese osservato a partire dalla prima indagine di questo tipo, nel gennaio del 2003 (cfr. figura A, primo riquadro). Il fattore che ha maggiormente contribuito all'allentamento dei criteri è stato l'accresciuta concorrenza fra le banche (cfr. figura A, quarto riquadro). Le banche si sono invece mostrate più pessimiste sia nella loro percezione delle prospettive di particolari settori o imprese, sia riguardo alle aspettative per l'attività economica in generale, aspetti che hanno entrambi fatto leggermente propendere per un inasprimento netto dei criteri rispetto al trimestre precedente (cfr. figura A, secondo e terzo riquadro). Per quanto concerne i termini e le condizioni del credito, il lieve allentamento degli standard creditizi è stato realizzato principalmente attraverso una riduzione dei margini sui prestiti. In termini di dimensioni dei mutuatari, le banche sono passate a una fase di allentamento netto dei criteri di concessione del credito alle piccole e medie imprese, dopo l'inasprimento netto del trimestre precedente, mentre le politiche di prestito per le grandi imprese hanno continuato a essere leggermente più restrittive.

2) Con il termine "allentamento netto" ci si riferisce al saldo percentuale netto ricavato dalla differenza tra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri per la concessione del credito e quella di banche che ne segnalano un allentamento. Un valore positivo di tale differenza indicherà che le banche hanno generalmente inasprito gli standard creditizi ("inasprimento netto"); viceversa, un valore negativo segnerà un generale rilassamento degli standard ("allentamento netto").

**Figura B** Variazione nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte di famiglie e imprese



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2005.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta<sup>3)</sup> di prestiti da parte delle imprese ha continuato a diminuire leggermente nel quarto trimestre del 2004 (cfr. figura B, primo riquadro), a causa del calo nella domanda proveniente dalle grandi imprese, laddove in base all’indagine di gennaio la domanda delle piccole e medie imprese risulta di fatto cresciuta. Secondo le banche interpellate, i principali fattori all’origine della complessiva flessione della domanda netta sono stati la debolezza degli investimenti fissi e l’accresciuto impiego di fonti alternative di finanziamento da parte delle imprese.

**Aspettative.** Per il primo trimestre del 2005 le banche si attendono nel complesso che i criteri per la concessione di prestiti o linee di credito a favore delle imprese non subiscano modifiche di rilievo rispetto al trimestre precedente (cfr. figura A, primo riquadro). Nel contempo la domanda netta di prestiti dovrebbe segnare un notevole aumento (cfr. figura B, primo riquadro), più pronunciato nel caso delle piccole e medie imprese che non in quello delle imprese maggiori.

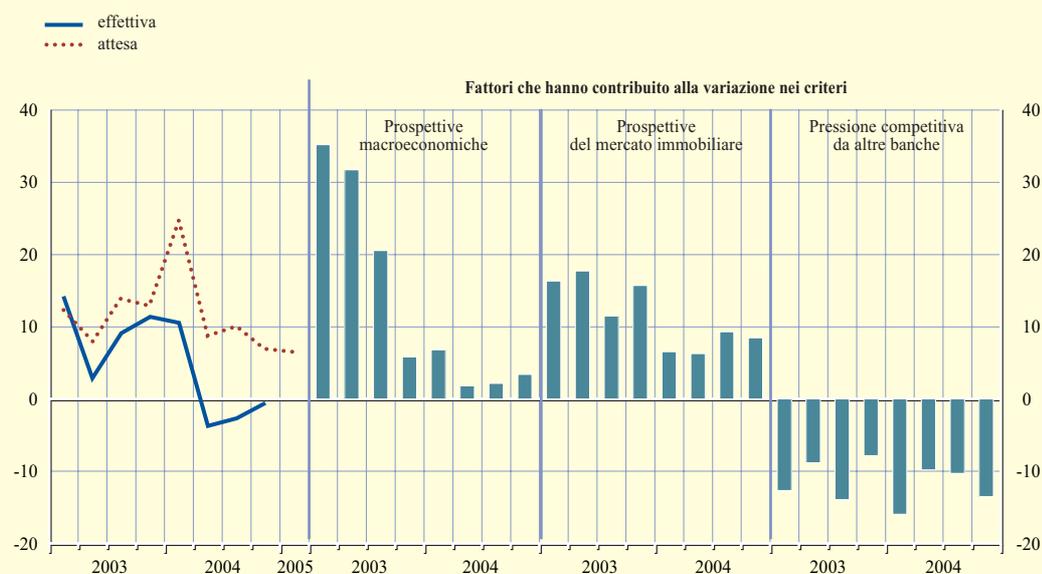
#### Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Anche per il quarto trimestre del 2004 le banche hanno segnalato un lieve allentamento netto dei criteri applicati in sede di approvazione dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni (cfr. figura C, primo riquadro). I fattori alla base dell’andamento restano perlopiù gli stessi che nel trimestre precedente. L’allentamento netto

3) Il termine “domanda netta” fa riferimento alla differenza tra la quota di banche segnalanti un aumento nella domanda di prestiti e quella di banche segnalanti una sua contrazione.

**Figura C Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie**

(saldi percentuali)



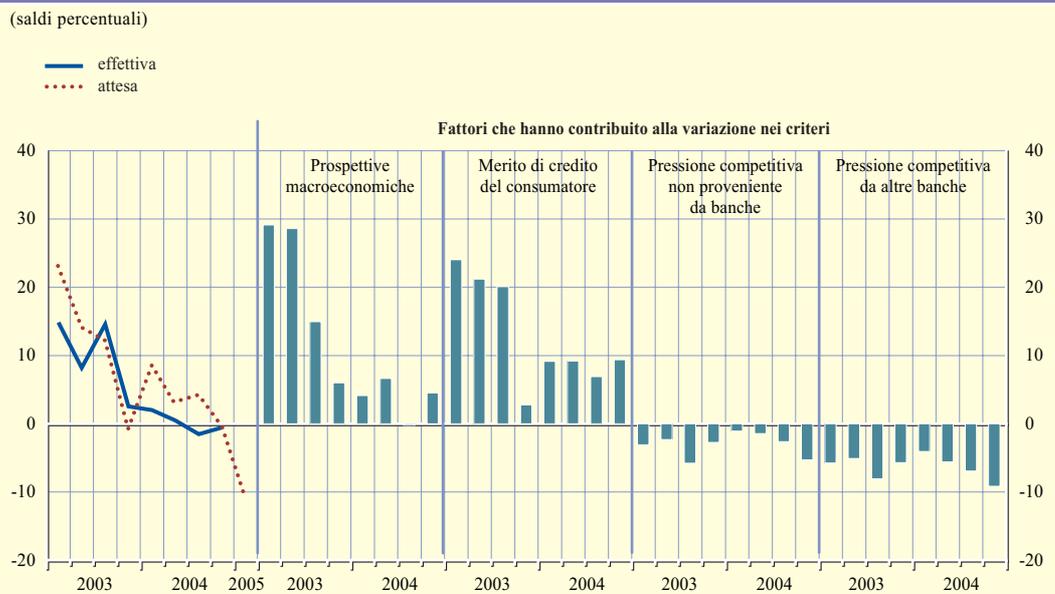
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2005.

ha riflesso in parte un leggero aumento della concorrenza fra banche (cfr. figura C, quarto riquadro), mentre le aspettative per l'attività economica generale hanno contribuito in misura lievemente maggiore a un inasprimento netto (cfr. figura C, secondo riquadro). Nel contempo, le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno nuovamente contribuito in misura lievemente inferiore a un inasprimento netto (cfr. figura C, terzo riquadro). Riguardo ai termini e alle condizioni del credito, il lieve allentamento netto dei criteri applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato conseguito soprattutto attraverso una diminuzione dei margini sulla media dei prestiti. Rispetto al trimestre precedente, nel quarto trimestre dello scorso anno i margini applicati ai prestiti più rischiosi hanno contribuito in misura minore a un inasprimento netto dei criteri.

**Domanda di prestiti.** Secondo le banche interpellate, nel quarto trimestre la domanda netta dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è aumentata (cfr. figura B, secondo riquadro). Il principale fattore esplicativo menzionato è stato la percezione da parte dei prenditori di un miglioramento delle prospettive per il mercato degli immobili residenziali.

**Aspettative.** Le banche partecipanti all'indagine si attendono che i criteri per la concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni subiscano un inasprimento netto nel primo trimestre del 2005, dopo il lieve allentamento netto del trimestre precedente (cfr. figura C, primo riquadro), e che la domanda netta per questa tipologia di prestiti decresca nei tre mesi a venire, sempre rispetto al trimestre precedente (cfr. figura B, secondo riquadro).

**Figura D Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di credito al consumo e altri crediti da parte delle famiglie**



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all’inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all’allentamento. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2005.

### Prestiti per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

**Criteri per la concessione del credito.** Nel caso dei prestiti per il credito al consumo, nel quarto trimestre vi è stato un ulteriore lieve allentamento netto degli standard creditizi (cfr. figura D, primo riquadro), riconducibile principalmente alla più accesa concorrenza da parte di altre banche e di soggetti non bancari (cfr. figura D, quarto e quinto riquadro). Allo stesso tempo le banche hanno segnalato che le aspettative riguardo all’attività economica generale e al merito di credito dei consumatori hanno contribuito in misura lievemente maggiore a un inasprimento netto delle loro politiche di prestito (cfr. figura D, secondo e terzo riquadro). La modifica dei termini e delle condizioni del credito al consumo è avvenuta principalmente attraverso la variazione dei margini sulla media dei prestiti.

**Domanda di prestiti.** Secondo quanto segnalato dalle banche partecipanti alle indagini, la domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti a favore delle famiglie è significativamente diminuita nel quarto trimestre, fino ad assumere valori negativi (cfr. figura B, terzo riquadro). Alla base di ciò vi sarebbero principalmente un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e l’accresciuto risparmio delle famiglie.

**Aspettative.** Per il primo trimestre del 2005 le banche si attendono un allentamento netto degli standard creditizi rispetto al trimestre precedente (cfr. figura D, primo riquadro), nonché un significativo aumento della domanda netta di credito al consumo nei tre mesi a venire (cfr. figura B, terzo riquadro).

Riquadro 2

FLUSSI DI CAPITALI ESTERI E DINAMICHE MONETARIE INTERNE NELL'AREA DELL'EURO

La vigorosa crescita di M3 dalla metà del 2001 in poi ha determinato l'accumulazione di un eccesso di liquidità nell'area dell'euro. A tale andamento hanno concorso, in parte, le straordinarie riallocazioni di portafoglio tra attività monetarie e titoli a lungo termine in un contesto contraddistinto da maggiori incertezze a livello economico, finanziario e geopolitico<sup>1)</sup>. In sostanza, le riallocazioni hanno assunto la forma di consistenti vendite di titoli contro moneta da parte dei residenti diversi dalle IFM dell'area dell'euro.

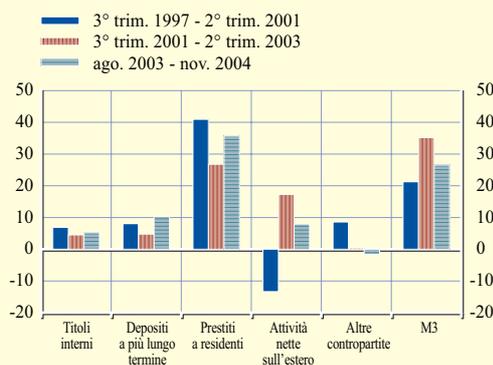
Per comprendere meglio la natura di tali riallocazioni di portafoglio, risulta utile analizzare quali settori hanno svolto il ruolo di controparti nella vendita di titoli a lungo termine da parte dei residenti dell'area dell'euro<sup>2)</sup>. Se una famiglia dell'area vende un'obbligazione o un'azione a un'altra famiglia, la quantità di moneta complessiva non viene alterata: la moneta circola semplicemente all'interno del settore detentore. Soltanto le transazioni nei confronti di IFM e non residenti influiscono sulle consistenze monetarie. Questo riquadro prende in esame le operazioni tra residenti e non residenti nell'area dell'euro, che si riflettono nell'evoluzione delle attività nette sull'estero del settore delle IFM.

La vendita di un titolo da parte di una famiglia dell'area dell'euro a un non residente generalmente accrescerà lo stock interno di moneta. Per esempio, se un non residente acquista un titolo da una famiglia dell'area mediante un assegno tratto sul conto che detiene presso una banca dell'area (non incluso nello stock di moneta) e accreditato sul conto della famiglia (incluso nello stock di moneta), la quantità di moneta interna complessiva aumenterà. Parallelamente, le attività nette sull'estero del settore delle IFM si accresceranno, poiché il saldo del conto del non residente, che rappresenta una passività verso l'estero della banca, diminuirà.

La figura A mostra che, in termini contabili, l'aumento cumulato di M3 tra il terzo trimestre del 2001 e il secondo trimestre del 2003 è stato associato a un incremento delle attività nette sull'estero, mentre le variazioni di altre contropartite (ad esempio, le transazioni effettuate dalle banche su titoli interni<sup>3)</sup>) sono state di modesta entità oppure, nel caso dei prestiti concessi a residenti, si

Figura A Contropartite di M3 nel bilancio consolidato delle IFM

(flussi mensili in miliardi di euro; medie sul periodo di riferimento; dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.  
Cfr. la nota 3 di questo riquadro per la spiegazione delle principali differenze fra la presentazione delle contropartite di M3 in questa figura e quella nel testo.

1) Per un'analisi esaustiva degli andamenti monetari negli anni precedenti e delle loro implicazioni per la stabilità dei prezzi, cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* pubblicato nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.  
2) Cfr. anche il riquadro 1 *Le controparti delle riallocazioni straordinarie di portafoglio a favore di attività monetarie tra il 2001 e il 2003* all'interno dell'articolo citato nella nota precedente.  
3) Nella figura A, le contropartite di M3 sono presentate in modo diverso da quello adottato nella figura 4 nel testo. In particolare, vi si mostra un aggregato denominato "titoli interni" costituito dalla somma delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (compresi capitale e riserve) meno i depositi a più lungo termine e i titoli emessi da società diverse dalle IFM detenuti dalle IFM. Tale modalità di presentazione consente di distinguere le transazioni effettuate dalle IFM su titoli interni da altre contropartite, specialmente dalle attività nette sull'estero. Il credito concesso ai residenti nell'area dell'euro non è pertanto riportato nella figura. Questa include soltanto i prestiti ai residenti, poiché i titoli detenuti dalle IFM rientrano nell'aggregato "titoli interni".

sono evolute in una direzione che, a parità di altre condizioni, avrebbe dovuto limitare e non alimentare la crescita monetaria.

La figura A illustra altresì che i forti afflussi di capitale nell'area dell'euro dal 2001 al 2003 (visibili nelle variazioni delle attività nette sull'estero delle IFM in tale periodo) erano stati preceduti da consistenti deflussi tra il 1998 e il 2000. Alla fine degli anni Novanta le imprese e le famiglie dell'area (attraverso i fondi comuni) avevano accumulato consistenti disponibilità di azioni estere, in parte nel contesto del boom della "nuova economia" negli Stati Uniti. Inoltre, la propensione degli operatori economici a diversificare i propri portafogli in diversi paesi in modo tale da ridurre la vulnerabilità complessiva al rischio può avere indotto, in una certa misura, una internazionalizzazione dei portafogli in questo periodo, con un potenziale impatto sulla crescita monetaria interna.

Successivamente, in un contesto di elevata incertezza sui mercati finanziari e a livello geopolitico dopo il 2001, il settore detentore di moneta dell'area dell'euro ha riallocato i propri portafogli dalle azioni in consistenze monetarie, alla ricerca di rendimenti più sicuri e di maggiore liquidità. Una conseguenza di tale processo è stata il rientro di fondi precedentemente investiti in azioni estere. In questo quadro, l'area dell'euro può essere stata considerata un "rifugio sicuro" rispetto al resto del mondo e ciò può aver determinato l'accumulazione di flussi di capitale da residenti e/o non residenti nell'area con un impatto positivo sulla crescita monetaria.

L'analisi degli andamenti degli ultimi anni può altresì essere situata nel contesto della dinamica a più lungo termine delle consistenze di attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro. La figura B mostra che, in conseguenza dei consistenti deflussi di capitale fra il 1998 e il 2000, tali consistenze

hanno raggiunto minimi senza precedenti in rapporto al livello del PIL nel 2001<sup>4)</sup>, prima delle parziali inversioni registrate tra il 2001 e il 2003. A tale riguardo un'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio implicherebbe molto probabilmente un ulteriore calo delle attività nette sull'estero a livelli molto bassi.

Nel complesso, questa forma di analisi evidenzia l'importanza dei flussi finanziari esteri per spiegare le dinamiche monetarie interne degli ultimi anni. Sembra utile considerare esplicitamente tale dimensione esterna nel valutare le motivazioni alla base di eccessive disponibilità di moneta, in particolare di quelle connesse a un'accresciuta avversione al rischio<sup>5)</sup>.

**Figura B Attività nette sull'estero delle IFM in rapporto al PIL**

(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

4) La figura si basa su serie storiche diffuse per la prima volta dalla pubblicazione di questo Bollettino (e consultabili nella sezione statistica del sito Internet della BCE).

5) Cfr. il riquadro 2 *Avversione al rischio e andamenti degli aggregati monetari* pubblicato nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dai residenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel novembre del 2004. Nello stesso periodo, la crescita delle azioni quotate emesse da residenti dell'area si è mantenuta sui valori contenuti degli ultimi due anni.

### TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è leggermente aumentato in novembre, al 6,8 per cento, dal 6,7 di ottobre (cfr. figura 5). L'aumento delle emissioni a breve termine è proseguito a ritmi moderati (3,1 per cento), mentre i titoli a lungo termine hanno continuato a evidenziare una crescita vigorosa (7,2 per cento).

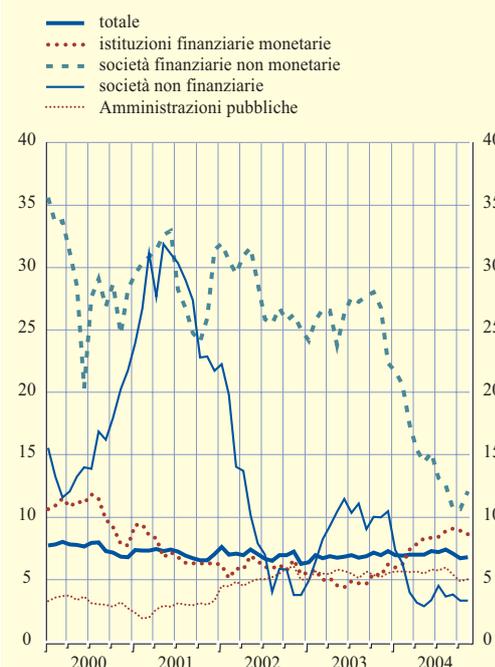
In termini di scomposizione settoriale, nonostante una lieve flessione la crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM in novembre è rimasta elevata, all'8,6 per cento, considerevolmente superiore al 5 per cento circa della media del 2003 (cfr. tavola 3). Come nei mesi precedenti, fra le emissioni nette delle IFM hanno avuto un ruolo preponderante quelle di titoli a lungo termine e a tasso variabile (cfr. anche il riquadro 3), rispecchiando con tutta probabilità la volontà delle IFM di approfittare dei livelli storicamente contenuti dei costi del finanziamento mediante ricorso al credito (specie nel segmento a breve della curva dei rendimenti) per finanziare la forte crescita in atto dei prestiti al settore privato non finanziario.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal comparto delle imprese diverse dalle IFM è aumentato in novembre di 0,7 punti percentuali, al 7,9 per cento, di riflesso da un lato alla crescita leggermente più elevata delle emissioni delle imprese finanziarie non monetarie, e dall'altro a quella invariata delle emissioni di imprese non finanziarie. La crescita delle emissioni delle imprese finanziarie non monetarie, che tipicamente finanziano in via indiretta le IFM e le imprese non finanziarie per il tramite di consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*), è aumentata di 1,5 punti percentuali, al 12,1 per cento, un tasso comunque significativamente inferiore alla media del 2003 (26 per cento circa).

La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da imprese non finanziarie nell'area dell'euro in novembre è rimasta invariata al 3,3 per cento, un tasso significativamente inferiore a quello medio prevalente nel 2003 (9 per cento), che va altresì valutato alla luce dell'attuale basso costo del finanziamento tramite titoli di debito. Il livello relativamente contenuto dell'attività di emissione delle imprese non finanziarie potrebbe essere collegato al miglioramento degli utili

**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.

societari nel 2004, che ha alimentato il risparmio interno e, di conseguenza, potrebbe aver ridotto il fabbisogno di finanziamenti esterni. Allo stesso tempo, le emissioni di titoli di debito delle imprese non finanziarie non sembrano tenere il passo dei prestiti loro erogati, che negli ultimi mesi hanno segnato un'accelerazione. Questi andamenti divergenti potrebbero in parte trovare spiegazione nel miglioramento delle condizioni di offerta praticate dalle banche (come mostra ad esempio l'allentamento netto dei criteri per l'approvazione dei prestiti emerso dall'indagine di gennaio sul credito bancario; cfr. riquadro 1).

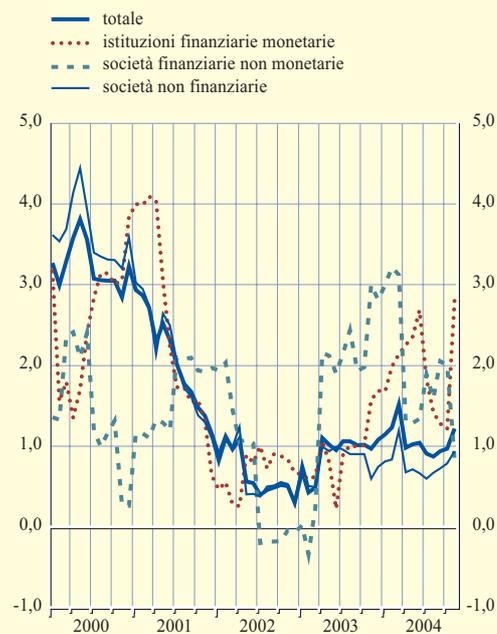
Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è rimasto sostanzialmente invariato in novembre, al 5,0 per cento, per effetto del protrarsi di una moderata crescita delle emissioni delle Amministrazioni centrali (4,5 per cento) e della vigorosa attività di emissione di altri comparti delle Amministrazioni pubbliche, cresciuta nello stesso periodo del 14,2 per cento.

### AZIONI QUOTATE

Come già negli ultimi due anni, in novembre l'attività di emissione sul mercato azionario primario è stata fiacca, con un tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro sostanzialmente invariato all'1,2 per cento (cfr. figura 6 e tavola 3). In particolare,

**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.

**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 <sup>1)</sup>					
		2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 ott.	2004 nov.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>9.253</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>
IFM	3.533	5,4	6,3	8,0	8,7	8,9	8,6
Società finanziarie non monetarie	712	26,6	20,7	15,4	12,9	10,6	12,1
Società non finanziarie	604	9,9	6,9	3,2	3,9	3,3	3,3
Amministrazioni pubbliche	4.404	5,4	5,6	5,6	5,8	4,9	5,0
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.162	4,6	4,8	5,0	5,2	4,4	4,5
Altre amministrazioni pubbliche	241	22,3	21,3	18,4	16,3	14,0	14,2
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>3.759</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>
IFM	578	1,3	1,9	2,3	1,7	1,2	2,8
Società finanziarie non monetarie	362	2,5	3,1	1,6	1,7	2,0	0,8
Società non finanziarie	2.820	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9

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*.

il tasso di crescita delle emissioni da parte di società non finanziarie è rimasto contenuto, allo 0,9 per cento, quello delle imprese finanziarie non monetarie (comprese le società di assicurazione) è diminuito di 1,2 punti percentuali, allo 0,8 per cento (prevalentemente a causa di un effetto base), e quello delle IFM è aumentato di 1,6 punti percentuali, al 2,8 per cento, soprattutto grazie a una singola ingente emissione. Nel complesso, la contenuta attività nel mercato azionario primario rispecchia probabilmente la bassa domanda di finanziamento esterno dovuta al miglioramento degli utili, alla ripresa solo graduale dell'attività di fusione e acquisizione e alla limitata necessità di ricorrere a una fonte di finanziamento relativamente dispendiosa, qual è l'emissione di titoli azionari, in un periodo di costi molto contenuti di finanziamento mediante ricorso al credito.

### Riquadro 3

#### TITOLI DI DEBITO A LUNGO TERMINE A TASSO FISSO E A TASSO VARIABILE EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA DELL'EURO

Nel gennaio 2005 la BCE ha dato avvio alla pubblicazione di nuovi dati relativi alla scomposizione dei titoli di debito a lungo termine emessi da residenti nell'area dell'euro, distinguendo tra strumenti a tasso fisso e a tasso variabile. A questo riguardo, secondo gli indirizzi della BCE in materia di statistiche <sup>1)</sup>, le emissioni a tasso variabile comprendono tutte le emissioni per le quali la cedola è periodicamente modificata con riferimento a un tasso d'interesse indipendente, incluse le cedole indicizzate. I nuovi dati sono disponibili da gennaio 1999 (da dicembre 1998 per le consistenze in essere).

Questi dati sono utili per analizzare l'andamento delle emissioni di titoli di debito. Essi forniscono informazioni per esaminare la trasmissione della politica monetaria al finanziamento dei vari settori e agevolano l'analisi della sensibilità dei costi di finanziamento alle variazioni dei tassi di interesse. Inoltre, possono offrire indicazioni sulle aspettative degli emittenti circa l'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine.

Secondo le nuove statistiche, più di due terzi delle consistenze totali in essere dei titoli di debito a lungo termine sono attualmente costituiti da titoli a tasso fisso, mentre la parte restante comprende per lo più strumenti a tasso variabile (cfr. tavola). Nel corso del tempo l'importanza relativa dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile è aumentata, passando dal 15 per cento delle consistenze totali alla fine del 1998 al 20 per cento alla fine di novembre 2004. Ciò è principalmente riconducibile all'incremento delle emissioni di titoli a lungo termine a tasso variabile da parte delle società finanziarie, ossia le istituzioni finanziarie monetarie (IFM) e le società finanziarie non monetarie, e, in misura minore, anche da parte delle Amministrazioni non centrali. Per contro, dal 1998 è diminuita la quota di emissioni a tasso variabile effettuate dalle società non finanziarie e dalle Amministrazioni centrali.

La quota di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile emessi dalle **IFM** è salita dal 19 per cento delle consistenze totali alla fine del 1998 al 32 per cento alla fine di novembre 2004. Recentemente, gli emittenti potrebbero aver fatto ricorso a tale strumento per finanziare la quota crescente di prestiti a tasso variabile concessi dalle IFM in diversi paesi.

1) Cfr. allegato XIX dell'Indirizzo della Banca centrale europea, del 6 febbraio 2003, relativo a taluni requisiti di segnalazione statistica previsti dalla Banca centrale europea e alle procedure di segnalazione da parte delle banche centrali nazionali nel settore delle statistiche monetarie e bancarie (BCE/2003/2).

## Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

	Consistenze in essere <sup>1)</sup> (miliardi di euro, salvo diversa indicazione)		Tassi di crescita sui dodici mesi <sup>2)</sup> (variazioni percentuali)				
	fine dic. 1998	fine nov. 2004	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Totale</b>	<b>6.034</b>	<b>9.337</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>
<i>di cui (in percentuale del totale):</i>							
titoli di debito a lungo termine a tasso fisso	74	68	6,6	6,0	5,9	5,2	5,0
titoli di debito a lungo termine a tasso variabile	15	20	11,2	13,4	12,3	9,0	16,7
titoli di debito a breve termine	9	10	12,4	7,4	5,5	14,1	3,0
<b>Istituzioni Monetarie Finanziarie</b>	<b>2.241</b>	<b>3.577</b>	<b>10,5</b>	<b>7,4</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>	<b>8,0</b>
<i>di cui (in percentuale del totale):</i>							
titoli di debito a lungo termine a tasso fisso	72	54	4,3	2,4	2,8	2,1	3,1
titoli di debito a lungo termine a tasso variabile	19	32	19,1	22,3	14,3	8,3	18,5
titoli di debito a breve termine	8	11	35,1	4,9	3,9	12,1	1,8
<b>Società finanziarie non monetarie</b>	<b>196</b>	<b>740</b>	<b>29,2</b>	<b>28,8</b>	<b>28,3</b>	<b>26,2</b>	<b>14,7</b>
<i>di cui (in percentuale del totale):</i>							
titoli di debito a lungo termine a tasso fisso	89	56	22,8	18,1	15,1	15,3	6,8
titoli di debito a lungo termine a tasso variabile	7	42	108,2	107,0	86,3	54,8	29,9
titoli di debito a breve termine	5	1	17,6	34,3	7,4	1,1	-11,9
<b>Società non finanziarie</b>	<b>293</b>	<b>607</b>	<b>15,5</b>	<b>27,1</b>	<b>10,2</b>	<b>9,0</b>	<b>4,1</b>
<i>di cui (in percentuale del totale):</i>							
titoli di debito a lungo termine a tasso fisso	66	69	11,0	27,1	19,8	12,6	3,6
titoli di debito a lungo termine a tasso variabile	16	13	21,1	25,1	-5,5	-13,4	10,1
titoli di debito a breve termine	16	16	27,9	31,0	-7,1	5,7	0,9
<b>Amministrazioni centrali</b>	<b>3.203</b>	<b>4.166</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>
<i>di cui (in percentuale del totale):</i>							
titoli di debito a lungo termine a tasso fisso	75	82	6,7	5,2	4,8	4,4	5,7
titoli di debito a lungo termine a tasso variabile	12	7	-6,4	-13,4	-8,0	-9,2	0,5
titoli di debito a breve termine	10	10	-8,3	2,6	11,8	19,2	4,8
<b>Altre amministrazioni pubbliche</b>	<b>102</b>	<b>248</b>	<b>5,7</b>	<b>15,9</b>	<b>27,7</b>	<b>25,9</b>	<b>17,4</b>
<i>di cui (in percentuale del totale):</i>							
titoli di debito a lungo termine a tasso fisso	89	74	-0,6	12,3	22,7	22,6	14,6
titoli di debito a lungo termine a tasso variabile	7	24	61,6	38,5	57,7	42,8	26,5
titoli di debito a breve termine	4	2	26,7	18,5	7,2	-2,0	24,0

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature nella somma delle percentuali di titoli di debito a lungo e a breve termine sono attribuibili al fatto che i dati relativi ai titoli di debito a lungo termine a cedola nulla, che includono effetti di rivalutazione, non sono riportati separatamente nella tavola.

2) Medie annuali; l'ultimo dato disponibile per il 2004 è relativo a novembre.

Anche le emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile delle **società finanziarie non monetarie** si sono accresciute considerevolmente negli ultimi anni, raggiungendo una quota superiore al 40 per cento delle consistenze totali alla fine di novembre 2004, rispetto ad appena il 7 per cento alla fine del 1998. La crescita dell'emissione netta di questi strumenti può essere in parte ascrivibile al fatto che alcuni dei maggiori mercati di titoli di debito con garanzia ipotecaria si sono sviluppati in paesi in cui i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono concessi prevalentemente a tassi variabili. Al riguardo, le società finanziarie non monetarie hanno emesso titoli a lungo termine a tasso variabile per equilibrare i flussi dei pagamenti per interessi sulle attività e passività patrimoniali. Sebbene le emissioni in questo settore siano in larga misura connesse alla cartolarizzazione di mutui ipotecari, esse includono anche alcune emissioni di titoli di debito effettuate indirettamente da società non finanziarie attraverso consociate finanziarie.

A differenza di quanto osservato per le società finanziarie, la quota delle consistenze in essere di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile emesse da **società non finanziarie** è leggermente diminuita, passando dal 16 al 13 per cento delle consistenze totali tra la fine del 1998 e la fine

di novembre 2004. Tuttavia, dall'inizio del 2004 sembra che le società non finanziarie abbiano preferito emettere tali strumenti per assicurarsi i bassi costi di finanziamento prevalenti nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti.

Anche la quota delle consistenze di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile emessi dalle **Amministrazioni centrali** è scesa negli ultimi anni, ad appena il 7 per cento delle consistenze totali alla fine di novembre 2004. Le emissioni nette di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile sono state negative per gran parte del periodo in esame. Tale andamento rispecchia in larga misura il fatto che il Tesoro italiano ha progressivamente sostituito emissioni a tasso variabile con emissioni a tasso fisso, nel quadro di una politica strutturale di gestione del debito attuata dalla metà degli anni Novanta. La quota consistente di indebitamento a tasso variabile in questo paese deve essere considerata in relazione al periodo di tassi di interesse più elevati che ha preceduto l'inizio della Terza fase dell'UEM. In un contesto di stabilità dei prezzi, la diminuzione del premio a termine per le emissioni a tasso fisso ha facilitato il ricorso a queste ultime nel segmento a lungo termine del mercato.

Diversamente da quanto rilevato per le Amministrazioni centrali, la quota delle consistenze di titoli a tasso variabile emessi dal settore delle **altre Amministrazioni pubbliche** è salita da meno del 10 per cento alla fine del 1998 a circa il 25 per cento alla fine di novembre 2004. Ciò suggerisce che le altre Amministrazioni pubbliche abbiano cercato di trarre profitto dal periodo di bassi tassi di interesse a breve termine per ridurre i pagamenti per interessi sul proprio debito in essere.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario a breve termine sono rimasti complessivamente stabili in gennaio, a fronte di un graduale calo di quelli a più lungo termine. Di conseguenza, la curva dei rendimenti del mercato monetario ha assunto un profilo lievemente più piatto nel periodo.*

In gennaio i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono scesi gradualmente dai livelli raggiunti a fine anno, registrando un calo più significativo di quello del segmento a più breve termine (cfr. figura 7). Di conseguenza, la curva dei rendimenti del mercato monetario ha assunto un profilo lievemente più piatto. Il 2 febbraio il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era pari a 18 punti base, inferiore di 6 punti rispetto alla fine di dicembre.

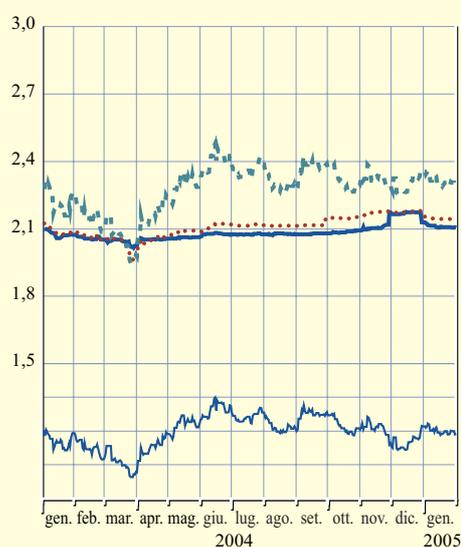
Il calo dell'Euribor in gennaio si è riflesso anche nell'andamento dei contratti future sui tassi del mercato monetario. I tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti con scadenza a marzo, giugno e settembre 2005 sono diminuiti stabilmente in gennaio, collocandosi il 2 febbraio rispettivamente al 2,16, 2,25 e 2,38 per cento, in calo di 5, 9 e 13 punti base rispetto agli inizi del mese.

Dopo il consueto aumento di fine anno, i tassi di interesse del mercato monetario a più breve termine sono rimasti relativamente stabili tra il 3 gennaio e il 2 febbraio 2005. I tassi marginale e medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si sono stabilizzati, mantenendosi rispettivamente al 2,06 e 2,07 per cento in tutte le operazioni effettuate in gennaio. L'Eonia è aumentato lievemente rispetto ai mesi recenti e si è mantenuto intorno al 2,08 per cento per la maggior parte del mese, con la sola eccezione degli ultimi giorni del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 18 gennaio. Dopo l'ultima operazione di rifinanziamento principale del periodo di mantenimento, l'Eonia è inizialmente sceso sotto il 2,00 per cento, sospinto da attese 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)

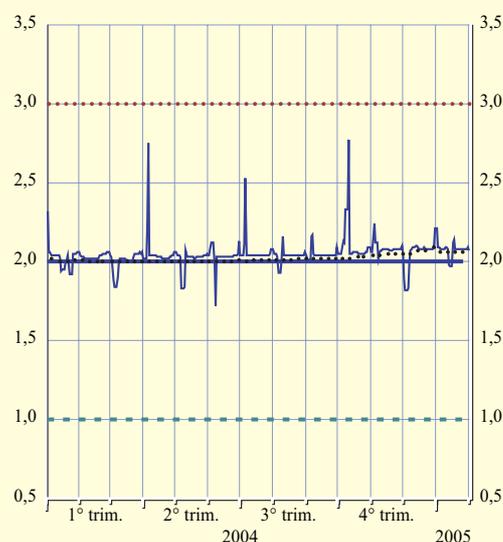


Fonte: Reuters.

**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.

condizioni di liquidità abbondante, per poi salire al 2,12 e 2,14 per cento nel penultimo e ultimo giorno del periodo, per effetto di un'inattesa scarsità di liquidità nell'area. Il 18 gennaio un'operazione di *fine tuning* dell'importo di 8 miliardi di euro ha contribuito a ripristinare condizioni di liquidità più equilibrate e ha in qualche misura contenuto il rialzo del tasso di interesse *overnight* nell'ultimo giorno del periodo (cfr. figura 8).

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 27 gennaio, i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 2,09 e 2,10 per cento, inferiori di 3 e 4 punti base a quelli dell'operazione precedente (23 dicembre 2004) e rispettivamente di 5 e 4 punti base ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti il 27 gennaio.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*I rendimenti complessivi dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti in gennaio sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Su entrambi i mercati, il calo sembra rispecchiare il calo dei tassi di inflazione "di pareggio".*

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti lievemente tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, collocandosi in tale data intorno al 4,2 per cento (cfr. figura 9).

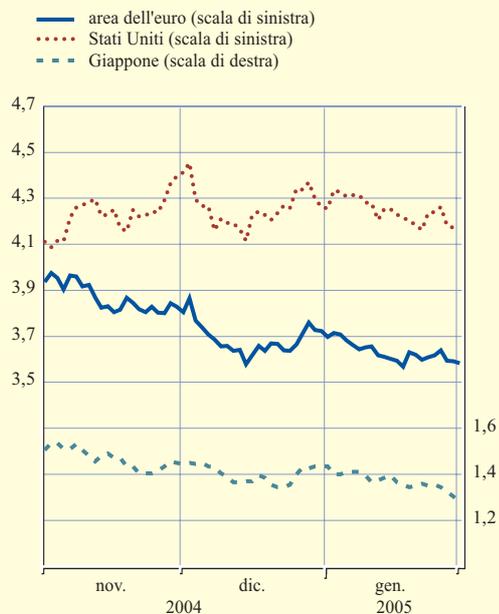
I rendimenti dei titoli a breve e medio termine sono aumentati in misura significativa, in contrasto con l'andamento nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti. Ciò sembra in parte riconducibile a una revisione delle attese del mercato circa il ritmo a cui proseguirà l'inasprimento della politica monetaria statunitense a seguito della diffusione dei verbali della riunione del Federal Open Market Committee del 4 gennaio.

Il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati è aumentato di circa 10 punti base tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, probabilmente a indicazione di una lieve revisione al rialzo delle attese sulla crescita a lungo termine dell'economia statunitense. Nel contempo il tasso di inflazione "di pareggio" a lungo termine (misurato dalla differenza tra i rendimenti nominali dei titoli a dieci anni e quelli di titoli corrispondenti indicizzati all'inflazione) è diminuito di 15 punti base, collocandosi al 2,6 per cento circa il 2 febbraio. Tale calo è in parte riconducibile alla pubblicazione dell'indice dei prezzi al consumo statunitense relativo a dicembre, lievemente inferiore alle attese.

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 diminuita lievemente in gennaio, rimanendo quindi su 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)

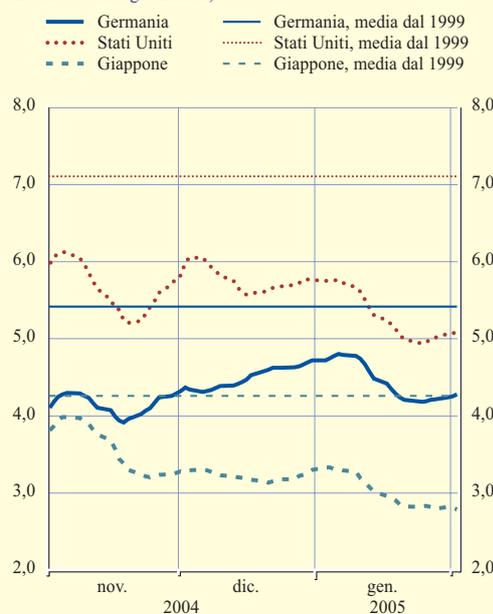


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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 sono diminuiti lievemente tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, collocandosi in tale data intorno all'1,3 per cento. L'andamento probabilmente riflette i timori da parte degli operatori circa un rallentamento della ripresa economica, dopo una serie di dati economici contrastanti pubblicati in gennaio.

L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è diminuita lievemente nel periodo, mantenendosi all'inizio di febbraio su un livello inferiore alla media registrata dal 1999.

## AREA DELL'EURO

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di circa 10 punti base nell'area dell'euro tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, collocandosi in tale data al 3,6 per cento. Nello stesso periodo il differenziale fra i rendimenti obbligazionari a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, intorno a 55 punti base il 2 febbraio. A differenza degli Stati Uniti, nell'area dell'euro il calo dei rendimenti obbligazionari ha interessato tutto lo spettro delle scadenze (cfr. figura 11).

Il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati è rimasto sostanzialmente invariato tra la fine di dicembre e il 2 febbraio. Sembra pertanto che le attese degli operatori sulla crescita a lungo termine si siano stabilizzate nelle settimane recenti, interrompendo la tendenza calante in atto da luglio. Nel contempo le attese sull'inflazione a lungo termine nell'area sono diminuite lievemente, come indicato dal calo in gennaio di circa 5 punti base (al 2,1 per cento il 2 febbraio) del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni (misurato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni e quelli di titoli corrispondenti indicizzati allo IAPC dell'area, al netto dei prezzi del tabacco). I tassi di inflazione "di pareggio" riflettono in una certa misura le attese di inflazione a lungo termine, ma vanno interpretati con cautela, in quanto incorporano diversi premi per il rischio che possono distorcerne il livello.

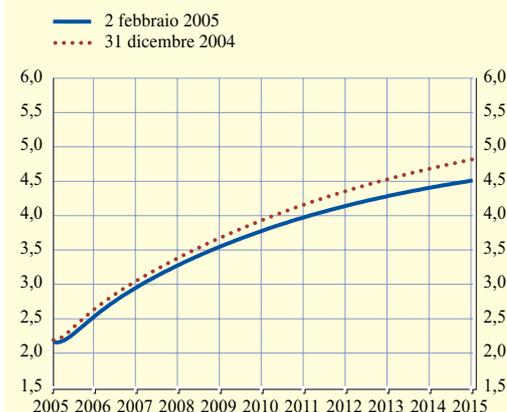
L'incertezza sull'andamento futuro dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è diminuita lievemente in gennaio, a un livello lievemente inferiore alla media registrata dal 1999.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In novembre la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata, a fronte di una lieve diminuzione dei tassi a lungo termine.

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

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

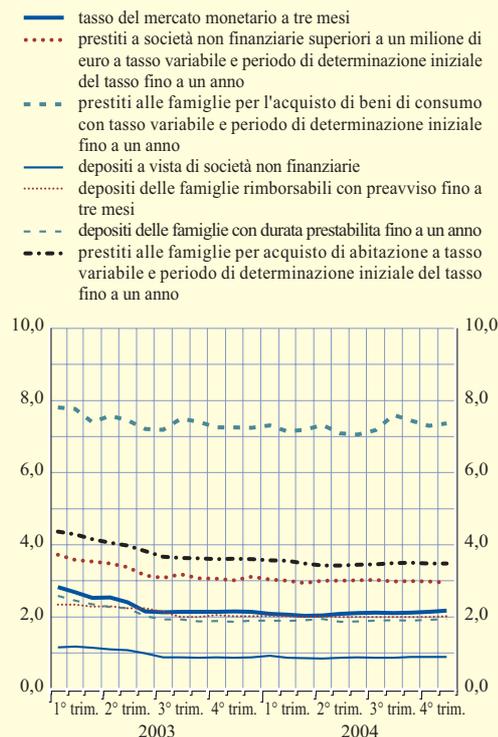


Fonte: stima della BCE.

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*.

**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 ponderati <sup>1)</sup>)

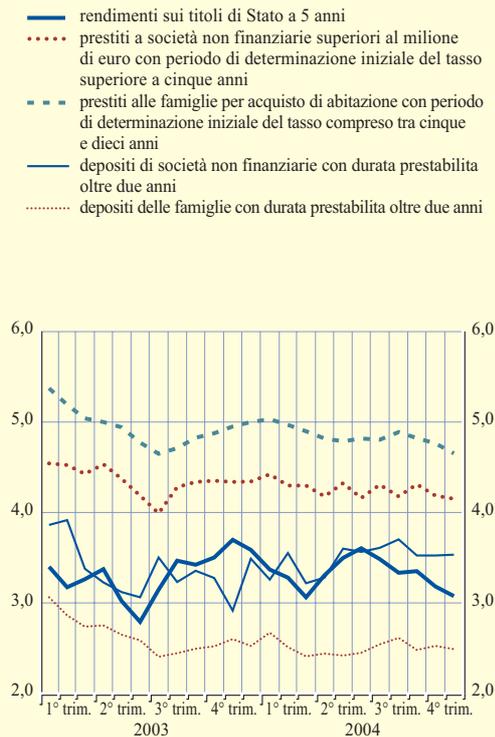


Fonte: BCE.

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

**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 ponderati <sup>1)</sup>)



Fonte: BCE.

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

In novembre la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura 12 e tavola 4). Considerando un orizzonte temporale più lungo, i tassi a breve delle IFM sui depositi sono variati in misura solo marginale nei primi undici mesi del 2004, a fronte di un lieve calo della maggior parte dei tassi comparabili sui prestiti. Ad esempio, 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 nel periodo considerato, quelli sui prestiti a società non finanziarie di importo contenuto (fino a un milione di euro) sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli sui prestiti di importo elevato (oltre il milione di euro) sono scesi di oltre 15 punti base. A titolo di confronto, nello stesso periodo il tasso del mercato monetario a tre mesi è rimasto complessivamente invariato.

Per quanto riguarda i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni, questi sono rimasti complessivamente invariati o sono diminuiti solo lievemente in novembre (cfr. figura 13 e tavola 4), con la sola eccezione del tasso sui prestiti alle famiglie con periodo di determinazione iniziale compreso fra cinque anni e dieci anni, diminuito di oltre 10 punti base.

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni**

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

							Variazione in punti base fino a ottobre 2004			
	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2003 gen.	2003 dic.	2004 ago.	2004 ott.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>										
<b>Depositi delle famiglie</b>										
con durata prestabilita fino a un anno	1,88	1,90	1,92	1,90	1,92	1,94	-65	5	2	2
con durata prestabilita oltre due anni	2,45	2,54	2,61	2,48	2,53	2,49	-57	-4	-12	-4
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,02	-32	0	2	2
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,54	2,54	2,53	2,52	2,52	2,51	-77	-17	-2	-1
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,88	0,87	0,87	0,90	0,89	0,89	-27	1	2	0
<b>Depositi detenuti da società non finanziarie</b>										
con durata prestabilita fino a un anno	1,99	1,99	1,98	2,00	2,04	2,04	-68	4	6	0
con durata prestabilita oltre due anni	3,56	3,61	3,70	3,52	3,53	3,53	-33	4	-17	0
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>										
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,06	7,18	7,59	7,44	7,30	7,36	-45	12	-23	6
<b>Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,45	3,46	3,49	3,50	3,49	3,48	-88	-13	-1	-1
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,82	4,80	4,89	4,82	4,76	4,65	-72	-35	-24	-11
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,44	5,37	5,40	5,38	5,40	5,37	-83	-21	-3	-3
<b>Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,97	4,02	4,02	3,99	4,01	4,01	-86	-1	-1	0
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,72	4,68	4,71	4,70	4,65	4,55	-60	-26	-16	-10
<b>Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,01	3,03	2,98	3,00	2,98	2,95	-78	-16	-3	-3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,16	4,31	4,18	4,31	4,19	4,15	-39	-19	-3	-4
<b>Per memoria</b>										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	-66	2	6	2
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,74	2,70	2,53	2,60	2,47	2,41	-23	-17	-12	-6
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,60	3,49	3,33	3,35	3,18	3,08	-32	-51	-25	-10

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.

Considerando un orizzonte temporale più lungo, la maggioranza dei tassi a lungo termine, e in particolare quelli sui prestiti, è diminuita fra dicembre 2003 e novembre 2004. La flessione complessiva, tuttavia, è stata lievemente inferiore a quella dei più volatili tassi di mercato con scadenze comparabili (nello stesso periodo il rendimento sui titoli di Stato a cinque anni è diminuito di oltre 50 punti base), forse rispecchiando la normale lentezza dei tassi bancari nell'adeguarsi all'andamento del mercato. Per esempio, nel periodo in esame i tassi delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie (sia inferiori sia superiori al milione di euro e con periodo di determinazione iniziale superiore ai cinque anni) sono diminuiti di circa 20-25 punti base, mentre il tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale compreso tra cinque e dieci anni è calato di circa 35 punti base.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono aumentate in gennaio, mentre quelle statunitensi sono calate nello stesso periodo. I corsi azionari dell'area hanno tratto beneficio dalla pubblicazione di nuovi dati positivi sulla redditività delle imprese, oltre che dal calo dei tassi di interesse a lungo termine.

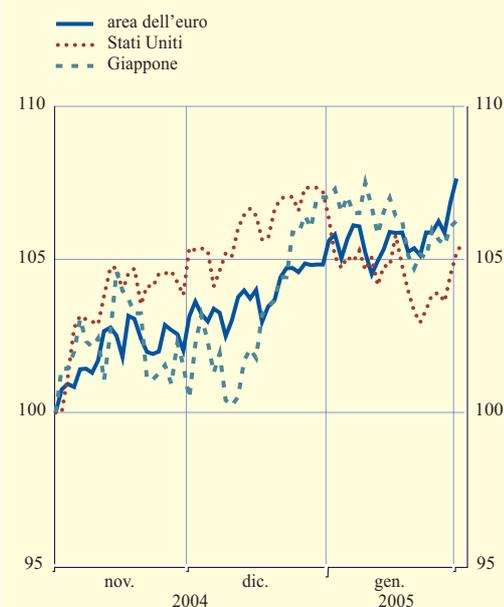
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'indice ampio Standard & Poor's 500 è calato di circa l'1 per cento tra la fine di dicembre e il 2 febbraio (cfr. figura 14). La flessione complessiva delle quotazioni sembra, in qualche misura, riconducibile all'impatto negativo del rialzo dei tassi di interesse reali, che riduce il valore corrente delle attività finanziarie. Tale flessione è stata abbastanza generalizzata, ma ha interessato in particolare le quotazioni di società nel settore tecnologico e delle telecomunicazioni, tendenzialmente più volatili. Un'eccezione ha rappresentato il settore energetico, i cui corsi sono saliti probabilmente sospinti dai rinnovati rincari del petrolio.

L'incertezza sul mercato azionario statunitense, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è rimasta sostanzialmente stabile tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, mantenendosi su livelli ben inferiori alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 15).

Figura 14 Indici dei corsi azionari

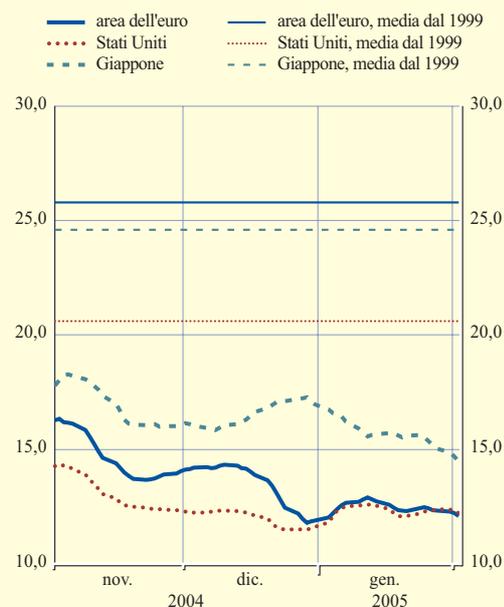
(indice: 1° novembre 2004 = 100; dati giornalieri)



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.

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.

## **GIAPPONE**

In Giappone i corsi azionari, misurati dall'indice Nikkei 225, sono diminuiti di circa l'1 per cento tra la fine di dicembre e il 2 febbraio. Tale contenuta flessione complessiva riflette i timori di alcuni operatori di mercato circa un eventuale rallentamento della ripresa economica e il suo impatto negativo sulla crescita futura degli utili societari. Il calo delle quotazioni azionarie è stato più pronunciato nel settore tecnologico.

La volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, una misura dell'incertezza del mercato azionario nipponico, è diminuita lievemente tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, mantenendosi quindi su un livello ben inferiore alla media registrata dal 1999.

## **AREA DELL'EURO**

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate di circa il 3 per cento tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, sostenute dal calo dei tassi di interesse a lungo termine e da dati positivi sulla crescita degli utili societari, stabilizzatasi in gennaio su livelli molto elevati, secondo l'indagine di Thomson Financial Datastream.

Tale andamento riflette una dinamica abbastanza disomogenea a livello settoriale, con un lieve calo del settore tecnologico a fronte di risultati migliori dell'indice complessivo nei settori energetico e industriale, forse riconducibili ai rincari del petrolio e all'aumento della redditività delle imprese.

L'incertezza sull'andamento futuro dei mercati azionari dell'area, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, non ha subito variazioni tra la fine di dicembre e il 2 febbraio, restando su livelli ben inferiori alla media registrata dal 1999.

## 3 PREZZI E COSTI

In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,4 per cento, dal 2,2 del mese precedente, per effetto del rincaro dei prodotti alimentari che ha più che compensato la flessione dei prezzi dei beni energetici. Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione è rimasto sostanzialmente invariato in dicembre, mentre gli indicatori del costo del lavoro disponibili fino al terzo trimestre del 2004 segnalano che le pressioni salariali hanno continuato a essere moderate. Guardando in avanti, in una prospettiva di breve termine l'inflazione armonizzata rimane caratterizzata da variabilità, a causa dei nuovi rincari dei prodotti petroliferi. L'inflazione dovrebbe tornare al di sotto del 2 per cento nel corso del 2005, benché permangano rischi al rialzo, in particolare in relazione all'evoluzione dei corsi petroliferi e a ulteriori eventuali variazioni di imposte e prezzi amministrati.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER GENNAIO 2005

Al momento della stesura di questo Bollettino, la stima rapida dell'Eurostat per l'inflazione in gennaio non era disponibile, in quanto la sua pubblicazione era prevista per il 4 febbraio. Tuttavia, è probabile che l'inflazione complessiva sia scesa a causa sia di effetti base risultanti dagli incrementi delle imposte sui tabacchi e dei prezzi amministrati a gennaio 2004, sia degli effetti ritardati sui prezzi dei beni energetici del calo delle quotazioni petrolifere tra ottobre e dicembre. Peraltro, tale stima è caratterizzata da un grado di incertezza più elevato del solito, in considerazione della cadenza mutevole dei saldi di fine stagione, che incide particolarmente sul risultato dell'inflazione armonizzata a gennaio.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA A DICEMBRE 2004

In dicembre, l'ultimo mese per cui sono disponibili dati disaggregati, l'inflazione è salita al 2,4 per cento, dal 2,2 del mese precedente (cfr. tavola 5), risultando superiore di 0,1 punti percentuali alla stima rapida dell'Eurostat pubblicata all'inizio di gennaio. L'aumento dell'inflazione è stato

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.	2005 gen.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo	2,1	2,1	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	.
Beni energetici	3,0	4,5	6,5	6,4	9,8	8,7	6,9	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	0,1	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	3,6	3,3	2,8	2,3	3,2	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	.
Servizi	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	3,1	3,3	4,0	3,7	3,6	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	34,1	35,0	39,4	34,5	30,0	33,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	11,0	6,9	3,7	0,4	-0,2	-2,0

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

causato principalmente dai rincari dei prodotti alimentari trasformati e non trasformati, che hanno più che compensato una decelerazione dei prezzi dei beni energetici. L'andamento delle altre due principali componenti (beni industriali non energetici e servizi) è rimasto sostanzialmente stabile. In dicembre la crescita dello IAPC al netto degli alimentari non trasformati e dei beni energetici è salita al 2,1 per cento dall'1,9 del mese precedente, a causa della dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati.

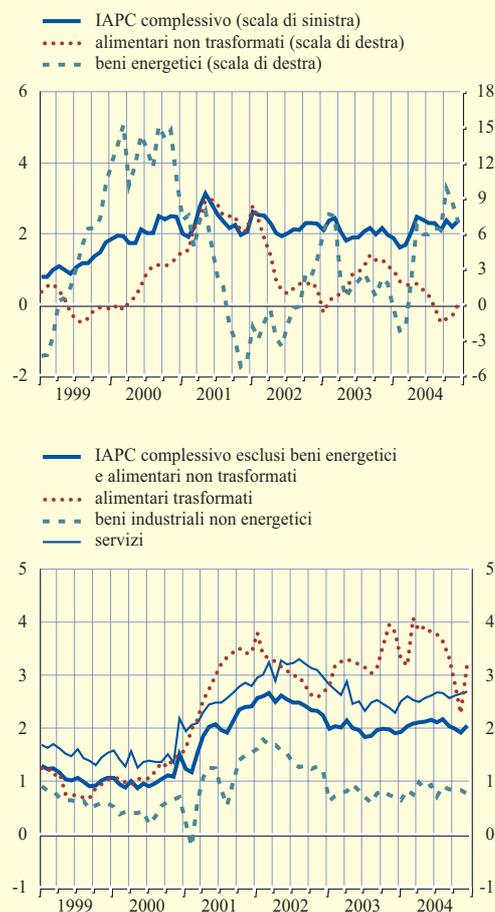
Il risultato di dicembre indica che nel complesso del 2004 l'inflazione si è mantenuta su un valore medio del 2,1 per cento, invariato rispetto al 2003, che tuttavia riflette andamenti differenti delle componenti principali. In particolare, la modesta dinamica dei prezzi degli alimentari non trasformati è stata controbilanciata dai forti rincari dei beni energetici. Inoltre, la relativa stabilità delle componenti dello IAPC diverse dai beni alimentari non trasformati e da quelli energetici nasconde il significativo impatto degli incrementi delle imposte sui tabacchi e dei prezzi amministrati nel 2004. In assenza di tali fattori, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari non trasformati ed energetici sarebbe calata, riflettendo la moderazione delle dinamiche salariali, la modesta crescita economica e l'impatto positivo dell'apprezzamento dell'euro sui prezzi all'importazione.

Ritornando ai dati di dicembre, le componenti volatili dello IAPC, ossia beni alimentari non trasformati ed energetici, hanno mostrato dinamiche opposte. I prezzi dei beni energetici sono scesi dell'1,8 per cento sul mese precedente, riflettendo il calo delle quotazioni petrolifere, in particolare in euro, osservato tra ottobre e dicembre. Tuttavia, la crescita dei prezzi dei beni energetici è rimasta elevata, pur essendo scesa in dicembre al 6,9 per cento dall'8,7. I prezzi degli alimentari non trasformati sono aumentati in dicembre, rispecchiando principalmente i rincari degli ortaggi e, in misura minore, della frutta. Nondimeno, grazie all'andamento positivo la scorsa estate, la crescita dei prezzi degli alimentari non trasformati è rimasta contenuta, allo 0,1 per cento.

In dicembre la crescita dello IAPC al netto degli alimentari non trasformati e dei beni energetici è salita al 2,1 per cento, dall'1,9 del mese precedente (cfr. figura 16). Come accennato in precedenza, tale aumento è riconducibile quasi per intero all'impatto sui prezzi degli alimentari trasformati degli ulteriori incrementi delle imposte sui tabacchi in Italia e Germania, che hanno spinto la crescita dei prezzi degli alimentari trasformati al 3,2 per cento dal 2,3 di novembre. Esclusi i prezzi dei tabacchi, tut-

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

tavia, la dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati si è mantenuta su livelli contenuti. La crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi è rimasta invariata, rispettivamente allo 0,8 e al 2,7 per cento. Quanto al settore dei servizi, la forte accelerazione dei prezzi del trasporto passeggeri per via aerea è imputabile principalmente alla modifica degli accordi per le commissioni sui biglietti aerei in Italia.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

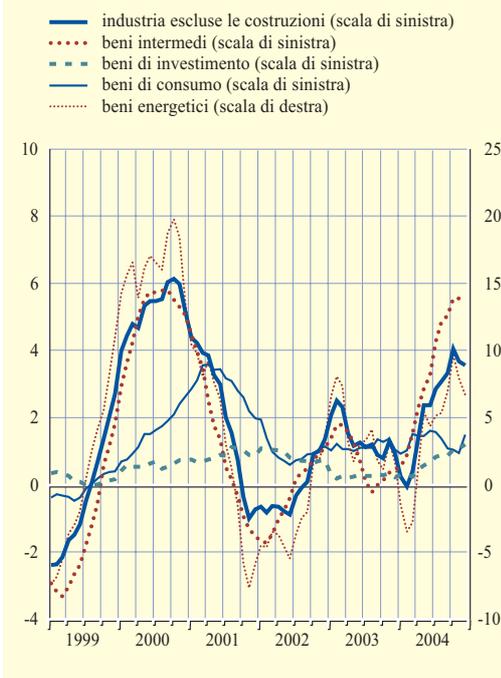
Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione (IPP), al netto delle costruzioni, è sceso lievemente al 3,6 per cento in dicembre, dal 3,7 del mese precedente (cfr. figura 17). Questa lieve variazione, tuttavia, riflette andamenti opposti dei prezzi alla produzione dei beni energetici e di consumo: tra ottobre e dicembre i primi sono calati in linea con l'andamento dei corsi petroliferi, mentre i secondi sono aumentati nettamente a causa dell'incremento delle imposte sui tabacchi in Italia e Germania. Tale fattore ha determinato anche un aumento della crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione, esclusi i beni energetici, al 2,9 per cento in dicembre, dal 2,7 del mese precedente.

Considerando più nel dettaglio le componenti dell'IPP, di recente i prezzi dei beni intermedi hanno continuato a stabilizzarsi in dicembre dopo un forte incremento nella seconda metà del 2004, riflettendo sia l'andamento dei prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche sia l'apprezzamento dell'euro. D'altro canto, i prezzi alla produzione dei beni d'investimento hanno continuato a crescere, riflettendo maggiori ritardi nella trasmissione delle dinamiche dei prezzi delle materie prime. In dicembre la crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è aumentata notevolmente, all'1,5 per cento dall'1,0 di novembre. Ciò riflette l'impatto degli incrementi delle imposte sui tabacchi in Italia e Germania (i prezzi alla produzione sono comprensivi di oneri e tasse ad eccezione dell'IVA). Esclusi gli effetti delle dinamiche di prodotti alimentari e tabacchi, che rappresentano circa il 50 per cento della componente dei beni di consumo, la crescita si è mantenuta a un livello più contenuto, benché sia lievemente aumentata dall'inizio del 2004.

I dati delle indagini congiunturali di gennaio indicano che, sebbene i prezzi alla produzione continuino ad aumentare, il tasso di incremento potrebbe cominciare a flettere. Nel settore manifatturiero l'Eurozone Input Price Index (EPI) basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI) ha subito un'ulteriore lieve diminuzione in gennaio dopo il picco di ottobre, pur rimanendo al di sopra di 50, a indicare che i prezzi degli input sono ulteriormente aumentati. Anche l'indice dei prezzi applicati dai produttori è aumentato in gennaio, segnalando che parte dell'incremento dei prezzi degli input è stato trasferito lungo la catena di formazione dei prezzi.

**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	1,9
Retribuzioni lorde mensili	3,0	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,3
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.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nel mese scorso non è stato reso disponibile alcun indicatore del costo del lavoro relativamente al quarto trimestre del 2004. Gli indicatori attualmente disponibili quindi si riferiscono ancora agli andamenti fino al terzo trimestre (cfr. tavola 6 e figura 18). Nel complesso, le pressioni sul costo del lavoro sono rimaste moderate. Come illustrato nel precedente numero di questo Bollettino, il brusco calo del tasso di variazione sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nel terzo trimestre è riconducibile alle modalità temporali dei pagamenti nel settore pubblico in Italia. Anche tenendo conto di tale fattore, tuttavia, non muta la valutazione di una moderata dinamica salariale di fondo, in particolar modo alla luce del profilo sostanzialmente simile osservato per il costo orario del lavoro e le retribuzioni contrattuali.

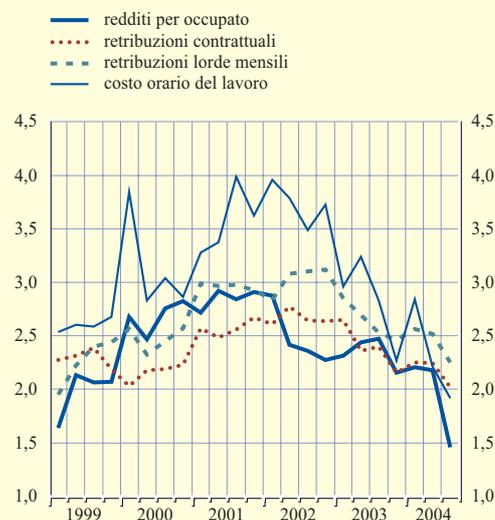
Analogamente, nonostante il lieve calo della crescita della produttività del lavoro nel terzo trimestre del 2004, il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasto contenuto. In prospettiva, nel caso che le pressioni salariali rimangano contenute e si protragga la ripresa dell'attività economica, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe mantenersi su livelli modesti.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi è probabile che il tasso di inflazione rimanga volatile, di riflesso in particolar modo all'andamento dei corsi petroliferi. Nel corso del 2005, tuttavia, in assenza di altri shock avversi, l'inflazione armonizzata dovrebbe scendere al di sotto del 2 per cento. Al momento non si riscontrano segnali evidenti dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. Tuttavia, rischi al rialzo per le prospettive di medio periodo provengono dall'andamento dei prezzi petroliferi, da effetti

**Figura 18 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

potenziali di secondo impatto nonché da ulteriori eventuali variazioni delle imposte indirette o dei prezzi amministrati. Questo scenario è sostanzialmente condiviso dai previsori del settore privato (cfr. il riquadro *Le aspettative del settore privato sull'inflazione e l'attività economica nell'area dell'euro: risultati dell'indagine Survey of Professional Forecasters (SPF) relativa al primo trimestre 2005 e altri indicatori disponibili*).

#### Riquadro 4

### LE ASPETTATIVE DEL SETTORE PRIVATO SULL'INFLAZIONE E L'ATTIVITÀ ECONOMICA NELL'AREA DELL'EURO: RISULTATI DELL'INDAGINE *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* (SPF) RELATIVA AL PRIMO TRIMESTRE 2005 E ALTRI INDICATORI DISPONIBILI

Nel presente riquadro sono illustrati i risultati della ventiseiesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE tra il 20 e il 26 gennaio 2005. La SPF raccoglie le aspettative di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie situate nell'UE sull'inflazione, l'attività economica e la disoccupazione nell'area dell'euro. È importante ricordare che, alla luce della diversità del campione di partecipanti all'inchiesta, i risultati aggregati della SPF possono riflettere una serie relativamente eterogenea di opinioni e di ipotesi soggettive. Laddove possibile, i risultati della SPF vengono confrontati con altri indicatori disponibili delle aspettative del settore privato sugli stessi orizzonti temporali.

#### Aspettative di inflazione per il 2005 e il 2006

Rispetto all'indagine precedente, le attese sull'inflazione per il 2005 sono rimaste invariate mentre quelle per il 2006 sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali. I partecipanti all'inchiesta attualmente prevedono un graduale calo dell'inflazione armonizzata nei prossimi due

#### Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer*

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Orizzonte di previsione				
	dicembre 2005	2005	dicembre 2006	2006	A più lungo termine <sup>2)</sup>
<b>IAPC complessivo</b>					
SPF, 1° trim. 2005	1,7	1,9	1,8	1,8	1,9
Precedente SPF, 4° trim. 2004	-	1,9	-	1,9	1,9
<i>Consensus</i> (gennaio 2005)	-	1,8	-	1,7	2,0
<i>Euro Zone Barometer</i> (gennaio 2005)	-	1,8	-	1,7	1,9
<b>Crescita del PIL in termini reali</b>	<b>3° trim. 2005</b>	<b>2005</b>	<b>3° trim. 2006</b>	<b>2006</b>	<b>A più lungo termine<sup>2)</sup></b>
SPF, 1° trim. 2005	1,9	1,8	2,2	2,1	2,3
Precedente SPF, 4° trim. 2004	-	2,0	-	2,2	2,2
<i>Consensus</i> (gennaio 2005)	-	1,7	-	2,0	2,1
<i>Euro Zone Barometer</i> (gennaio 2005)	-	1,7	-	2,0	2,1
<b>Tasso di disoccupazione<sup>1)</sup></b>	<b>novembre 2005</b>	<b>2005</b>	<b>novembre 2006</b>	<b>2006</b>	<b>A più lungo termine<sup>2)</sup></b>
SPF, 1° trim. 2005	8,7	8,8	8,4	8,5	7,5
Precedente SPF, 4° trim. 2004	-	8,8	-	8,5	7,5
<i>Consensus</i> (gennaio 2005)	-	8,8	-	8,6	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (gennaio 2005)	-	8,9	-	8,6	7,8

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Nell'ultima SPF e nell'*Euro Zone Barometer* le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2009. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2010-2014 (dati pubblicati nell'edizione di ottobre 2004 del *Consensus Economics Survey*).

anni, da una media dell'1,9 per cento nel 2005 a una dell'1,8 per cento nel 2006. Queste aspettative sono superiori di 0,1 punti percentuali a quelle riportate da *Consensus Economics* e dall'*Euro Zone Barometer*. Nei prossimi mesi la quasi totalità degli esperti prevede che gli effetti al rialzo ritardati del recente andamento dei corsi petroliferi siano in parte compensati da una serie di altri fattori, fra i quali la moderazione delle dinamiche salariali, il persistere di un euro forte nonché effetti base al ribasso dovuti all'andamento dei prezzi amministrati e di quelli dei prodotti alimentari.

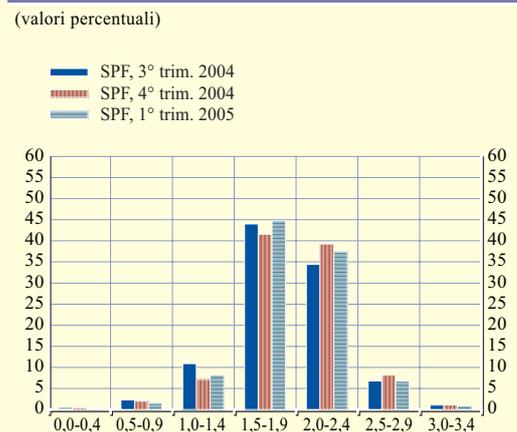
Ai partecipanti all'indagine viene altresì richiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in termini percentuali, che i futuri risultati effettivi cadano entro determinati intervalli. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte contribuisce altresì a indicare in che modo i partecipanti valutino, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La figura A mostra le distribuzioni di probabilità aggregate dei tassi medi di inflazione armonizzata sui dodici mesi nel 2005 relative alle ultime tre inchieste. Rispetto all'indagine precedente la distribuzione di probabilità è divenuta più concentrata nell'intervallo compreso fra l'1,5 e l'1,9 per cento, suggerendo un calo dell'incertezza fra gli esperti riguardo al tasso di inflazione medio nel 2005. Tuttavia, la distribuzione di probabilità indica altresì un evidente rischio al rialzo, in quanto i partecipanti alla SPF ritengono che sussista una probabilità del 37,6 per cento che l'inflazione nel 2005 si collochi fra il 2,0 e il 2,4 per cento. I principali rischi menzionati dagli esperti sono rappresentati dai prezzi delle materie prime e del greggio nonché da possibili misure fiscali non annunciate.

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

Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste stabili all'1,9 per cento per la tredicesima indagine consecutiva. Tale risultato è in linea con la stima di recente diffusa dall'*Euro Zone Barometer* ed è inferiore di 0,1 punti percentuali alla stima di *Consensus Economics* pubblicata tre mesi fa (informazioni più aggiornate sulle attese a più lungo termine di *Consensus Economics* saranno disponibili in aprile). Nelle ultime due SPF la distribuzione di probabilità assegnata alle previsioni di inflazione a più lungo termine sta ritornando verso valori più bassi, suggerendo un lieve alleggerimento dei rischi relativi alle aspettative di inflazione a lungo termine<sup>1)</sup>.

Per quanto concerne gli indicatori delle aspettative di inflazione estratti dagli strumenti finanziari, il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni desunto dalle obbligazioni francesi

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2005 (Survey of Professional Forecasters, ultime tre inchieste)**



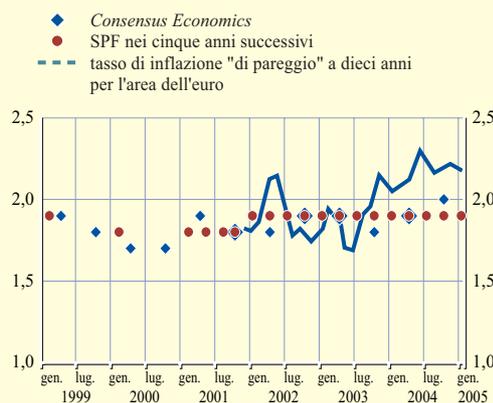
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

1) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE, all'indirizzo ([www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)).

indicizzate allo IAPC dell'area dell'euro (al netto del tabacco) è diminuito nelle ultime settimane, pur rimanendo su un livello relativamente elevato<sup>2)</sup>. Nondimeno, il differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione non è una misura esatta delle aspettative di inflazione: esso può anche riflettere premi per il rischio (come un premio per l'incertezza di inflazione e un premio per la liquidità). Il tasso di inflazione "di pareggio" può quindi aumentare quando gli investitori, nutrendo maggiori incertezze sulle proprie previsioni, sono disposti a pagare un premio per coprirsi. Il recente calo del tasso di inflazione "di pareggio" potrebbe quindi essere connesso al lieve miglioramento della valutazione dei rischi riguardo alle aspettative di lungo termine espresse nella SPF.

**Figura B Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine**

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi)



Fonti: Ministero del Tesoro francese, Reuters, *Consensus Economics* e BCE.

### Aspettative per la crescita del PIL in termini reali e la disoccupazione nell'area dell'euro

La crescita del PIL attesa per il 2005 è stata rivista al ribasso all'1,8 per cento, ossia 0,2 punti percentuali in meno rispetto alla precedente indagine. La stima puntuale per il 2006 è risultata superiore a quella per il 2005, al 2,1 per cento, ma è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto all'ultima rilevazione. In base alle spiegazioni fornite dagli intervistati, una delle principali ragioni della revisione al ribasso della crescita del PIL è il tasso di cambio dollaro statunitense/euro. Gli esperti hanno corretto al rialzo le proprie ipotesi al riguardo e ora prevedono che l'euro mantenga una posizione forte per il resto del 2005. Altri motivi adottati dagli intervistati sono stati i corsi petroliferi, che si prevede restino su un livello elevato, e una domanda mondiale più debole. Nel complesso prevalgono i rischi al ribasso, strettamente connessi ai fattori indicati. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, gli esperti hanno menzionato condizioni di finanziamento favorevoli nonché miglioramenti di redditività. Le previsioni della SPF sono lievemente più ottimistiche delle recenti stime per il 2005 e il 2006 dell'*Euro Zone Barometer* e di *Consensus Economics*, rispettivamente all'1,7 e al 2,0 per cento (cfr. tavola). Per quanto riguarda i tassi di crescita del PIL a più lungo termine, le aspettative a cinque anni (vale a dire per il 2009) sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto alla precedente indagine, al 2,3 per cento. Tuttavia, tale correzione è principalmente imputabile a effetti di arrotondamento.

Le aspettative dei partecipanti alla SPF sulla disoccupazione per il 2005 e il 2006 sono rimaste invariate rispetto alla precedente indagine, rispettivamente all'8,8 e all'8,5 per cento. Gli esperti non hanno corretto le proprie stime puntuali medie nonostante la revisione al ribasso alla cresci-

2) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio rispecchia l'inflazione attesa media sull'orizzonte di vita residua del titolo utilizzato per calcolarlo e non è una stima puntuale per un anno preciso (come nel caso di alcuni indicatori della SPF delle aspettative di inflazione a lungo termine). Per una descrizione approfondita della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio, si veda il riquadro intitolato *Le aspettative di inflazione di lungo termine nell'area dell'euro ottenute dai titoli indicizzati del Tesoro francese* nel numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.

ta del PIL. Ciò nonostante, essi hanno indicato l'attesa gradualità nell'accelerazione del PIL e il perdurare di un basso grado di utilizzo della capacità quali principali ostacoli a una riduzione più celere della disoccupazione nei prossimi anni. Il tasso di disoccupazione atteso per il 2009 si è collocato al 7,5 per cento, invariato rispetto alla precedente rilevazione. Gli intervistati hanno sottolineato nuovamente che la flessione del tasso di disoccupazione nell'orizzonte a lungo termine dipende da ulteriori riforme del mercato del lavoro. Gli intervistati considerano la ripresa della crescita economica e l'evoluzione demografica quali ulteriori fattori in grado di ridurre la disoccupazione.

## 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 di una più debole crescita delle esportazioni e dei consumi privati. I dati disponibili per il quarto trimestre suggeriscono il protrarsi di una crescita moderata. Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste sostanzialmente stabili nella seconda metà del 2004. Una valutazione dei vari fattori che influenzano l'attività nell'area dell'euro ne indica un modesto rafforzamento nel corso del 2005.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro pubblicata dall'Eurostat ha confermato che nel terzo trimestre del 2004 il PIL in termini reali ha segnato un aumento dello 0,3 per cento, contro un incremento medio dello 0,6 per cento nella prima metà dello scorso anno (cfr. figura 19).

La decelerazione del PIL nel terzo trimestre è principalmente imputabile alla più debole crescita delle esportazioni e dei consumi privati. 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 andamento potrebbe essere stato dovuto in parte a una correzione dopo l'incremento particolarmente forte delle esportazioni nella prima metà dell'anno. In aggiunta, è anche probabile che la crescita delle esportazioni sia stata influenzata dallo scorso apprezzamento dell'euro e dal rallentamento dell'interscambio mondiale. 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. Nel 2004 la natura graduale dei miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro e il rincaro del petrolio hanno probabilmente gravato sui consumi producendo effetti negativi sul reddito reale. Parallelamente, la crescita degli investimenti è aumentata da un livello prossimo allo zero nella prima metà dello scorso anno allo 0,7 per cento nel terzo trimestre.

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.

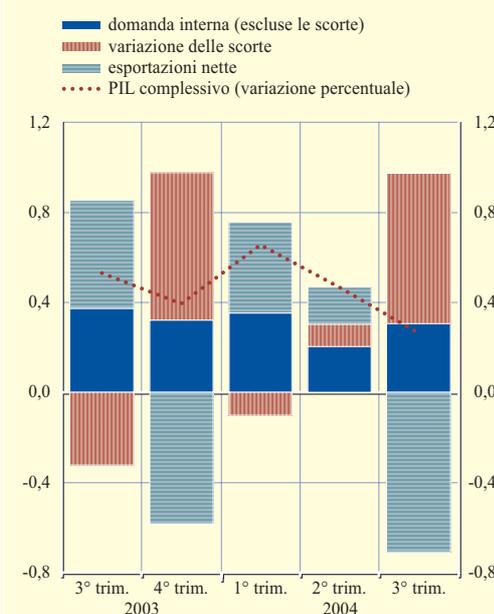
Il riquadro 5 passa in rassegna le stime dell'*output gap*, discutendone l'utilità in particolare dal punto di vista dell'analisi di politica economica in tempo reale.

#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La crescita della produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è ri-

Figura 19 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi alla crescita

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## LA (SCARSA) AFFIDABILITÀ DELLE STIME IN TEMPO REALE DELL'*OUTPUT GAP*

L'*output gap*, definito come la differenza fra il livello effettivo e quello potenziale del prodotto di un'economia, espresso in percentuale del prodotto potenziale (a sua volta definito come l'*output* conseguibile utilizzando i fattori produttivi a un livello che non generi pressioni inflazionistiche), è un indicatore sintetico correntemente impiegato per rilevare la capacità produttiva totale inutilizzata di un'economia. Tuttavia, una serie di problemi d'ordine sia metodologico che statistico nella stima dell'*output gap*, nonché l'assenza di un consenso sul modo più adeguato per misurare questo indicatore, fanno sì che le stime divergano, spesso in modo significativo, a seconda del metodo impiegato. Inoltre, le stime tendono a subire revisioni sostanziali nel corso del tempo, anche nell'ambito dello stesso metodo di misurazione. Questo riquadro analizza l'utilità delle stime dell'*output gap*, soprattutto dal punto di vista della regolare analisi economica e di *policy* effettuata in tempo reale, e conclude che le stime dell'*output gap* sono caratterizzate da un tale grado di incertezza da risultare di limitata utilità ai fini della concreta definizione della politica monetaria. Esse pertanto non possono sostituire una valutazione più completa dei fattori suscettibili di influire sul grado di utilizzo della capacità produttiva.

### I problemi nella stima dell'*output gap*

L'incertezza che contraddistingue le stime dell'*output gap* origina da diversi fattori. In primo luogo, non vi è uniformità di vedute su come modellare l'*output gap*. Modelli e metodi diversi tendono a produrre stime significativamente diverse (cosiddetta "incertezza sul modello"). In secondo luogo, ciascun metodo richiede di stimare uno o più parametri non osservabili, i quali potrebbero modificarsi nel tempo, ad esempio a causa di cambiamenti strutturali. Considerati i limiti delle tecniche disponibili e la relativa brevità dei campioni di dati disponibili per numerose variabili, la stima dei parametri presenta in generale un significativo grado di incertezza (definita come "incertezza sui valori dei parametri"). Infine, i dati utilizzati per le stime dell'*output gap* sono sovente rivisti nel tempo, talvolta in misura considerevole, il che può implicare una significativa revisione anche delle stime dell'*output gap* (cosiddetta "incertezza sui dati")<sup>1)</sup>.

Il problema dell'incertezza della misurazione si accentua per l'elaborazione delle stime in tempo reale (vale a dire stime dell'*output gap* relative al periodo nel quale le stime sono effettuate), che normalmente sono quelle di maggiore rilevanza ai fini dell'analisi economica e di *policy*. All'insufficiente affidabilità delle stime in tempo reale dell'*output gap* concorrono la carenza di dati relativi al periodo più recente (per i quali vengono solitamente usate stime preliminari basate su informazioni molto limitate), le revisioni dei dati pubblicati (generalmente più rilevanti per i dati più recenti), l'instabilità delle stime relative all'ultimo periodo del campione (le quali tendono a variare considerevolmente con l'aggiunta di una o di un numero ristretto di osservazioni, indipendentemente dalle revisioni dei dati), nonché le revisioni delle proiezioni relative al periodo successivo per le stime che dipendono da queste ultime. Una serie di recenti studi empirici hanno mostrato che l'affidabilità delle stime dell'*output gap* elaborate in tempo

1) Per un'analisi più dettagliata, si veda l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime*, nel numero di ottobre del 2000 di questo Bollettino.

reale è molto bassa<sup>2)</sup>. Ciò implica anche che le previsioni sull'*output gap* soffrano di un grado di incertezza anche maggiore.

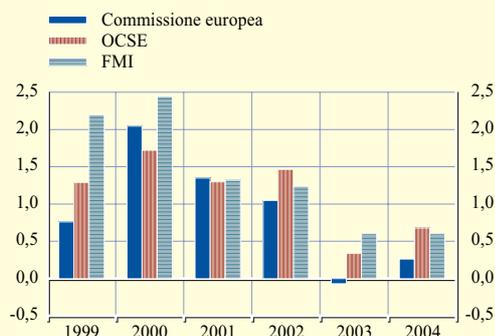
### Indicazioni sull'*output gap* dell'area dell'euro

Per l'area dell'euro non si hanno serie storiche sufficientemente lunghe di dati rilevati in tempo reale<sup>3)</sup>. Tuttavia, per valutare la portata delle revisioni che hanno interessato le stime in tempo reale dell'*output gap* si può ricorrere alle stime per l'area dell'euro pubblicate da alcune importanti organizzazioni internazionali a partire dal 1999. Le revisioni delle stime pubblicate dalla Commissione europea, dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e dall'FMI nel periodo 1999-2004 (ottenute come differenza fra la stima pubblicata nell'anno corrispondente e quella più recente) sono significative, risultando spesso di portata pari, se non superiore, alla stima stessa dell'*output gap* (cfr. figura A). L'ampiezza delle revisioni pare essersi ridotta verso la fine di tale periodo, anche se bisogna considerare che le stime più recenti sono suscettibili di ulteriori revisioni, riflettendo il citato problema di instabilità relativa alla fine del periodo campionario.

Come mostra la figura B, sia per le stime in tempo reale che per le ultime disponibili gli intervalli di stima tendono ad essere relativamente ampi, spesso superiori a 1 punto percentuale,

Figura A Revisioni nelle stime dell'*output gap*

(punti percentuali)

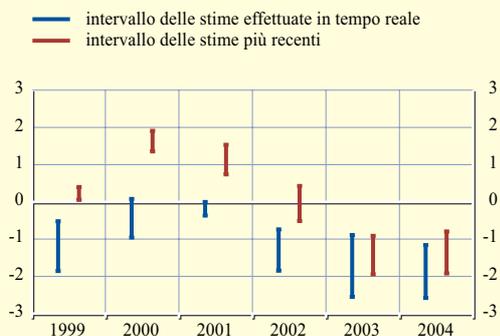


Fonte: elaborazioni BCE su dati della Commissione europea, dell'OCSE e dell'FMI.

Nota: la figura mostra la differenza tra le ultime stime disponibili (autunno 2004 per la Commissione e l'FMI, dicembre 2004 per l'OCSE) e le stime pubblicate durante l'anno di riferimento (in primavera per la Commissione e l'FMI, in giugno per l'OCSE).

Figura B Intervalli delle stime dell'*output gap* effettuate in tempo reale e intervalli delle ultime stime disponibili

(in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea, dell'OCSE e dell'FMI.

Nota: la figura mostra gli intervalli delle stime pubblicate dalle tre istituzioni. Gli intervalli delle stime pubblicati durante l'anno corrispondente (primavera e giugno) sono in blu mentre quelli relativi alle stime più recenti (autunno e dicembre 2004) sono in rosso.

- 2) Si vedano, per gli Stati Uniti, Orphanides e van Norden ("The unreliability of output-gap estimates in real time", *The Review of Economics and Statistics*, novembre 2002, Vol. 84 (4), pp. 569-583), per il Regno Unito, Nelson e Nikolov ("UK inflation in the 1970s and 1980s: the role of output gap mismeasurement", *Journal of Economics and Business*, 2003, Vol. 55, pp. 353-370), e, per il Canada, Cayen e van Norden (*La fiabilité des estimations de l'écart de production au Canada*, Working Paper della Bank of Canada, 2002-10).
- 3) Per evidenze sull'affidabilità delle stime dell'*output gap* dell'area dell'euro, si rimanda a Proietti, Musso e Westermann (*Estimating potential output and the output gap for the euro area: a model-based production function approach*, European University Institute, Firenze, Economics Working Paper ECO 2002/09), Rünstler (*The information content of output gaps in real time: an application to the euro area*, Working Paper della BCE, n. 182, settembre 2002), e Camba-Méndez e Rodríguez Palenzuela ("Assessment Criteria for Output Gap Estimates", *Economic Modelling*, maggio 2003, Vol. 20, n. 3, pp. 528-561).

fornendo un esempio di incertezza sul modello. Si osserva inoltre che gli intervalli relativi alle stime in tempo reale spesso non si intersecano con quelli delle stime più recenti, indicando che l'affidabilità delle stime in tempo reale è alquanto bassa. Solo per il 2003 e il 2004 gli intervalli si sovrappongono; tuttavia, è probabile che ulteriori revisioni dei dati implicino nel tempo variazioni delle stime più recenti verso valori differenti da quelli delle stime in tempo reale.

Il grado di imprecisione delle stime in tempo reale dell'*output gap* può essere valutato confrontando il segno delle stime in tempo reale e quello delle ultime disponibili. Con riferimento al livello dell'*output gap*, il segno risulta opposto in quasi la metà dei casi (cfr. tavola); più precisamente, mentre la stima in tempo reale dell'*output gap* dell'area dell'euro fra il 1999 e il 2004 ha dato generalmente valori negativi, dalle elaborazioni successive la misura è risultata di segno positivo in circa la metà dei casi. Gli anni all'inizio del periodo sono contraddistinti da differenze ampie ma ulteriori revisioni delle stime riferite alla fine del periodo potrebbero far emergere anche per tali ultimi anni una diversità di segno fra le stime in tempo reale e quelle definitive. Per quanto attiene alla variazione dell'*output gap*, l'incertezza sul segno della stima appare lievemente più contenuta, ancorché anche in questo caso significativa.

**Tavola Comparazione del segno delle stime dell'*output gap* effettuate in tempo reale e delle ultime stime disponibili (per i livelli e le variazioni sul periodo corrispondente)**

	Segno del livello dell' <i>output gap</i>			Segno della variazione dell' <i>output gap</i>		
	Commissione europea	OCSE	FMI	Commissione europea	OCSE	FMI
1999	opposto	opposto	opposto	opposto	opposto	opposto
2000	opposto	opposto	opposto	stesso	stesso	stesso
2001	stesso	opposto	opposto	opposto	opposto	stesso
2002	opposto	stesso	stesso	stesso	stesso	opposto
2003	stesso	stesso	stesso	stesso	stesso	stesso
2004	stesso	stesso	stesso	stesso	stesso	opposto

Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea, dell'OCSE e dell'FMI.

Nel complesso, le indicazioni disponibili mostrano chiaramente che le stime in tempo reale dell'*output gap* dell'area dell'euro tendono a presentare una scarsa affidabilità. Ciò è in linea con l'evidenza relativa ad altre aree economiche. Sebbene non si possa escludere che, in taluni contesti, come nell'elaborazione di modelli o di previsioni, queste stime possano avere una certa utilità (a condizione di tenere conto del loro grado di incertezza), è chiaro che ai fini dell'analisi economica e di *policy* non si deve attribuire loro un'enfasi eccessiva. Anziché concentrarsi su uno o più indicatori sintetici, la valutazione in tempo reale del livello di capacità produttiva inutilizzata e, più in generale, l'analisi economica dei rischi per la stabilità dei prezzi dovrebbe fondarsi su un ampio ventaglio di indicatori<sup>4)</sup>.

4) Per una descrizione più completa dell'insieme di indicatori analizzati, si consulti la pubblicazione *The Monetary Policy of the ECB* (gennaio 2004), disponibile sul sito Internet della BCE alla pagina <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>.

masta debole in novembre, a indicazione di una dinamica moderata dell'attività nell'insieme del quarto trimestre. L'apprezzamento dell'euro e il rallentamento della crescita mondiale sono due fattori importanti che potrebbero spiegare tale andamento. In novembre la produzione industriale è calata dello 0,4 per cento sul mese precedente, dopo una flessione dello 0,6 per cento in ottobre. In termini di media mobile a tre mesi la produzione industriale è diminuita dello 0,2 per cento fra agosto e ottobre, facendo seguito ad un calo di pari entità nel periodo giugno-settembre.

In un'ottica settoriale, il calo meno pronunciato a novembre che a ottobre è stato principalmente riconducibile agli andamenti nella produzione di beni di consumo e di energia. Quest'ultima è diminuita dello 0,4 per cento sul mese precedente, dopo una contrazione dell'1,4 per cento in ottobre. La produzione di beni di consumo è diminuita di un ammontare inferiore in novembre rispetto a ottobre per una più forte crescita della produzione di beni non durevoli. Per contro, tra ottobre e novembre la produzione di beni di consumo durevoli è diminuita. La produzione di beni intermedi è calata dello 0,1 per cento in novembre, mentre quella di beni strumentali è diminuita dell'1,7 per cento. In termini di media mobile a tre mesi, i risultati più recenti indicano il protrarsi di modesti livelli di crescita nel settore industriale, con valori positivi solo nel settore dei beni di investimento (cfr. figura 20).

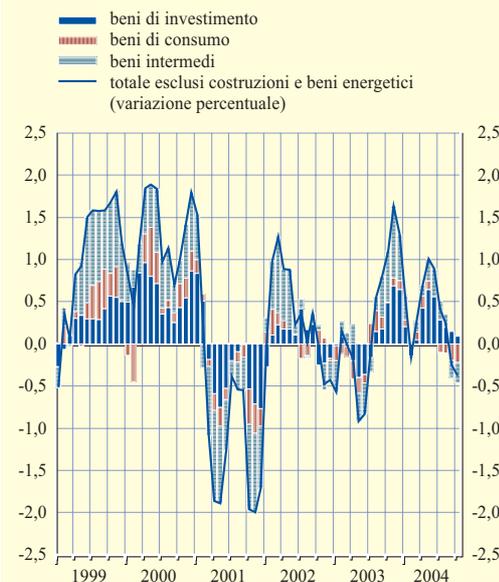
#### RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

In base ai risultati delle indagini per il mese di gennaio l'attività potrebbe essere stata lievemente più sostenuta all'inizio di quest'anno rispetto al quarto trimestre del 2004, in particolare nel settore dei servizi.

L'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea ha fatto registrare un calo contenuto in gennaio. Vi sono state solo alcune variazioni di lieve entità nelle componenti dell'indice: un leggero aumento degli ordini è stato controbilanciato da un lieve peggioramento delle aspettative di produzione, mentre la valutazione dei livelli di scorte è rimasta immutata. L'indagine di questo mese include una serie di domande sottoposte agli operatori con cadenza trimestrale. Gli andamenti degni di maggior nota sono le revisioni al ribasso delle valutazioni delle imprese relativamente alla propria posizione competitiva al di fuori dell'Unione europea e alle aspettative di nuovi ordini, che potrebbero suggerire una percezione da parte degli esportatori dell'area dell'euro di alcuni effetti negativi derivanti dall'apprezzamento dell'euro lo scorso anno. A gennaio l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è ulteriormente aumentato, a indicazione di un modesto rafforzamento dell'attività dopo il calo del quarto trimestre (cfr. figura 21). All'aumento del PMI tra dicembre e gennaio hanno contribuito sia un rafforzamento della produzione sia un incremento dei nuovi ordini. Tali risultati indicano che

**Figura 20 Crescita della produzione industriale e contributi**

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

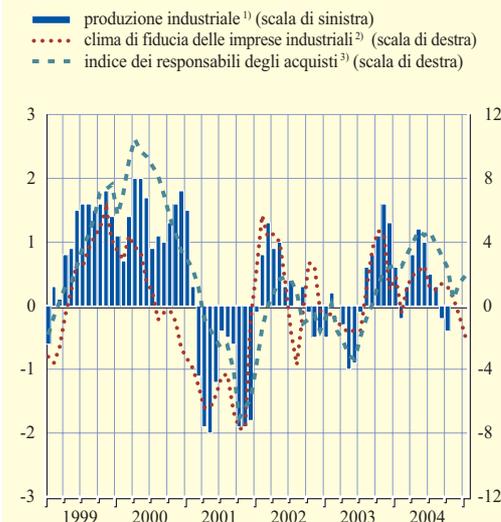


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

(dati mensili destagionalizzati)

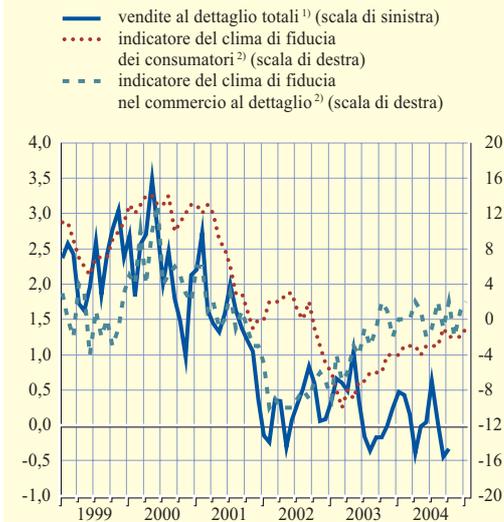


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Research ed elaborazioni della BCE.

- 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.

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

(dati mensili)



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

- 1) Variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti, a causa di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

L'attività industriale potrebbe aver registrato un lieve miglioramento all'inizio di quest'anno, dopo una crescita debole (e forse negativa) nel quarto trimestre dello scorso anno.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea è cresciuto tra dicembre e gennaio, raggiungendo un livello lievemente più elevato rispetto a quello registrato nell'insieme del quarto trimestre, a indicazione del protrarsi di una crescita dell'attività nel settore dei servizi. Il PMI è diminuito tra il terzo e il quarto trimestre del 2004, mantenendosi tuttavia, come l'indicatore della Commissione europea, in linea con tassi di crescita positivi nel settore.

### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori mensili della spesa delle famiglie suggeriscono che la debolezza della crescita dei consumi nel terzo trimestre è stata in parte di natura temporanea. La crescita delle immatricolazioni di nuove autovetture è aumentata e le vendite al dettaglio dovrebbero anch'esse essere cresciute nel quarto trimestre, mentre la fiducia dei consumatori è rimasta su livelli bassi.

Gli ultimi dati relativi alle immatricolazioni di nuove autovetture hanno mostrato un calo del 2,6 per cento in dicembre, dopo gli aumenti di ottobre e novembre. Malgrado tale ultimo calo, nel quarto trimestre le immatricolazioni di nuove autovetture sono comunque aumentate del 4,5 per cento sul trimestre precedente, a fronte di una diminuzione del 2,6 per cento nel terzo trimestre. Il volume delle vendite al dettaglio è rimasto invariato tra ottobre e novembre dopo essere aumentato dello 0,3 per cento in ottobre, a indicazione di un miglioramento nel quarto trimestre dello scorso anno (cfr. figura 22).

Ci si attende pertanto che i recenti andamenti delle immatricolazioni di autovetture e delle vendite al dettaglio abbiano sostenuto la crescita dei consumi nel quarto trimestre.

L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea è rimasto invariato tra dicembre e gennaio, permanendo al di sotto della sua media storica (cfr. figura 22). Le condizioni del mercato del lavoro e l'incertezza circa la portata e la rapidità dei progressi conseguiti nelle riforme strutturali hanno probabilmente gravato sul clima di fiducia delle famiglie nell'area dell'euro e, di conseguenza, 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.

### DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro si è collocato all'8,9 per cento in dicembre, in rialzo dall'8,8 per cento di novembre (rivisto al ribasso dall'8,9 per cento) e il numero di disoccupati è aumentato di 28.300 unità, un incremento relativamente ampio rispetto ai tre mesi precedenti (cfr. figura 23). Ciò è principalmente imputabile agli andamenti in Germania, che potrebbero riflettere l'impatto statistico delle riforme del mercato del lavoro anziché un deterioramento delle condizioni del mercato stesso. Correggendo per tali effetti statistici, i dati continuano a indicare il protrarsi, seppur a un ritmo moderato, di miglioramenti nel mercato del lavoro. Per l'insieme del 2004, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è stimato all'8,9 per cento, invariato rispetto al 2003.

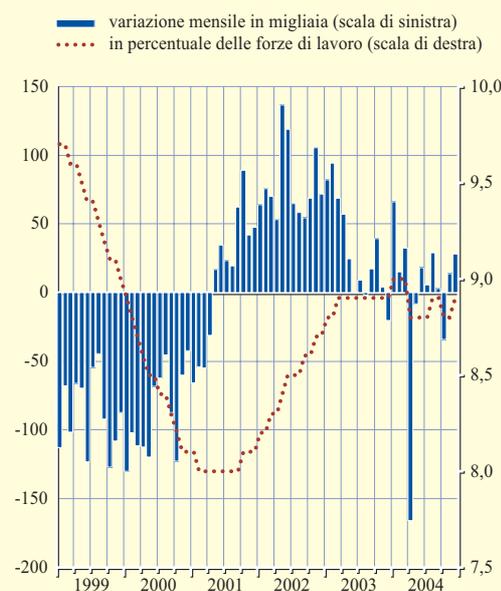
### OCCUPAZIONE

L'occupazione è cresciuta dello 0,1 per cento nel terzo trimestre, lo stesso tasso osservato in media nella prima metà dell'anno (cfr. tavola 7). Un lieve calo dell'occupazione nell'industria e nelle costruzioni è stato compensato da un incremento nel settore dei servizi. Le recenti dinamiche dell'occupazione, unitamente al rallentamento della crescita del PIL, implicano un calo della crescita della produttività del lavoro sul trimestre precedente. Il calo del tasso di crescita della produttività rispetto alla prima metà del 2004 ha interessato tutti i settori ed è stato di pari entità per l'industria, le costruzioni e i servizi di mercato.

Gli indicatori delle attese sull'occupazione delle imprese continuano a segnalare il perdurare, seppur a ritmi moderati, della crescita dell'occupazione. Le indagini della Commissione europea sulle imprese nel settore manifatturiero hanno mostrato un miglioramento delle aspettative

**Figura 23 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



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 con successive pubblicazioni di dati.

## Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2002	2003	2003	2003	2004	2004	2004
			3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale economia	0,6	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1
di cui:							
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.

sull'occupazione tra dicembre e gennaio, mentre il PMI corrispondente è diminuito lievemente. Quanto al settore dei servizi, l'indicatore della Commissione europea ha mostrato un calo delle attese sull'occupazione tra dicembre e gennaio.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel complesso, benché le informazioni sul quarto trimestre non siano complete, le indicazioni provenienti dagli ultimi dati macroeconomici e dalle indagini recenti rimangono in linea con 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 del commercio internazionale continuerà a sostenere le esportazioni. In secondo luogo, dovrebbe proseguire la ripresa degli investimenti, sostenuta dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area e dalla migliorata redditività delle imprese. Inoltre, la crescita dei consumi dovrebbe proseguire di pari passo con la crescita del reddito disponibile. I rischi verso il basso sono principalmente connessi ai corsi petroliferi e agli squilibri economici a livello mondiale. Tale quadro trova sostanzialmente riscontro nelle previsioni disponibili. L'ultima *Survey of Professional Forecasters*, ad esempio, colloca la crescita del PIL in termini reali per il 2005 e il 2006 rispettivamente all'1,8 e al 2,1 per cento (cfr. riquadro 4).

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

*In gennaio la flessione dell'euro è stata generalizzata ma particolarmente pronunciata nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese. Un calo significativo è stato notato anche rispetto alle principali valute asiatiche e ai dollari australiano e canadese.*

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

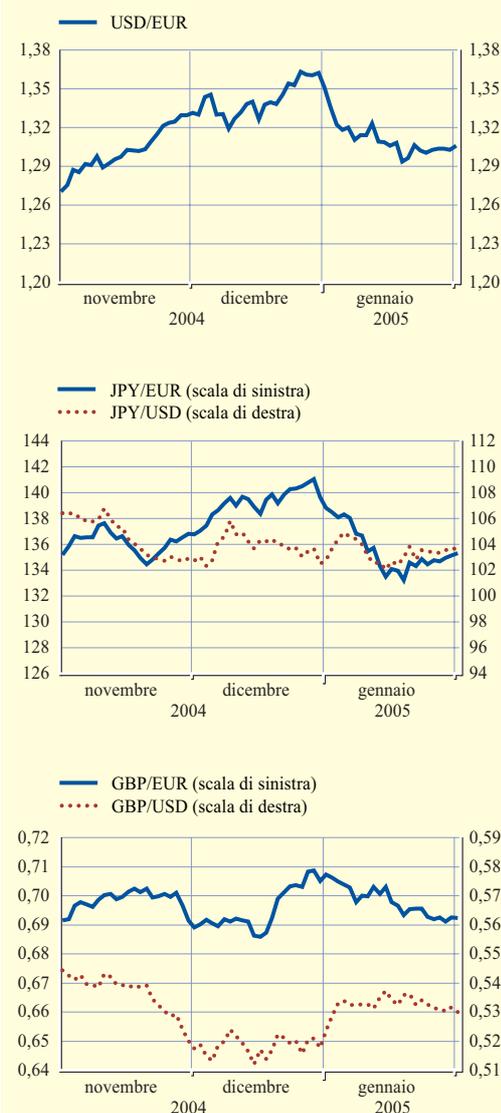
Dopo essersi apprezzato sul dollaro statunitense dalla metà di ottobre, l'euro si è deprezzato in gennaio nel contesto di un rafforzamento piuttosto generalizzato della moneta americana (cfr. figura 24). Quest'ultimo andamento ha avuto inizio nella prima parte di gennaio, dopo la pubblicazione del verbale della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) che gli operatori hanno interpretato come indicativo di prospettive meno favorevoli per l'inflazione negli Stati Uniti. Nel corso del mese la pubblicazione di numerosi dati positivi che segnalavano una vigorosa attività economica negli Stati Uniti ha offerto un ulteriore sostegno al dollaro. Nel contempo nonostante la pubblicazione a metà gennaio di dati che mostravano l'ulteriore ampliarsi del disavanzo commerciale statunitense in novembre, i timori per lo squilibrio del conto corrente del paese sembrano essersi lievemente attenuati. Avrebbero contribuito a tale risultato le ripetute dichiarazioni delle autorità statunitensi, che indicavano la volontà di affrontare il problema dei conti pubblici ed esprimevano una preferenza per un dollaro forte, e le notizie di consistenti afflussi netti per investimenti di portafoglio negli Stati Uniti in novembre. Il 2 febbraio l'euro si situava a 1,31 dollari, un valore inferiore del 4,1 per cento a quello di fine dicembre e superiore del 5,0 per cento alla media del 2004.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo un periodo di relativo vigore in dicembre, nel mese di gennaio l'euro si è deprezzato sullo yen giapponese soprattutto dopo la pubblicazione di dati migliori del previsto in Giappone. Più in particolare, gli ordini di macchinari in novembre e una serie di annunci sugli utili del settore del commercio al dettaglio nipponico sono stati superiori alle attese e hanno rafforzato lo yen. Il 2 febbraio l'euro è stato quotato a 135,3 yen, un livello inferiore del 3,1 per cento a quello di fine dicembre e superiore dello 0,6 per cento alla media del 2004.

Figura 24 Tassi di cambio

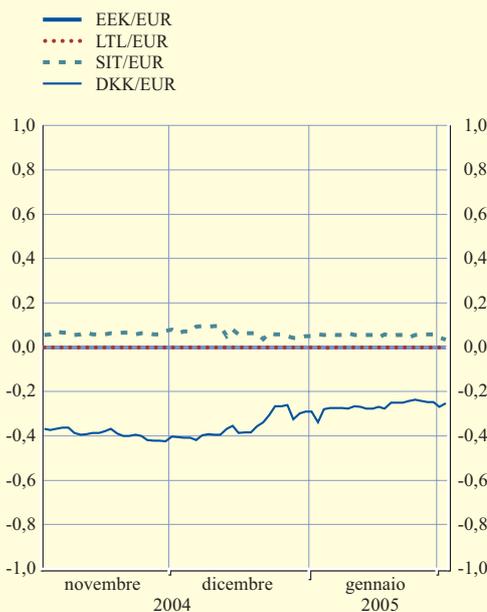
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 25 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  $\pm 15\%$ .

### 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 25). 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 quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'UE, la sterlina britannica si è ulteriormente apprezzata dopo che un inatteso aumento dell'inflazione nel Regno Unito ha indotto gli operatori a rivedere le aspettative riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse nel paese (cfr. figura 24). Il 2 febbraio l'euro è stato scambiato a 0,69 sterline, un valore inferiore dell'1,8 per cento a quello di fine dicembre e superiore del 2,0 per cento alla media del 2004. Nel periodo in esame la moneta unica si è lievemente apprezzata nei confronti della corona svedese e della sterlina cipriota, si è indebolita sulla corona slovacca, la corona ceca, lo zloty polacco e la lira maltese ed è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al fiorino ungherese e al lat lettone.

**Figura 26 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



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

Dal 31 dicembre 2004 al 2 febbraio 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.

## ALTRE VALUTE

Con riferimento ad altre valute, in gennaio l'euro ha guadagnato lo 0,6 per cento sul franco svizzero, mentre si è deprezzato nei confronti dei dollari canadese e australiano e delle principali divise asiatiche.

## TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 2 febbraio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, si situava a un livello inferiore del 2,5 per cento a quello di fine dicembre, ma ancora superiore dell'1,5 per cento alla media del 2004 (cfr. figura 26). Il deprezzamento generalizzato dell'euro in termini effettivi nel mese di gennaio ha riflesso principalmente il suo indebolimento sul dollaro statunitense, lo yen giapponese, la sterlina britannica (valute con un elevato peso relativo nel paniere dei tassi di cambio effettivi basati sull'interscambio) e il renminbi cinese.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*In novembre il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato un saldo prossimo al pareggio mentre l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area ha continuato a diminuire dal massimo di luglio. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno generato nel loro insieme deflussi netti, contro afflussi netti nel periodo corrispondente dell'anno precedente. La scomposizione per area geografica dei dati relativi alla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, recentemente pubblicata, rivela che in termini di flussi sia commerciali sia finanziari il Regno Unito e gli Stati Uniti costituiscono le controparti principali dell'area.*

### CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

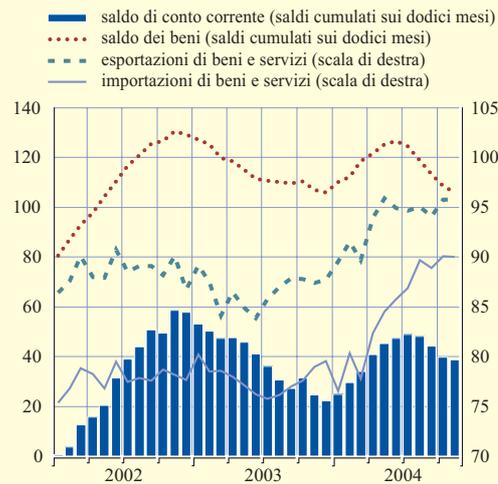
Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in novembre un saldo prossimo al pareggio (con un avanzo di 0,4 miliardi di euro, corrispondente a un avanzo di 3,2 miliardi in termini non destagionalizzati). Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni sia in quello dei servizi, in parte compensati da disavanzi nei redditi e nei trasferimenti correnti (cfr. tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

Rispetto ai dati rivisti per ottobre, in novembre l'avanzo del conto corrente in termini destagionalizzati è diminuito di 1 miliardo di euro. Ciò è riconducibile principalmente alla flessione (di 1,4 miliardi) dell'avanzo dei servizi, per effetto di minori esportazioni e maggiori importazioni di servizi, a fronte di un attivo dei beni e di un passivo dei trasferimenti correnti sostanzialmente invariati.

In un'ottica di più lungo termine, a novembre l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area è sceso a meno di 39 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,5 per cento del PIL) dal massimo di quasi 50 miliardi di luglio (cfr. figura 27). Il decremento va imputato soprattutto alla contrazione di 18 miliardi di euro dell'attivo cumulato del conto dei beni, solo in parte compensata dal maggiore avanzo cumulato del conto dei servizi e dal minore disavanzo nei redditi e nei trasferimenti correnti. La flessione dell'attivo cumulato dei beni fra luglio e novembre è a sua volta in larga misura riconducibile al fatto che, in termini di valore, le importazioni di beni sono cresciute di 49 miliardi di euro mentre le esportazioni hanno registrato un incremento di 30,7 miliardi. Secondo la scomposizione dei flussi commerciali in volumi e prezzi – in base alle statistiche sul commercio estero di Eurostat fino a ottobre 2004 – l'aumento di valore delle importazioni da luglio in poi sembra per lo più riflettere i crescenti prezzi delle importazioni, a loro volta in gran parte ascrivibili al concomitante rincaro del prezzo del petrolio.

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

(in miliardi di euro; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura 28 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio**

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

## CONTO FINANZIARIO

In novembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 10,6 miliardi di euro, poiché i flussi netti in uscita per strumenti di debito (14,5 miliardi) hanno più che compensato i flussi netti in entrata per titoli azionari (4,1 miliardi). Il saldo dei flussi per investimenti diretti è stato pari a zero. I deflussi netti per strumenti di debito sono dovuti principalmente alle vendite nette di strumenti del mercato monetario dell'area dell'euro da parte di non residenti.

Nei dodici mesi fino a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 61,3 miliardi di euro, a fronte di afflussi netti cumulati per 71,8 miliardi di un anno prima (cfr. figura 28). Questa inversione di direzione dei flussi di capitali è dovuta al passaggio da afflussi netti a deflussi netti sia degli investimenti diretti sia di quelli di portafoglio. Mentre il mutamento di segno degli investimenti diretti è principalmente imputabile al progressivo calo degli afflussi nell'area e all'aumento degli investimenti diretti dell'area all'estero nel periodo in esame, quello degli investimenti di portafoglio va in larga misura attribuito al fatto che gli investitori dell'area hanno incrementato gli acquisti netti di strumenti del mercato monetario esteri, mentre i non residenti hanno effettuato vendite nette dei corrispondenti titoli dell'area. Ciò ha determinato il passaggio da afflussi netti a deflussi netti degli strumenti del mercato monetario nel periodo in esame.

## SCOMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

In gennaio la BCE ha pubblicato per la prima volta una scomposizione per area geografica dei dati relativi alla bilancia dei pagamenti e alla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro. Stando ai flussi cumulati per il periodo compreso fra il quarto trimestre del 2003 e il terzo del 2004, l'area dell'euro ha registrato un avanzo di conto corrente nei confronti di tutte le principali economie o regioni partner a eccezione del Giappone e della categoria "Altri paesi". L'avanzo dei beni ha seguito un profilo analogo a quello del conto corrente, annoverando nell'ordine gli Stati Uniti,

il Regno Unito e gli “Altri Stati membri dell’UE” come principali controparti. I servizi mostrano invece un passivo nei confronti degli Stati Uniti e degli “Altri Stati membri dell’UE”, a fronte di un leggero attivo con il Giappone. Gran parte dell’avanzo commerciale nei servizi è stata nei confronti del Regno Unito. Infine, il disavanzo dei redditi è ascrivibile principalmente a disavanzi nei confronti del Regno Unito e del Giappone e, in misura inferiore, della Svizzera e degli Stati Uniti.

Nel conto finanziario i flussi cumulati sullo stesso periodo indicano che – se si eccettuano la Svizzera e gli Stati Uniti – l’area dell’euro ha registrato deflussi netti per investimenti diretti verso tutti i paesi o le regioni partner considerati. I flussi fra l’area dell’euro e il resto del mondo sono stati nel complesso relativamente contenuti durante il periodo di riferimento. In termini di attività e passività, il Regno Unito e i centri finanziari *offshore* sono stati i destinatari o i canali principali degli investimenti diretti esteri dell’area, mentre gli stessi centri *offshore*, la Svizzera, gli Stati Uniti e il Regno Unito sono risultati gli investitori principali nell’area. Gli investimenti di portafoglio dell’area si sono orientati in larga parte verso il Regno Unito e gli Stati Uniti, soprattutto sotto forma di obbligazioni e notes. Gli investitori dell’area hanno anche effettuato acquisti netti di titoli azionari giapponesi.

Per una trattazione più approfondita di questi dati e degli aspetti metodologici connessi alla loro compilazione si rimanda al relativo articolo pubblicato in questo numero del Bollettino mensile, nel quale è presentata la scomposizione geografica della posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro.



# LA DISCIPLINA DI MERCATO PER LE BANCHE

*Il presente articolo passa in rassegna le questioni concettuali che caratterizzano la disciplina del mercato bancario e descrive in che misura quest'ultima possa integrare le attività di vigilanza. Il potenziale della disciplina di mercato è stato esplicitamente riconosciuto nel nuovo Accordo di Basilea. Oltre ai requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro) e al processo di controllo prudenziale (secondo pilastro), l'Accordo prevede un ruolo più incisivo dei mercati finanziari nel completare le attività prudenziali tradizionali richiedendo alle banche una maggiore trasparenza in merito alle proprie operazioni (terzo pilastro). Il presente articolo pone il terzo pilastro nel contesto più ampio della disciplina di mercato diretta e indiretta. Si sostiene che entrambi questi tipi di disciplina di mercato dovrebbero risultare rafforzati dai requisiti di trasparenza del nuovo Accordo sui requisiti patrimoniali, ma che dovrebbero essere soddisfatte anche altre condizioni perché la disciplina di mercato diventi più efficace. Nondimeno, l'articolo mostra che i prezzi di mercato aggregati possono svolgere un utile ruolo nel monitoraggio della stabilità del settore bancario.*

### I INTRODUZIONE

Nel giugno 2004 è stato pubblicato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria il nuovo schema di regolamentazione per la misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali, comunemente noto come Basilea II<sup>1)</sup>. Il nuovo schema di regolamentazione contempla tre parti o "pilastri", in particolare i requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro), il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) e la disciplina di mercato (terzo pilastro). Fornendo un approccio di ampia portata e sensibile al rischio, Basilea II intende sopperire alle carenze dell'attuale schema di regolamentazione per i requisiti patrimoniali, che risale all'Accordo del 1988. Nel nuovo schema di regolamentazione, il terzo pilastro è teso a integrare i requisiti patrimoniali minimi e il processo di controllo prudenziale. In particolare, esso favorirebbe lo sviluppo della disciplina di mercato introducendo standard elevati di trasparenza informativa, che consentirebbero agli operatori di mercato di valutare più accuratamente i profili di rischio, la gestione del rischio e la solidità patrimoniale delle banche.

I requisiti del terzo pilastro di Basilea II devono essere considerati nel contesto dei sostanziali cambiamenti in atto nel sistema finanziario. Le operazioni bancarie sono divenute sempre più complesse e sofisticate<sup>2)</sup>. Oggigiorno le banche sono esposte in misura significativa nei mercati finanziari e sono sempre più attive nei mercati di prodotti finanziari complessi come gli strumenti derivati.

Tali prodotti sono utilizzati per coprire i rischi esistenti nei bilanci delle banche o per assumerne di nuovi. Ad esempio, la crescita dei derivati creditizi e il ricorso sempre più frequente alla cartolarizzazione hanno avuto un profondo impatto sulla struttura dei profili di rischio delle banche. Inoltre, le banche di notevoli dimensioni tendono a operare a livello internazionale e, in taluni casi, la maggior parte delle loro operazioni ha luogo all'esterno del paese di origine. Nel contesto dell'area dell'euro, l'introduzione della moneta unica ha fornito un ulteriore impulso allo sviluppo di gruppi bancari transfrontalieri. Infine, il consolidamento del settore bancario ha avuto anche un impatto significativo sulla struttura e sulle dinamiche di rischio del sistema bancario nel suo complesso. Tutti questi cambiamenti hanno comportato un maggior interesse delle autorità di vigilanza bancaria e delle banche centrali nella disponibilità e qualità dei segnali di mercato sulle condizioni e sui rischi finanziari attuali e futuri delle banche.

Le attuali modalità di pubblicazione dei bilanci e dei conti economici di organizzazioni bancarie estese e articolate possono fornire un quadro in-

- 1) *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 2004. Per un'analisi più dettagliata dello schema di Basilea II, cfr. l'articolo *Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni*, nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino.
- 2) Per maggiori dettagli cfr. *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2004, e *Report on EU banking structure*, BCE, novembre 2004.

completo e non sufficientemente dettagliato per consentire agli operatori di mercato di valutare appieno la qualità di una particolare banca. Potrebbero rendersi necessari dati supplementari sulla composizione delle esposizioni creditizie e sulla posizione patrimoniale delle banche, sulle attività fuori bilancio e sui rischi a esse connessi; nonché sulle esposizioni al rischio di mercato, operativo e di liquidità. Tale esigenza è stata riconosciuta nel terzo pilastro del nuovo Accordo di Basilea, dove si stabilisce che tali informazioni debbano essere messe a disposizione del mercato (cfr. riquadro 1).

La BCE si interessa attivamente alla stabilità del sistema finanziario e, quindi, al potenziale contributo della disciplina di mercato a tale riguardo. Essa, congiuntamente al Comitato per la vigilanza bancaria del SEBC, controlla periodicamente in tutta l'area i rischi per la stabilità finanziaria al fine di individuare potenziali minacce e di accertare la capacità del sistema finanziario di assorbire shock avversi. Il monitoraggio integra altre fonti di dati più tradizionali con le informazioni di mercato sulla stabilità del sistema finanziario, al fine di offrire un quadro globale del sistema finanziario dell'UE. Ad esempio, la recente pubblicazione della BCE intitolata *Financial Stability Review*<sup>3)</sup> utilizza quotazioni di mercato aggregate di banche di notevoli dimensioni per analizzare la stabilità del sistema bancario nel suo complesso, integrandovi altre informazioni sul settore bancario e sulla stabilità finanziaria.

L'interesse nelle informazioni e nella disciplina di mercato si basa sulla capacità intrinseca dei mercati di elaborare le informazioni e aggregarle

molto rapidamente nei prezzi di mercato. È importante operare una distinzione fra due varianti correlate di disciplina di mercato<sup>4)</sup>. Innanzitutto, l'aumento dei costi per la collocazione di nuovi titoli di debito o azionari sui mercati primari dei capitali potrebbe esercitare una disciplina di mercato *diretta* sulle banche. I depositanti, i detentori di titoli di debito e gli azionisti potrebbero limitare la capacità di una banca di crescere senza prima ridurre l'esposizione ai rischi o migliorare la gestione degli stessi. Ciò potrebbe verificarsi attraverso costi di finanziamento più elevati, vincoli quantitativi sulla disponibilità di nuove risorse finanziarie, clausole sui contratti obbligazionari, oppure attraverso un'influenza diretta sull'attività della banca in questione (ad esempio, nel contesto delle assemblee degli azionisti). In secondo luogo, i corsi dei titoli in essere delle banche potrebbero offrire un'indicazione sulle condizioni finanziarie delle stesse ad autorità di vigilanza, agenzie di *rating* e banche centrali. Il monitoraggio e le eventuali azioni correttive in risposta a segnali negativi, soprattutto da parte delle autorità di vigilanza, sono definite come disciplina di mercato *indiretta*. In particolare, le autorità di vigilanza potrebbero usare i segnali provenienti dai mercati secondari come strumenti di *screening* o dati di *input* in modelli di previsione della fragilità (*early warning*) tesi a identificare quelle banche che necessitano di un'analisi più approfondita. Inoltre, le banche

3) Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2004.

4) La terminologia adottata in questa sede è stata proposta per la prima volta dal Board of Governors del Federal Reserve System in *Using subordinated debt as an instrument of market discipline*, Staff Study n. 172, dicembre 1999.

#### Riquadro 1

##### BASILEA II E LA DISCIPLINA DI MERCATO

Con il terzo pilastro di Basilea II le banche saranno tenute a pubblicare informazioni dettagliate per il livello consolidato più elevato del gruppo bancario e dovranno divulgare informazioni di carattere sia qualitativo sia quantitativo. Secondo il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, la trasparenza informativa dovrebbe essere in linea con le modalità con cui la direzione di una banca analizza, accerta e amministra internamente i rischi della banca stessa. Attualmente, l'attuazione dei metodi più evoluti dello schema di regolamentazione di Basilea II è prevista per la fine del 2007.

Le informazioni da pubblicare vertono sulla descrizione dei parametri fondamentali dell'assetto operativo di una banca, della sua esposizione al rischio nonché della sua gestione del rischio. È quindi previsto che siano rese disponibili le informazioni sulla struttura e l'adeguatezza patrimoniale, come i particolari sul patrimonio di base. In relazione all'adeguatezza patrimoniale, è stabilito che il rischio di credito, di mercato e operativo siano trattati in maniera disgiunta. Quanto alla trasparenza informativa sul rischio di credito, si prevede la pubblicazione di dati sulla struttura di portafoglio, sui principali tipi di esposizione creditizia, sulla loro distribuzione geografica e settoriale e sui dettagli delle partite anomale. Inoltre, si forniranno agli operatori di mercato e ad altri analisti informazioni sulle tecniche di attenuazione del rischio di credito e sulla cartolarizzazione delle attività. Le banche dovranno descrivere il proprio impiego di sistemi basati sui rating interni (*Internal Ratings-Based*, IRB), che rappresentano una componente fondamentale del nuovo schema di regolamentazione. Quanto al rischio di mercato, le banche dovranno riassumere i dettagli fondamentali dei propri modelli interni e descrivere l'utilizzo di prove di stress e di back testing. Infine, il nuovo quadro di regolamentazione impone alle banche di comunicare nel dettaglio il loro approccio al rischio operativo (metodo dell'indicatore di base, metodo standardizzato o metodo avanzato di misurazione) e di pubblicare dati anche sul rischio di tasso di interesse nel portafoglio non di negoziazione (*banking book*).

Il nuovo quadro di regolamentazione sui requisiti patrimoniali sarà introdotto nel diritto dell'UE mediante la modifica di due direttive esistenti: la direttiva codificata sul sistema bancario (2000/12/CE) e la direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (93/6/CEE). Le norme del terzo pilastro a livello dell'UE sono generalmente in linea con il quadro di regolamentazione di Basilea II. Sussistono, tuttavia, alcune differenze che riguardano la terminologia, alcune definizioni e la frequenza delle pubblicazioni. Ad esempio, il documento di Basilea prevede la pubblicazione di informazioni su base semestrale, nonostante alcune deroghe come la pubblicazione annuale sugli obiettivi e le politiche della gestione del rischio. Inoltre, le informazioni sull'adeguatezza del patrimonio di base e complessivo, nonché variazioni repentine delle esposizioni al rischio, dovrebbero essere pubblicate su base trimestrale. Per contro, secondo il progetto di direttiva dell'UE, sarà fissato un obbligo di edizione annuale per tutti i prospetti. Tuttavia, le istituzioni creditizie stesse avranno la facoltà di pubblicarli tutti o in parte con una frequenza più elevata.

centrali possono utilizzare i segnali di mercato a integrazione del monitoraggio sul sistema finanziario nel suo complesso.

## 2 DISCIPLINA DI MERCATO DIRETTA

Per disciplina di mercato *diretta* si intende l'influenza esercitata da depositanti, detentori di titoli di debito e azionisti sul comportamento delle banche. Gli *azionisti*, in qualità di proprietari di una banca, possono esercitare la disciplina di mercato in maniera immediata, in quanto hanno il diritto di sostituirla la direzione. In teoria, quindi, se essi non condividono le decisioni adottate dalla direzione in carica in materia di profilo di rischio della banca, essi hanno il diritto di sostituir

tuirla. Nondimeno, gli azionisti non sono considerati figure particolarmente idonee a garantire una disciplina di mercato nelle operazioni bancarie perché in molte circostanze, e soprattutto quando il valore della loro partecipazione nella banca è modesto, hanno interesse in una maggiore assunzione di rischi da parte della stessa<sup>5)</sup>. Di conseguenza, proprio quando (agli occhi dell'autorità di vigilanza) una banca necessita maggior-

5) Gli azionisti hanno diritto al risarcimento residuo dalla banca, ovvero posteriore al risarcimento di tutti gli altri creditori, come depositanti, detentori di titoli di debito privilegiato e detentori di titoli di debito subordinato. Quando il valore di un'azione di una banca si avvicina a zero, gli azionisti traggono beneficio dalla maggiore assunzione di rischi da parte della banca, in quanto ne ricevono solo i vantaggi senza doverne scontare le conseguenze negative.

mente di disciplina di mercato, gli azionisti sono fortemente incentivati a non rispettarla.

I *depositanti*, se sono coperti da un'assicurazione sui depositi, non hanno nessun incentivo a monitorare le banche poiché i loro investimenti non sono a rischio. Anche nell'eventualità che non siano assicurati, molti ritengono che essi non siano in grado o non siano motivati a esercitare la disciplina con efficacia. I depositanti dovrebbero consistere in individui (piccoli risparmiatori piuttosto che istituzioni) che possono non disporre né delle conoscenze né del tempo per valutare con regolarità i risultati conseguiti da una banca. Inoltre, se sono numerosi e ciascuno di essi ha un deposito relativamente esiguo, potrebbe insorgere il cosiddetto problema del *free-rider* per cui, dal momento che il monitoraggio di una banca costituisce un bene "pubblico" nel senso che ne beneficiano tutti i depositanti, ciascuno di essi potrebbe confidare nell'azione degli altri, con un conseguente monitoraggio sulla banca nullo o insufficiente.

I *detentori di titoli di debito subordinato*, dato il loro *status* subordinato rispetto ad altri creditori della banca, quali i creditori privilegiati e i depositanti, dovrebbero essere particolarmente motivati a tenere sotto osservazione l'assunzione di rischi da parte della banca. Dal momento che non beneficiano dei risultati positivi in misura illimitata, si può ritenere che essi siano naturalmente interessati a limitare i rischi assunti. Tuttavia, è riconosciuto altresì che il potere effettivo dei detentori di titoli di debito subordinato sulla gestione di una banca può, di fatto, essere limitato. Di conseguenza, alcuni osservatori hanno suggerito di imporre alle banche l'emissione di titoli di debito subordinato a breve termine con elevata frequenza (più di quattro volte all'anno). Hanno anche proposto caratteristiche specifiche intese a rafforzare l'efficacia della disciplina derivante dai creditori subordinati, fra cui si annoverano le opzioni *put* (in cui i detentori di titoli di debito subordinato hanno il diritto di esigere il rimborso anticipato del loro credito) e la convertibilità di tali crediti in azioni. Ultimamente, sono stati proposti tetti massimi di differenziale fra le obbligazioni di Stato e le emissioni primarie al fine

di imporre limiti di finanziamento alle banche che sono ritenute ad alto rischio<sup>6</sup>. Un grave motivo di preoccupazione in queste proposte non è che la disciplina di mercato non funzioni, ma che possa generare turbative. Se gli investitori non sono in grado di distinguere fra banche "virtuose" e non, il comportamento emulativo potrebbe tradursi in una reazione eccessiva e indiscriminata da parte dei mercati alle notizie avverse. Anche banche inizialmente solide potrebbero allora essere sottoposte a tassi di interesse elevati sulle loro passività o addirittura essere escluse dal mercato.

Attualmente, nessuno dei principali paesi industrializzati ha adottato requisiti obbligatori in materia di debito subordinato. Nondimeno, i titoli di questo tipo sono diffusi nell'UE e sono aumentati nel tempo (cfr. figure 1 e 2). Il numero e il volume delle emissioni sono aumentati considerevolmente passando da 320 emissioni nel 1999, per un valore di 56 miliardi di euro, a oltre 500 emissioni nel 2003, per un valore di 70 miliardi. I dati relativi al periodo compreso tra gennaio e ottobre suggeriscono che questo andamento è proseguito anche nel 2004. Le figure 1 e 2 mostrano altresì che le emissioni nell'area dell'euro tendono a essere in qualche misura più modeste rispetto ai paesi membri dell'UE che non vi appartengono (in particolare nel Regno Unito). I titoli di debito subordinato sono generalmente emessi da banche di dimensioni particolarmente rilevanti e pertanto, ancorché poco numerose, le banche emittenti tendono a rappresentare oltre il 50 per cento delle attività totali del sistema bancario nel complesso dei paesi dell'UE.

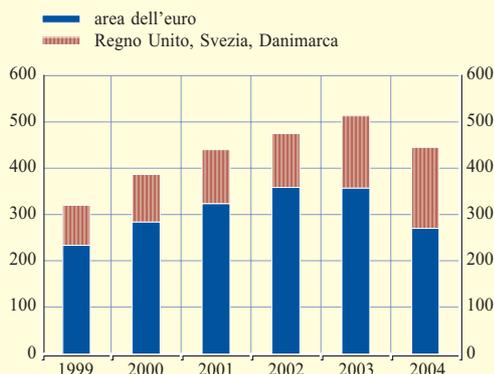
L'aumento del numero delle emissioni è risultato in un incremento corrispondente delle consistenze di debito subordinato in essere, che nei paesi dell'UE, secondo un recente Working Paper del Comitato di Basilea<sup>7</sup>, sono aumentate

6) Requisiti obbligatori in materia di debito subordinato sono stati richiesti, fra l'altro, dallo European Shadow Financial Regulatory Committee (Statement n. 7, febbraio 2000, e più di recente, Statement n. 19, ottobre 2004, pag. 3).

7) I dati sono tratti da *Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Working Paper n. 12, agosto 2003. Il documento contempla Belgio, Francia, Germania, Paesi Bassi, Spagna, Svezia e Regno Unito.

Figura 1 Numero di emissioni di titoli di debito subordinato nell'UE

(1999-2004)

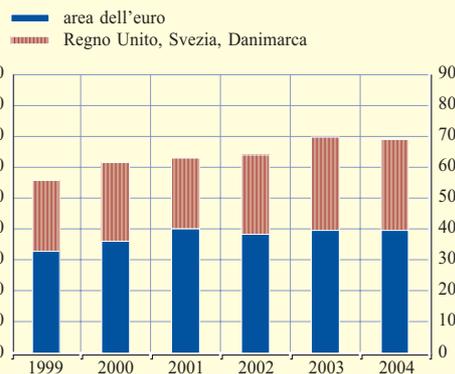


Fonti: Bondware ed elaborazioni della BCE.

Note: include solamente i grandi collocamenti pubblici e privati. Può non includere alcuni collocamenti privati di modeste dimensioni in alcuni paesi. Collocamenti dai servizi bancari e finanziari come classificati da Bondware. Per il 2004, i dati si riferiscono al periodo fino a ottobre.

Figura 2 Valore delle emissioni di titoli di debito subordinato nell'UE

(miliardi di euro; 1999-2004)



Fonti: Bondware ed elaborazioni della BCE.

Note: include solamente i grandi collocamenti pubblici e privati. Può non includere alcuni collocamenti privati di modeste dimensioni in alcuni paesi. Collocamenti dai servizi bancari e finanziari come classificati da Bondware. Per il 2004, i dati si riferiscono al periodo fino a ottobre.

nel loro complesso del 70 per cento tra il 1997 e il 2001 (ultimi dati disponibili). Ciò suggerisce che i mercati del debito subordinato sono diventati con ogni probabilità più spessi e più attivi e potrebbe essere aumentata l'esposizione alla potenziale disciplina di mercato diretta delle banche. Stando ai dati sulle banche di maggiori dimensioni, la quota di debito subordinato nelle attività totali si colloca attualmente su un livello medio superiore al 2 per cento: esso è diventato quindi una fonte di finanziamento importante per queste istituzioni.

Una condizione necessaria perché la disciplina di mercato sia operativa è che gli operatori di mercato tengano effettivamente sotto osservazione la rischiosità delle banche. Questa può essere analizzata verificando che i prezzi di mercato riflettano le esposizioni al rischio simultanee delle banche. Nel caso dei differenziali di debito subordinato le evidenze sono contrastanti. Sebbene tenda a esserci una relazione relativamente stretta fra le valutazioni sulle banche da parte delle agenzie di *rating* e i relativi differenziali di debito subordinato, essa è modesta fra i dati contabili accessibili al pubblico e i differenziali stessi<sup>8)</sup>. La correlazione fra differenziali e *rating* potrebbe essersi rafforzata con il tempo

nell'UE, forse in parte per effetto dell'ampliamento del mercato a seguito dell'introduzione della moneta unica, che ha comportato mercati più liquidi e più spessi per il debito subordinato, in particolare per i paesi più piccoli dell'area dell'euro.

Tutte le evidenze empiriche disponibili suggeriscono che i corsi azionari reagiscono alle variazioni di *rating* degli emittenti decise dalle principali agenzie internazionali di *rating*<sup>9)</sup>. Tuttavia, è importante il motivo di tale variazione. I declassamenti di *rating* ascrivibili a un aumento del rischio (ovvero a una variazione percepita nella deviazione standard degli utili attesi) hanno comportato un aumento dei corsi azionari, mentre quelli imputabili a un deterioramento degli utili potenziali (ovvero a una variazione degli utili medi attesi) hanno dato luogo a un calo degli stessi.

È molto difficile verificare empiricamente se le banche modificano effettivamente il proprio

8) Per una sintesi delle evidenze nell'UE, negli Stati Uniti e in altri paesi, cfr. Borio, C. et al. (a cura di) (2004), *Market Discipline across Countries and Industries*, MIT Press.

9) Cfr. *Market Discipline across Countries and Industries*, op. cit.

comportamento in risposta a pressioni o segnali negativi provenienti dal mercato. Ad esempio, quando le banche reagiscono immediatamente a un deterioramento dei differenziali, questi ultimi poi recuperano rapidamente e non si riescono a identificare le loro variazioni nei dati disponibili. Tuttavia, il fatto che gli indicatori di mercato sembrano essere realmente in grado di prevedere in qualche misura la fragilità di una banca (cfr. la sezione seguente) implica che le banche tendono a reagire solo in maniera imperfetta a un deterioramento delle quotazioni di mercato.

### 3 DISCIPLINA DI MERCATO INDIRECTA

A prima vista, sembrerebbe che la disciplina di mercato indiretta si ponga obiettivi meno ambiziosi di quella diretta. Come già esposto in precedenza, essa sta a indicare il principio per cui le autorità di vigilanza (o altri attori, come le agenzie di *rating*) utilizzano le quotazioni di mercato a integrazione delle informazioni contabili o di altra natura per identificare banche fragili o punti deboli nel sistema bancario complessivo. Tuttavia, come nel caso della disciplina di mercato diretta, sono necessari adeguati incentivi affinché gli operatori di mercato tengano sotto osservazione i rischi assunti dalle banche. Perché ciò si verifichi, occorre che sia in gioco il capitale degli investitori. Anche i mercati secondari dei titoli da cui bisogna trarre le informazioni, ovvero quelli del debito subordinato o delle azioni delle banche, devono essere liquidi e spessi. Inoltre, è necessaria una certa comparabilità delle quotazioni di mercato fra le banche, il che suggerisce che le banche dovrebbero emettere titoli sufficientemente standardizzati, come ad esempio nel contesto di programmi di emissioni *benchmark*.

Anche qualora siano soddisfatte queste condizioni, si pongono ulteriori sfide nell'utilizzo prudentiale delle quotazioni di mercato. In primo luogo, quand'anche le quotazioni di mercato riflettano veramente con accuratezza la probabilità di inadempienza di una banca, esse rispecchieranno solamente i costi attesi di inadempienza privati (per l'investitore), non quelli sociali, che

comprenderebbero, fra l'altro, i costi derivanti dalle turbative sul sistema finanziario. Gli operatori di mercato non sono incoraggiati ad adottare una visione d'insieme del rischio di insolvenza di una banca e potrebbero quindi essere favorevoli ad accettare l'assunzione di maggiori rischi rispetto a un'autorità di vigilanza. In secondo luogo, in un contesto ideale, privo di attriti, le probabilità di inadempienza desunte dai corsi azionari e obbligazionari per lo stesso emittente sarebbero identiche. Tuttavia, esse sono spesso ben lungi dall'essere perfettamente correlate: anche le probabilità di inadempienza implicite nelle quotazioni delle obbligazioni emesse dalla stessa banca possono presentare differenze. In terzo luogo, parecchi fattori oltre alle probabilità di inadempienza influiscono sui differenziali del mercato obbligazionario, fra cui le imposte, i premi per la liquidità e il desiderio mutevole degli investitori di assumersi rischi<sup>10</sup>.

Sebbene nel caso dei corsi azionari il legame fra fondamentali e rendimenti tenda a essere più stabile, si è già osservato che gli interessi degli azionisti sono allineati solo in misura modesta con quelli delle autorità di vigilanza, perché in molte circostanze i primi preferiscono attività più volatili. Tuttavia, questo inconveniente delle quotazioni azionarie può essere contenuto correggendone i rendimenti per le variazioni dell'indebitamento e della volatilità delle attività. Gli esempi più noti di tali misure, spesso utilizzate nel monitoraggio della stabilità finanziaria, sono la frequenza attesa di inadempienza (*expected default frequency*) e la distanza dal *default*<sup>11</sup>. Quest'ultima, ad esempio, misura il numero di deviazioni standard dal punto di insolvenza, che corrisponde al punto in cui l'attivo è esattamente pari al passivo (ossia il patrimonio netto è uguale a zero).

Il funzionamento della disciplina di mercato indiretta richiederebbe l'offerta pubblica di titoli

10) Per un'analisi delle determinanti dei differenziali sulle obbligazioni societarie, cfr. ad esempio Amato, J. e Remolona, E., *The credit spread puzzle*, Rassegna trimestrale BRI, dicembre 2003, pagg. 51-63.

11) Cfr. ad esempio *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2004.

di debito subordinato (anziché un collocamento privato). Nel 1999 si sono avute 296 offerte pubbliche di titoli di debito subordinato nell'UE, per un valore appena inferiore a 50 miliardi di euro, che nel 2003 sono passate a 441, per un valore di 69 miliardi. Solo nei primi dieci mesi del 2004 esso sono state 419, per un valore di 69 miliardi. Gli ultimi dati sulla frequenza delle emissioni per le banche di maggiori dimensioni sono disponibili solo per il 2001 e indicano che, in media, le grandi banche dell'UE emettono titoli di debito subordinato circa due volte all'anno. Contrariamente alla frequenza di emissione del debito subordinato, quella dei titoli azionari non è un evento comune né periodico per le principali organizzazioni bancarie in Europa o altrove<sup>12)</sup>. Tuttavia, sembra che i mercati azionari abbiano un considerevole potenziale nell'offrire disciplina di mercato indiretta in ragione del loro spessore e liquidità. Sebbene in Europa il numero di banche quotate nelle principali borse valori sia modesto, esse tendono a essere di notevoli dimensioni. La quota di queste banche per cui sarebbero disponibili segnali di tipo azionario rappresenta circa il 50 per cento delle attività totali del sistema bancario di gran parte dei paesi dell'UE.

Se i corsi di mercato del passivo di una banca dovessero prevederne la fragilità e, in particolare, se fornissero informazioni complementari ai dati prudenziali tradizionali, come i dati contabili, essi potrebbero tornare utili alle autorità di vigilanza, ad esempio, nell'identificare le banche che necessitano di maggiore attenzione. Sono state esaminate le proprietà previsionali di due indicatori: i differenziali sul debito subordinato e la distanza dal *default*.

Empiricamente, la capacità previsionale di entrambi questi indicatori è piuttosto scarsa e tende a essere inferiore a quella di modelli semplici basati su informazioni contabili. Lo svantaggio dei differenziali sul debito subordinato risiede nel fatto che la reazione misurabile a un deterioramento delle condizioni di una banca è individuabile solo in prossimità del punto di insolvenza, anziché con debito anticipo come sarebbe auspicabile in una prospettiva pruden-

ziale da parte dell'autorità di vigilanza. A questo proposito si rivela più utile la distanza dal *default*, dal momento che tende a segnalare un indebolimento molto prima che insorgano problemi gravi. Purtroppo, la distanza dal *default* è relativamente volatile per ogni singola banca, il che significa che solo quando i segnali persistono per un certo lasso di tempo essa riveste effettivamente un valore previsionale. Tuttavia, quando si ricorre a indicatori di mercato per prevedere la fragilità di singole banche, si osserva un certo miglioramento al margine: in un modello che abbina gli indicatori di mercato alle informazioni contabili, sono meno numerose le banche solide che vengono erroneamente classificate come deboli<sup>13)</sup>.

Per la BCE, l'impiego più promettente degli indicatori di mercato consisterebbe non tanto nel monitoraggio della fragilità di una singola banca quanto in quello della fragilità del sistema bancario. La BCE adotta un approccio macroprudenziale alla stabilità finanziaria e, quindi, è interessata nella stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. L'adozione di questo tipo di approccio ha due importanti implicazioni. In primo luogo, suggerisce che nella valutazione d'impatto del dissesto di una singola istituzione, la prima preoccupazione sono le implicazioni sistemiche. In secondo luogo, assumono un'importanza cruciale le correlazioni fra diverse istituzioni nell'esposizione al rischio. Se molte banche sono esposte nello stesso settore o alla stessa tipologia di rischio, esse possono incontrare difficoltà simultaneamente, con potenziali conseguenze negative per il sistema nel suo complesso.

Nel contesto del monitoraggio della stabilità finanziaria svolto presso la BCE, si è riscontrato che potrebbero risultare particolarmente utili le misure aggregate della distanza dal *default*<sup>14)</sup>.

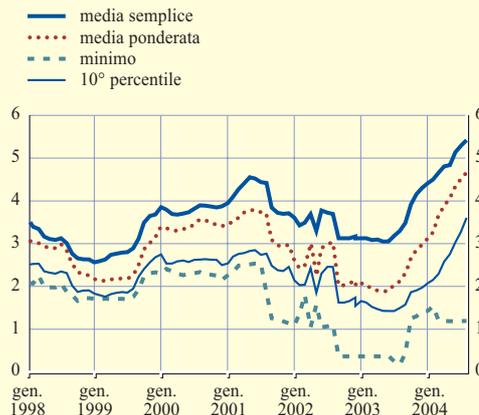
12) Cfr. "Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries"; op. cit.

13) Cfr. *Market Discipline across Countries and Industries*, op. cit.

14) Per dettagli concettuali e ulteriori informazioni riguardo il calcolo della distanza dal *default*, cfr. KMV Corporation (2003), *Modelling Risk*, San Francisco. Per un esempio di applicazione, cfr. anche *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2004.

**Figura 3** Indicatori della distanza dal default per 37 grandi banche dell'area dell'euro

(gen. 1998 - set. 2004)



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

Nota: un incremento nella distanza dal default indica un miglioramento.

**Figura 4** Indicatori di soglia (threshold indicators) basati sulla distanza dal default (DD) di 37 grandi banche dell'area dell'euro

(gen. 1998 - set. 2004)



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

Nota: la soglia utilizzata di  $DD < 2,71$  corrisponde al valore che le agenzie di rating usano per distinguere la qualità del credito tra *investment-grade* e *speculative-grade* (cioè una probabilità implicita di default a un anno maggiore di 0,65).

Alla luce di quanto asserito in precedenza, perché gli indicatori di mercato siano utili come indicatori di fragilità finanziaria essi devono soddisfare almeno tre condizioni. In primo luogo, essi dovrebbero riflettere le principali fonti di rischio in maniera adeguata: dovrebbero cioè indicare un maggiore rischio quando cala il valore dell'attivo della banca, quando aumenta la volatilità di quest'ultimo e quando cresce l'indebitamento della banca. In secondo luogo, l'indicatore dovrebbe fornire segnali facilmente interpretabili con un elevato indice di sensibilità (*signal-to-noise ratio*)<sup>15</sup>. In terzo luogo, dal momento che l'obiettivo è di misurare il rischio sistemico, l'indicatore dovrebbe riflettere in larga misura il rischio del sistema nel suo complesso, anziché quello di una singola banca. Mentre i differenziali sul debito subordinato soddisfano la prima condizione, il loro indice di sensibilità (*signal-to-noise ratio*) tende a essere basso, in particolare con il crescere della distanza dal default. Inoltre, se si confronta l'andamento dei differenziali con episodi storici di instabilità finanziaria ben identificati (la crisi asiatica del 1997-98 o il default sul debito russo del 1998), i differenziali tendono a fornire un segnale ritardato, anziché indicare un rischio più elevato in anticipo.

La distanza dal default soddisfa tutte e tre le condizioni. Più specificatamente, sebbene l'indice di sensibilità (*signal-to-noise ratio*) possa anche essere piuttosto basso per una singola banca, le distanze dal default aggregate, se valutate a fronte di episodi storici di instabilità finanziaria, tendono a fornire segnali facilmente identificabili con largo anticipo. Le figure 3 e 4 mostrano due modi distinti di aggregare le distanze dal default di singole banche negli indicatori di stabilità del sistema bancario. Nella figura 3 sono riportati i valori medi, semplici e ponderati in base alle attività, della distanza dal default per le 37 banche di maggiori dimensioni dell'UE. La figura mostra una flessione fra gli inizi del 2001 e l'estate del 2003, che corrisponde a un deterioramento della stabilità finanziaria. Da allora la distanza dal default è aumentata, comportando un sostanziale miglioramento della stabilità del sistema bancario. Nel settembre 2004 i valori medi di questo indicatore hanno raggiunto livelli che non si erano osservati dagli inizi del 1998. Inoltre, anche la

15) Qualsiasi indicatore è misurato con un margine di imprecisione o errore: quanto più l'indicatore è preciso tanto più elevato sarà l'indice di sensibilità (*signal-to-noise ratio*).

distanza dal *default* della banca più debole e la media del 10 per cento delle banche più deboli sono migliorate dai bassi livelli toccati agli inizi del 2003. La distanza dal *default* ponderata in base alle attività può costituire un indicatore più utile della media semplice, in quanto assegna un peso maggiore alle banche più grandi, che sono potenzialmente più importanti in una prospettiva di stabilità sistemica. Dalla comparazione fra la media semplice e quella ponderata della distanza dal *default* si evince che la stabilità delle grandi banche, sebbene continui a essere valutata in certa misura più debole rispetto alla media, è particolarmente migliorata in quanto è diminuito il divario fra le due misure.

Da un punto di vista di monitoraggio macroprudenziale è forse ancora più informativo l'indicatore di soglia (*threshold indicator*) riportato nella figura 4. Esso riporta la proporzione di banche (per numero o in termini di quota delle attività) che in un determinato momento sono al di sotto dell'*investment-grade*, suggerendo che il mercato abbia quanto meno alcune riserve sulla loro qualità. Dopo aver raggiunto livelli piuttosto elevati nel 1999 e nuovamente nel periodo 2002-2003, questo indicatore è sceso recentemente in misura notevole, sia in termini di attività sia in termini di numero di banche. Nel complesso, l'andamento di questi indicatori di mercato sul rischio del sistema bancario suggerisce che, dopo un periodo di tensione nel 1999 e nel 2003, il sistema bancario dell'UE è ritornato a una situazione di rischio relativamente basso di fragilità sistemica.

#### 4 CONCLUSIONI

Il presente articolo ha evidenziato alcune argomentazioni teoriche a favore e contro la probabile efficacia della disciplina di mercato e ha riportato le evidenze disponibili sulla sua attuale efficacia. Le conclusioni che ne conseguono suggeriscono che la disciplina di mercato diretta potrebbe essere tutt'altro che operativa. Attualmente, con ogni probabilità gli operatori di mercato non hanno né gli strumenti né lo stimolo a limitare l'assunzione di rischio da parte

delle banche a un livello socialmente ottimale. Anche la disciplina di mercato indiretta, allo stato attuale, sarebbe limitata alle istituzioni più grandi. Nel contempo, data la complessità di queste istituzioni, la portata delle loro operazioni fuori bilancio e il loro orientamento internazionale, è proprio in queste banche che gli strumenti tradizionali utilizzati dalle autorità di vigilanza possono essere integrati dalla disciplina di mercato con la massima efficacia. Inoltre, i prezzi di mercato aggregati possono svolgere un utile ruolo come strumento di monitoraggio macroprudenziale del sistema bancario nel suo complesso, anziché delle singole banche.

Una delle condizioni essenziali perché la disciplina di mercato diventi più operativa è che gli operatori di mercato devono disporre di sufficienti informazioni sulle banche. Ciò è stato riconosciuto dal nuovo Accordo di Basilea, dove i requisiti di trasparenza informativa (terzo pilastro) affiancano i requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro) e il controllo prudenziale (secondo pilastro). La rigorosa attuazione dei severi requisiti di trasparenza informativa contemplati dal terzo pilastro agevolerà in misura significativa gli operatori di mercato nel migliorare la propria capacità di tenere sotto osservazione istituzioni finanziarie sempre più complesse e di offrire potenzialmente segnali di mercato utili alle autorità di vigilanza.

Nel complesso, la struttura istituzionale, in particolare per quanto concerne le norme che regolano le procedure in materia di fragilità bancaria, deve favorire la disciplina di mercato. L'assicurazione sui depositi dovrebbe essere limitata a piccoli depositanti e alcuni creditori della banca (depositanti non assicurati, detentori di titoli di debito subordinato) devono essere credibilmente esclusi dalla rete di sicurezza (*safety net*) e prevedere di perdere i propri investimenti nel caso in cui la banca risulti insolvente. Se gli operatori di mercato prevedono di essere ampiamente salvati con fondi pubblici nell'eventualità che una banca incorra in gravi difficoltà, risulterà gravemente compromesso il loro interesse a tenere sotto osservazione il comportamento della banca. È possibile che nel caso dei creditori di

banche molto grandi e di particolare rilevanza sistemica un tale impegno da parte delle autorità (cioè di non intervenire con operazioni di salvataggio) può non apparire del tutto credibile almeno agli occhi di alcuni operatori di mercato, dando luogo a una riduzione della qualità degli indicatori.

Il presente articolo suggerisce che potrebbe risultare vantaggiosa l'incorporazione delle quotazioni di mercato da parte delle autorità di vigilanza in modelli di previsione della fragilità (*early warning*). In particolare, sembra avere un certo potenziale la combinazione di misure basate sul mercato azionario, come la distanza dal *default*, con i differenziali sul debito subordinato e i dati contabili. Gli indicatori di mercato hanno tre importanti vantaggi rispetto ai dati contabili: essi rappresentano le opinioni di un gran numero di operatori di mercato condensate in un'unica congrua quotazione; sono intrinsecamente *forward-looking*; sono disponibili con

una frequenza relativamente elevata. Tenendo presente questi vantaggi, l'articolo ha fornito un lungo elenco di argomentazioni per cui non si può trascurare il rischio di ricavare un segnale inesatto. Ciò evidenzia la necessità di considerare diversi indicatori e fonti di informazioni nel tentare di giungere a una valutazione ragionevole della stabilità delle istituzioni finanziarie.

La BCE ha riconosciuto l'utilità di aggregare gli indicatori di mercato in misure di rischio sistemico nel settore bancario e tali indicatori sono entrati a far parte della serie di strumenti della BCE utilizzati nel monitoraggio della stabilità finanziaria <sup>16)</sup>. Essi tendono a fornire una prospettiva intuitiva complementare ad altri indicatori e consentono un'ulteriore verifica incrociata del parere della BCE sulla stabilità finanziaria.

16) Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2004.

# L'ESPERIENZA INIZIALE DELL'EUROSISTEMA DOPO LE MODIFICHE ALL'ASSETTO OPERATIVO PER LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

*Nel marzo 2004 sono entrate in vigore due modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria, che hanno riguardato rispettivamente il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria e la durata delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP), ridotta da due a una settimana. Tali modifiche sono volte a stabilizzare il comportamento in asta dei partecipanti alle ORP neutralizzando le aspettative di variazione dei tassi di riferimento della BCE durante il periodo di mantenimento. L'adozione di queste modifiche trova la principale motivazione negli episodi di carenza di richieste in asta (underbidding) verificatisi in periodi caratterizzati da aspettative di una diminuzione dei tassi. Nel contempo, per aiutare il mercato a capire se le decisioni di aggiudicazione relative a una determinata ORP sono o meno intese a riequilibrare le condizioni di liquidità, la BCE ha introdotto una diversa frequenza di pubblicazione delle proprie stime del valore medio dei fattori autonomi di liquidità. Questo articolo descrive l'esperienza maturata nel primo periodo successivo all'introduzione del nuovo assetto, concentrandosi in particolare sul comportamento delle istituzioni creditizie nelle aste delle ORP e sul tasso di interesse overnight nel mercato interbancario.*

## I INTRODUZIONE

Nel marzo 2004 sono entrate in vigore due modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria.

- Il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria è stato ridefinito in modo che l'inizio e la fine di questi ultimi siano in linea con il giorno di regolamento della ORP successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la decisione mensile sull'orientamento della politica monetaria. Essi iniziano sempre in tale giornata e si concludono il giorno precedente a quello di regolamento della ORP che segue la successiva riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo. In precedenza, i periodi di mantenimento iniziavano il 24 di ogni mese e terminavano il 23 di quello successivo, indipendentemente dalle date previste per le riunioni del Consiglio direttivo.

Come misura complementare, le variazioni del tasso di interesse applicato alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti entrano in vigore – di norma – in coincidenza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento, mentre in passato diventavano effettive il giorno successivo alla riunione del Consiglio direttivo.

- La durata delle ORP è stata ridotta da due a una settimana. Insieme ai cambiamenti in-

dicati nel punto precedente, questa ulteriore misura fa sì che le ORP non si estendano più su due periodi di mantenimento successivi.

Le suddette modifiche mirano a stabilizzare il comportamento in asta delle istituzioni creditizie, soprattutto in periodi contraddistinti da aspettative di una variazione imminente dei tassi di interesse<sup>1)</sup>. I nove episodi di *underbidding* verificatisi negli anni precedenti (per *underbidding* si intende una situazione in cui l'ammontare complessivo delle richieste presentate in asta è inferiore all'importo di riferimento stabilito dalla BCE) erano stati caratterizzati da una certa instabilità nel comportamento in asta delle controparti. Questi episodi erano in larga misura riconducibili alla possibilità che, nell'ambito di un medesimo periodo di mantenimento, l'eventuale decisione del Consiglio direttivo di modificare i tassi di riferimento della BCE si ripercuotesse sui costi di finanziamento delle istituzioni creditizie.

La revisione dell'assetto operativo intervenuta nel suddetto contesto ha inteso neutralizzare gli effetti delle aspettative sulle variazioni dei tassi di interesse durante uno stesso periodo di mantenimento, con il fine ultimo di stabilizzare la domanda in asta dei partecipanti. In primo

1) L'articolo *Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria*, nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino presenta in dettaglio tutti gli aspetti connessi all'attuazione del nuovo assetto.

luogo, l'allineamento dell'inizio del periodo di mantenimento con la data di attuazione delle decisioni concernenti i tassi di interesse permette di rimuovere le attese di variazione dei tassi di riferimento della BCE nel corso del periodo di mantenimento. In secondo luogo, la riduzione della durata delle ORP fa sì che l'ultima operazione di un determinato periodo non giunga a scadenza in quello successivo e che di conseguenza il comportamento in asta delle istituzioni creditizie non sia più influenzato dalle aspettative di una variazione dei tassi nel periodo successivo.

Inoltre, la BCE ha deciso di fornire su base sistematica sia le proprie previsioni circa il valore medio dei fattori autonomi <sup>2)</sup> sia il calcolo dell'importo di riferimento <sup>3)</sup> delle ORP ogniqualvolta ne annuncia o aggiudica una. In precedenza, il mercato approssimava l'importo di riferimento di una ORP (che corrisponde di norma a quello effettivamente aggiudicato o se ne discosta al massimo per qualche centinaio di milioni di euro) basandosi sulle previsioni del valore medio dei fattori autonomi pubblicate dalla BCE in concomitanza con l'annuncio dell'operazione in questione. Le informazioni aggiuntive permettono al mercato di sapere se la decisione di aggiudicazione della BCE con riferimento a una particolare ORP è intesa o meno a stabilire condizioni di liquidità equilibrate. Prima della modifica, se le istituzioni creditizie rilevavano uno scostamento fra l'importo aggiudicato e quello di riferimento da esse calcolato, non erano in grado di stabilire se fosse effettivamente dovuto all'intento della BCE di perseguire un obiettivo di liquidità non neutrale o se non fosse semplicemente da ricondurre ad aggiornamenti delle previsioni dei fattori autonomi (che all'epoca non venivano pubblicati). In determinate occasioni, ciò aveva indotto gli operatori a interpretare erroneamente le decisioni di aggiudicazione della BCE.

Questo articolo descrive l'esperienza iniziale maturata dalla BCE dopo le suddette modifiche, operando un raffronto fra la situazione precedente e quella successiva alla loro applicazione. A questo scopo, esso si sofferma sul periodo

compreso tra giugno 2000 (mese di introduzione del meccanismo di asta variabile con tasso minimo di offerta per le ORP) e metà gennaio 2005. In generale, occorre tenere presente che dall'entrata in vigore del nuovo assetto operativo non vi sono state né variazioni dei tassi di interesse da parte della BCE né aspettative significative in merito. Ciò rende prematura una valutazione definitiva dell'efficacia del nuovo assetto nell'evitare che le attese di una variazione dei tassi possano destabilizzare il comportamento in asta dei partecipanti. Nondimeno, come viene illustrato nella sezione 2, le modifiche apportate all'assetto operativo dell'Eurosistema e alla politica di comunicazione della BCE sembrano avere già concorso a stabilizzare le richieste delle controparti. La sezione 3 descrive il modo in cui tali modifiche hanno finora influito sulle condizioni di liquidità e sulla dinamica del tasso *overnight*.

## 2 IL COMPORTAMENTO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE NELLE ASTE DELLE ORP

Questa sezione raffronta il comportamento delle controparti nelle aste delle ORP prima e dopo l'attuazione delle modifiche all'assetto operativo, concentrandosi sulla recente evoluzione, nell'area dell'euro, degli importi aggiudicati, di quelli richiesti e del numero di partecipanti.

### IMPORTI AGGIUDICATI E RICHIESTI

Con la riduzione della durata delle ORP da due a una settimana e il venir meno della sovrapposizione di due operazioni, gli importi medi aggiudicati sono raddoppiati (si veda la figura 1, nella quale il volume effettivamente aggiudicato è approssimato da quello di riferimento). Inoltre, la forte crescita della domanda di banconote osservata negli ultimi due anni ha progressivamente

- 2) Per fattori autonomi di liquidità si intendono le poste del bilancio consolidato dell'Eurosistema che non sono generalmente collegate alle operazioni di politica monetaria, ma che incidono sulla posizione di liquidità delle istituzioni creditizie.
- 3) L'importo di riferimento corrisponde al volume di aggiudicazione normalmente necessario a stabilire condizioni di equilibrio nel mercato monetario a breve termine, in base alla previsione complessiva di liquidità della BCE. L'importo pubblicato è arrotondato ai 500 milioni di euro.

ampliato il fabbisogno di liquidità, provocando una crescita costante dell'importo di riferimento. Di conseguenza, l'importo aggiudicato ha raggiunto un massimo storico a 283,5 miliardi di euro nel dicembre 2004.

Le controparti hanno rapidamente adeguato il proprio comportamento in asta al forte incremento degli importi medi di aggiudicazione. Solo durante il periodo di mantenimento di transizione si è verificato un episodio di lieve *underbidding*: il 23 marzo 2004, nella terza ORP con scadenza a una settimana, le richieste sono state inferiori di 5 miliardi di euro rispetto al volume di riferimento. Più che a una riduzione deliberata delle richieste totali delle controparti verso livelli inferiori a quello di riferimento, tale episodio è parso riconducibile a fattori tecnici. Da allora, gli importi richiesti sono rapidamente saliti a livelli costantemente superiori a quelli di aggiudicazione (cfr. figura 1), raggiungendo un massimo storico attorno a 384 miliardi di euro nel novembre 2004.

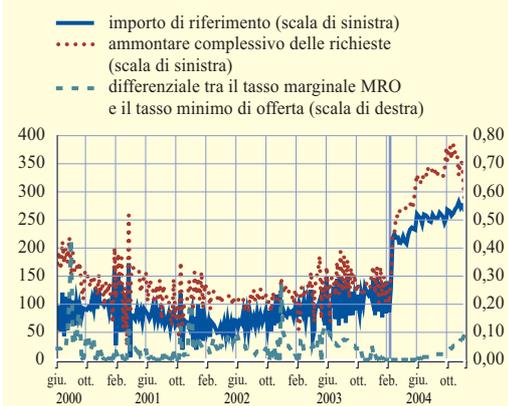
Il fatto che, dopo l'introduzione del nuovo assetto, gli importi richiesti siano di fatto aumentati più rapidamente di quelli aggiudicati è in linea con l'osservato ampliamento del differenziale tra il tasso marginale delle ORP e il tasso minimo di offerta (cfr. figura 1).

Poiché l'adeguamento dei volumi richiesti dagli operatori è avvenuto senza problemi, si può dire che – contrariamente ai timori espressi durante la consultazione con il sistema bancario in merito alle modifiche – la più elevata movimentazione delle attività usate come garanzie, conseguente alla riduzione della durata delle ORP, non ha finora reso più difficile la disponibilità di tali attività. Di fatto, la riduzione della durata potrebbe avere addirittura semplificato la mobilitazione delle attività necessarie poiché queste ultime sono ora vincolate per un ciclo chiuso di una settimana, anziché di due.

Dopo le modifiche all'assetto operativo, sono state osservate minori oscillazioni degli importi di riferimento (e di aggiudicazione) di breve periodo (cfr. figura 1). La variazione media (po-

**Figura 1 Importo di riferimento e ammontare complessivo delle richieste nelle ORP**

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: punti percentuali; dati settimanali)



Fonte: BCE.

Nota: la linea blu verticale contrassegna l'entrata in vigore delle modifiche all'assetto operativo di politica monetaria.

sitiva o negativa) del volume di riferimento su base settimanale è scesa a 7 miliardi di euro, dai 33 del periodo precedente. Ciò è riconducibile al fatto che nell'attuale sistema la durata dell'ORP corrisponde sempre all'orizzonte temporale dell'obiettivo di liquidità su cui si basa l'importo di riferimento, mentre nel precedente assetto era invariabilmente più lunga. La maggiore durata determinava una relazione piuttosto complessa fra i volumi delle due ORP in essere, che si traduceva talvolta in accentuate oscillazioni settimanali dell'importo di riferimento.

Le ridotte oscillazioni di breve periodo dell'importo di riferimento hanno concorso a stabilizzare la domanda delle istituzioni creditizie nelle ORP. Se nel lungo periodo le controparti sembrano calibrare esattamente gli importi totali richiesti sul livello strutturale del volume di riferimento, nel breve periodo tale adeguamento appare meno efficiente, in quanto alcuni operatori avrebbero la tendenza a richiedere importi abbastanza costanti. Pertanto, le oscillazioni settimanali piuttosto forti subite dagli importi di riferimento (e di aggiudicazione) prima delle modifiche all'assetto operativo si traducevano anche in variazioni del rapporto tra importi richiesti e aggiudicati (*bid-cover ratio*), il quale

**Figura 2 Rapporto tra ammontare complessivo delle richieste e importo aggiudicato (*bid-cover ratio*)**

(dati settimanali)



Fonte: BCE.

Nota: la linea celeste verticale contrassegna l'entrata in vigore delle modifiche all'assetto operativo di politica monetaria.

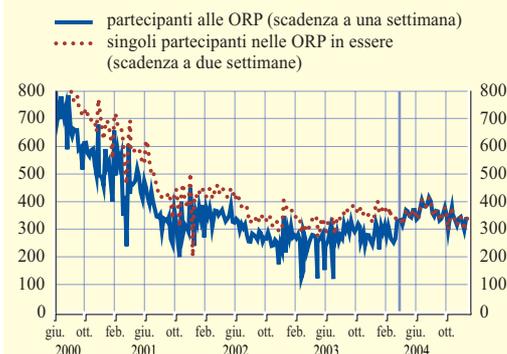
esprime quante volte l'ammontare totale delle richieste eccede quello aggiudicato (cfr. figura 2). Pari a 0,65 prima delle modifiche, la variazione media settimanale del *bid-cover ratio* è scesa ad appena 0,07 nel periodo successivo alla loro adozione. Il rischio di *underbidding* per motivi tecnici connessi alla difficoltà di calibrare le richieste è quindi diminuito in misura significativa. In generale, la maggiore stabilità dell'importo di riferimento e la nuova politica di comunicazione potrebbero avere reso più semplice per le controparti prevedere l'importo di aggiudicazione stabilito dalla BCE e preparare quindi le proprie richieste.

### NUMERO DI PARTECIPANTI

Le istituzioni creditizie dell'area dell'euro ammesse a partecipare alle ORP sono circa 2.100. Nel 2004, prima della modifica dell'assetto operativo, il numero medio di partecipanti alle singole operazioni era sceso a 282, dagli oltre 700 degli inizi della Terza fase dell'UEM. Tale tendenza progressivamente calante sembra essersi invertita con il nuovo regime, nel quale il numero medio di partecipanti è salito a 350 (cfr. figura 3). Occorre tuttavia notare che, con ogni probabilità, questo apparente incremento è dovuto alla riduzione della durata delle ORP da due a una settimana e alla conseguente necessità delle banche di soddisfare le proprie esigenze di liquidità con frequenza settimanale invece che

**Figura 3 Numero dei partecipanti alle ORP**

(dati settimanali)



Fonte: BCE.

Nota: la linea celeste verticale contrassegna l'entrata in vigore delle modifiche all'assetto operativo di politica monetaria.

quindicinale. L'importanza di questo aspetto risulta chiara se si considera il numero totale di partecipanti differenti nelle due ORP in essere prima delle revisioni (cfr. figura 3). Con la riduzione a una settimana della durata delle ORP, gli stessi operatori dovrebbero partecipare a ognuna delle aste settimanali per ottenere lo stesso livello di liquidità. È comunque possibile che la maggiore trasparenza e semplicità del nuovo assetto abbiano reso più facile per le controparti la preparazione delle rispettive richieste, agevolando nel contempo una maggiore partecipazione alle aste.

### 3 CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E TASSO OVERNIGHT

Questa sezione esamina il modo in cui le modifiche all'assetto operativo hanno influito sul tasso *overnight* e sulla politica di liquidità della BCE.

#### IL TASSO OVERNIGHT

Dall'attuazione del nuovo regime, lo scarto medio in valore assoluto fra il tasso interbancario *overnight* (EONIA) e il tasso minimo di offerta ("differenziale *overnight*") è sceso notevolmente se si esclude l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento delle riserve (cfr. figura 4). Il raffronto fra le situazioni di fine periodo

nei due regimi è complicato dal fatto che quattro periodi del nuovo assetto (per il quale è disponibile un numero inferiore di osservazioni) si sono conclusi con un'operazione di *fine-tuning*. Senza queste ultime, lo scarto medio di fine periodo sarebbe stato probabilmente superiore a quello della fase precedente le modifiche.

In effetti, in seguito alle modifiche all'assetto operativo, è aumentata la probabilità che si vengano ad accumulare consistenti squilibri di liquidità dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP di un determinato periodo di mantenimento delle riserve. Ciò è dovuto al fatto che l'aggiudicazione dell'ultima ORP avviene oggi otto giorni prima della fine del periodo stesso, mentre in precedenza variava da un mese all'altro (fra due e otto giorni prima della fine del periodo, con una media di quattro giorni prima). Più precisamente, ne consegue che – nel calibrare l'importo da aggiudicare nell'ultima ORP – la BCE deve ora prevedere il fabbisogno di liquidità su un orizzonte temporale di otto giorni, laddove in passato era sufficiente una previsione che coprisse una media di cinque giorni. Nella consultazione con le banche, era stato espresso il timore che tale circostanza potesse porre dei problemi. La deviazione standard dell'errore cumulato di previsione dei fattori autonomi su un

orizzonte di otto giorni si aggira di norma attorno ai 7 miliardi di euro, contro i 3 miliardi su un orizzonte di cinque giorni (cfr. figura 5).

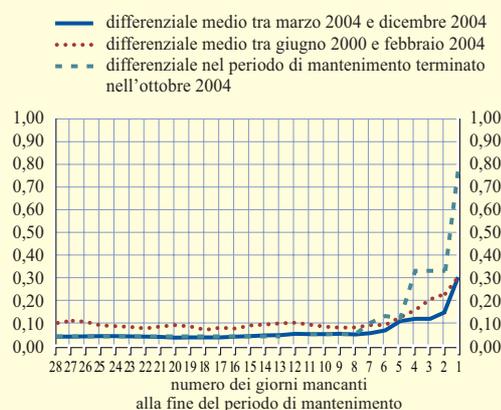
Nel contempo, la nuova politica di comunicazione adottata dalla BCE in merito alle previsioni dei fattori autonomi e all'importo di riferimento consente agli operatori di meglio rilevare l'esistenza di eventuali squilibri di liquidità. A parità di tutte le altre condizioni, questi due elementi accrescono la possibilità di uno scostamento più precoce e sostanziale del tasso *overnight* da quello minimo di offerta dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP di un determinato periodo di mantenimento delle riserve. Ne costituisce un possibile esempio il periodo terminato l'11 ottobre 2004, durante il quale si è verificato un ampio squilibrio di liquidità (cfr. figura 4). Alla fine del periodo, in cui nessuna operazione di *fine-tuning* è stata effettuata, il differenziale *overnight* non solo ha raggiunto un picco notevole in coincidenza con l'ultimo giorno, ma ha iniziato ad aumentare subito dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP.

## LA POLITICA DI LIQUIDITÀ DELLA BCE

In risposta a tali sviluppi, dall'entrata in vigore delle modifiche all'assetto operativo la BCE ha condotto un'operazione di *fine-tuning* in corri-

**Figura 4 Differenziale medio tra EONIA e il tasso minimo d'offerta nel periodo di mantenimento**

(punti percentuali; dati giornalieri)

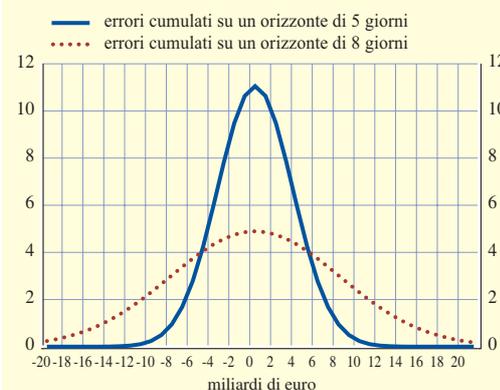


Fonte: BCE.

Nota: i valori massimi di fine mese sono stati esclusi dalle serie per agevolare il confronto.

**Figura 5 Distribuzione di probabilità degli errori cumulati sulle previsioni dei fattori autonomi**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: basata su dati giornalieri per il periodo 8 gennaio - 8 dicembre 2004.

spondenza dell'ultimo giorno di quattro periodi di mantenimento al fine di correggere gli ampi squilibri di liquidità attesi. Tali squilibri erano principalmente riconducibili al fatto che – in varie occasioni – l'Eurosistema è stato indotto a rivedere le proprie previsioni dei fattori autonomi a causa di sviluppi imprevisi nell'ammontare di banconote in circolazione e, a volte, di significativi errori di previsione sui depositi delle Amministrazioni pubbliche, dei quali la BCE è stata informata molto tardivamente. È inoltre possibile che, nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, le riserve in eccesso delle banche (corrispondenti alla differenza fra le riserve detenute sui conti correnti e l'obbligo minimo di riserva) siano oggetto di modifiche sostanziali. Consapevole dei problemi connessi alla correzione tardiva delle previsioni dei fattori autonomi, l'Eurosistema – di concerto con i rispettivi paesi dell'area dell'euro – ha già adottato provvedimenti correttivi e confida che nel prossimo futuro sia possibile ridurre parte di queste distorsioni.

In linea con la politica generale della BCE di assicurare condizioni di liquidità neutrali, le quattro operazioni di *fine-tuning* sono state condotte a prescindere dal segno (positivo o negativo) dello squilibrio di liquidità: mentre quelle dell'11 maggio e del 7 dicembre 2004 hanno drenato liquidità, quelle dell'8 novembre 2004 e del 18 gennaio 2005 l'hanno immessa nel sistema. Tali operazioni erano intese a ripristinare condizioni di liquidità equilibrate alla fine dei rispettivi periodi di mantenimento delle riserve. Dal momento del loro annuncio, il tasso *overnight* si è stabilizzato su un livello prossimo a quello del tasso minimo di offerta.

Quando ha deliberato l'operazione dell'8 novembre, la BCE si attendeva uno squilibrio di liquidità pari a 6,5 miliardi di euro, inferiore a quello atteso alla fine di periodi precedenti terminati senza operazioni di *fine-tuning*. Ciò sta a indicare che, alla luce dell'esperienza iniziale con il nuovo assetto e della preferenza per il mantenimento di condizioni ordinate del mercato monetario durante l'intero periodo di mantenimento delle riserve, la BCE ha ritenuto oppor-

tuno affrontare con maggiore efficacia il problema degli squilibri di liquidità di fine periodo.

La politica di correzione degli squilibri di liquidità ha subito una graduale evoluzione e ha tratto vantaggio dall'esperienza maturata nei periodi di mantenimento successivi al marzo 2004, mese di attuazione delle modifiche all'assetto operativo. In precedenza, gli squilibri di liquidità di fine periodo e la conseguente volatilità del tasso *overnight* erano di norma piuttosto modesti e non hanno mai indotto la BCE a condurre operazioni di *fine-tuning* dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP. Ciò era in linea con l'idea secondo la quale una certa volatilità del tasso *overnight* a fine periodo potesse accrescere l'incentivo delle istituzioni creditizie a partecipare alle ORP nell'intento di ridurre il rischio di tasso di interesse. Dopo l'adozione del nuovo assetto operativo, si è ritenuto importante non ridurre gli incentivi alla partecipazione alle aste, in considerazione dei timori inizialmente espressi da alcune istituzioni creditizie circa la possibilità che la maggiore movimentazione delle garanzie, conseguente alla riduzione della durata delle ORP, potesse aumentare il rischio di *underbidding*. La BCE ha pertanto deciso di attendere che fosse maturata una maggiore esperienza, quanto al comportamento in asta degli operatori nel nuovo assetto, prima di adeguare la politica di gestione degli squilibri di liquidità di fine periodo.

Come suggerisce l'analisi dei comportamenti in asta condotta nella sezione precedente, sia gli importi richiesti sia i tassi di offerta attestano che l'incentivo a presentare richieste è aumentato costantemente dopo la revisione dell'assetto operativo. È quindi diventata scarsa, se non nulla, l'esigenza di accrescerlo mediante un'elevata volatilità del tasso *overnight* a fine periodo. Sono inoltre emersi alcuni segnali del fatto che tale volatilità, che può arrivare a livelli elevati (come è avvenuto nell'ottobre 2004), ha un effetto potenzialmente destabilizzante sulla liquidità del mercato monetario interbancario e sull'ordinato funzionamento dei connessi mercati degli strumenti derivati. Pertanto, in varie occasioni a partire dall'autunno 2004, la BCE ha

ritenuto opportuno affrontare in modo maggiormente incisivo gli squilibri di liquidità di fine periodo conducendo operazioni di *fine-tuning*. Una volta acquisita una maggiore esperienza, essa potrebbe rivedere ulteriormente la sua posizione a questo proposito.

#### 4 CONCLUSIONI

Benché dall'introduzione del nuovo assetto operativo la BCE non abbia variato i propri tassi di riferimento, si ritiene che l'obiettivo principale delle modifiche – quello di “isolare” il comportamento in asta degli operatori dalle attese di variazione dei tassi durante un determinato periodo di mantenimento – sia stato raggiunto. Questo articolo ha mostrato come l'attuazione delle modifiche sia avvenuta senza problemi e come le controparti abbiano rapidamente adeguato il proprio comportamento in asta ai maggiori importi di aggiudicazione nelle ORP settimanali. I livelli di richieste e i conseguenti *bid-cover ratios* sono rimasti stabili. Tale stabilità, in parte probabilmente ascrivibile alla migliore

comunicazione delle previsioni sui fattori autonomi e degli importi di riferimento, deriverebbe tuttavia soprattutto dalle minori oscillazioni settimanali dell'importo di riferimento.

Oltre al comportamento in asta, anche il differenziale fra il tasso interbancario *overnight* e quello minimo di offerta all'interno di uno stesso periodo di mantenimento delle riserve si è nell'insieme stabilizzato. Ciò nonostante, la più elevata probabilità di squilibri di fine periodo nell'ultima settimana di ciascun periodo di mantenimento ha occasionalmente determinato livelli indesiderati di volatilità. A seguito di tale volatilità, e della maggiore stabilità dei comportamenti in asta, la BCE ha deciso di gestire in maniera più incisiva gli squilibri di liquidità di fine periodo. Dall'introduzione delle modifiche all'assetto operativo, tale decisione si è finora tradotta in quattro operazioni di *fine-tuning* condotte nell'ultimo giorno di altrettanti periodi di mantenimento delle riserve. Il nuovo approccio ha contribuito a contenere ulteriormente la volatilità media del tasso *overnight* durante l'ultima settimana del periodo di mantenimento.



# BILANCIA DEI PAGAMENTI E POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO: PRINCIPALI CONTROPARTI

*Nel gennaio del 2005 la BCE ha pubblicato per la prima volta una scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e della posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro. I dati vengono disaggregati per singoli paesi (Danimarca, Regno Unito, Svezia, Canada, Giappone, Stati Uniti e Svizzera) e per raggruppamenti di controparti ("altri Stati membri dell'UE", centri finanziari offshore, istituzioni dell'UE e organizzazioni internazionali). Le statistiche trimestrali sulle transazioni di b.d.p. sono disponibili dal primo trimestre del 2003 al terzo trimestre del 2004, mentre quelle annuali sulla p.p.e. si riferiscono alla fine del 2002 e del 2003. Dalla scomposizione geografica dei dati di b.d.p. e di p.p.e. per l'area dell'euro emerge l'importanza dei flussi commerciali e finanziari con il Regno Unito, la Svizzera e gli Stati Uniti.*

## 1 INTRODUZIONE

Per l'area dell'euro la BCE compila dal 1999 statistiche mensili e trimestrali sulla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e statistiche annuali sulla posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.), sulla base di dati risalenti fino al 1997<sup>1)</sup>. Tali statistiche forniscono evidenza sulle transazioni e sulle posizioni internazionali dell'area dell'euro considerata come un'unica entità economica, senza pertanto tenere conto delle transazioni e delle posizioni tra i vari paesi interni all'area stessa. La raccolta dei dati viene effettuata dalle autorità nazionali dei paesi dell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

I dati qui presentati, pubblicati per la prima volta nel gennaio scorso, forniscono una scomposizione geografica, basata sulle principali controparti non residenti, delle transazioni internazionali (b.d.p.) e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro. Essi comprendono i dati trimestrali di b.d.p. dal primo trimestre del 2003 al terzo trimestre del 2004, e i dati di p.p.e. alla fine del 2002 e del 2003. La scomposizione geografica è volta a fornire una migliore comprensione dei nessi intercorrenti fra l'area dell'euro e le altre economie.

In questo articolo viene illustrato l'approccio adottato in relazione ai nuovi dati, si presenta brevemente la metodologia impiegata per la loro elaborazione, e si descrivono gli andamenti recenti del conto corrente, del conto finanziario e della p.p.e.

## 2 APPROCCIO AI DATI E ASPETTI METODOLOGICI

La scomposizione geografica si riferisce alle principali voci della b.d.p. e della p.p.e. Fornis-

ce informazioni più dettagliate sul reddito da investimenti e sul conto finanziario che sul resto del conto corrente e del conto capitale. Per gli strumenti finanziari derivati, le attività di riserva e le transazioni su passività per investimenti di portafoglio non viene presentata una scomposizione geografica (il riquadro 1 illustra fonti alternative di informazione sulle passività di quest'ultimo tipo e sui redditi collegati).

La scomposizione geografica dei dati trimestrali di b.d.p. e di quelli annuali di p.p.e. si avvale sia di controparti individuali, sia di raggruppamenti di controparti differenti: i tre principali paesi partner membri dell'Unione europea ma non appartenenti all'area dell'euro (Danimarca, Regno Unito e Svezia); gli altri dieci paesi membri dell'UE nel loro insieme; il Canada, il Giappone, gli Stati Uniti e la Svizzera considerati singolarmente; i centri finanziari offshore<sup>3)</sup>; tutti i restanti paesi. Tra le controparti figurano anche le organizzazioni internazionali esterne all'Unione europea, nonché le istituzioni dell'UE e altri organismi (ad esempio la Commissione europea e la Banca europea degli investimenti) che ai fini statistici, e con l'eccezione della BCE stessa, vengono considerate come non residenti nell'area dell'euro, indipendentemente dalla loro effettiva ubicazione.

- 1) Sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>) sono disponibili stime del conto corrente dell'area dell'euro dal 1980.
- 2) Cfr. Indirizzo della Banca centrale europea, del 16 luglio 2004, sugli obblighi di segnalazione statistica della Banca centrale europea nel settore delle statistiche relative a bilancia dei pagamenti, posizione patrimoniale sull'estero e schema delle riserve internazionali (BCE/2004/15), GU L 354 del 30.11.2004, pag. 34. L'articolo 2.4 e l'allegato II si riferiscono alla scomposizione geografica.
- 3) La lista dei centri *offshore* è stilata e aggiornata dalla Commissione europea (Eurostat) e dall'OCSE.

Le tavole 1 e 2 illustrano la scomposizione geografica dei conti corrente, capitale e finanziario della b.d.p. dell'area dell'euro per l'anno fino al terzo trimestre del 2004, mentre nella tavola 3 è presentata un'analoga scomposizione per la p.p.e. alla fine del 2003<sup>4)</sup>.

I concetti e le definizioni impiegati per la b.d.p. e la p.p.e. dell'area dell'euro sono conformi al manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI (5<sup>a</sup> edizione, 1993). La raccolta e la compilazione delle relative statistiche sono illustrate nella recente pubblicazione della BCE dal titolo *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2004).

La scomposizione avviene per paese destinatario nel caso delle esportazioni di beni e per paese d'origine nel caso delle importazioni. I dati sulle transazioni con controparti esterne all'UE sono ricavati dalla documentazione doganale, mentre si ricorre al sistema di segnalazione Intrastat per gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Per quanto riguarda il commercio di servizi, la scomposizione viene effettuata per fornitore o acquirente, a seconda

4) Sul sito Internet della BCE sono reperibili ulteriori tavole con la scomposizione geografica dei dati trimestrali di b.d.p. dal primo trimestre del 2003 al terzo del 2004, nonché della p.p.e. a fine 2002 e fine 2003, comprensive dei dati per il Canada e di appropriate note metodologiche.

**Tavola 1 Scomposizione geografica del conto corrente e del conto capitale dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; transazioni cumulate sull'anno dal quarto trimestre 2003 al terzo trimestre 2004)

	Conto corrente					Conto capitale
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti	
<b>Crediti</b>						
<b>Totale</b>	<b>1.767,5</b>	<b>1.104,1</b>	<b>344,4</b>	<b>236,7</b>	<b>82,4</b>	<b>25,3</b>
Danimarca	35,3	24,3	6,9	3,8	0,4	0,0
Svezia	57,3	39,7	9,8	7,3	0,5	0,0
Regno Unito	354,5	197,2	89,7	58,2	9,4	0,6
Altri Stati membri dell'UE	148,9	122,2	15,7	9,8	1,2	0,1
Istituzioni dell'UE	58,5	0,2	4,3	4,8	49,2	22,1
Giappone	46,9	32,5	9,9	4,1	0,3	0,0
Svizzera	121,0	62,1	34,4	18,9	5,6	0,4
Stati Uniti	298,9	167,3	69,7	54,8	7,1	1,2
Altri paesi	646,3	458,7	104,0	74,9	8,8	1,0
<b>Debiti</b>						
<b>Totale</b>	<b>1.722,3</b>	<b>989,6</b>	<b>321,6</b>	<b>275,0</b>	<b>136,1</b>	<b>6,2</b>
Danimarca	33,3	23,5	6,1	3,4	0,3	0,0
Svezia	54,4	37,3	7,7	8,7	0,7	0,0
Regno Unito	287,9	137,9	66,9	75,2	7,9	0,3
Altri Stati membri dell'UE	126,8	102,7	18,5	4,0	1,5	0,2
Istituzioni dell'UE	81,7	0,0	0,2	3,6	78,0	0,4
Giappone	81,2	50,3	7,0	23,6	0,3	0,0
Svizzera	115,6	50,2	28,3	32,2	5,0	0,2
Stati Uniti	255,0	107,2	74,0	64,2	9,6	0,4
Altri paesi	686,2	480,4	113,0	60,1	32,7	4,6
<b>Saldo</b>						
<b>Totale</b>	<b>45,3</b>	<b>114,6</b>	<b>22,8</b>	<b>-38,3</b>	<b>-53,8</b>	<b>19,2</b>
Danimarca	2,0	0,8	0,8	0,4	0,0	0,0
Svezia	2,9	2,4	2,0	-1,3	-0,2	0,0
Regno Unito	66,5	59,3	22,8	-17,0	1,4	0,3
Altri Stati membri dell'UE	22,2	19,5	-2,8	5,8	-0,3	-0,1
Istituzioni dell'UE	-23,2	0,2	4,1	1,2	-28,8	21,7
Giappone	-34,4	-17,8	2,9	-19,5	-0,1	0,0
Svizzera	5,4	11,8	6,1	-13,3	0,6	0,2
Stati Uniti	43,9	60,1	-4,2	-9,4	-2,5	0,8
Altri paesi	-39,9	-21,8	-9,0	14,8	-23,9	-3,6

Fonte: BCE.

**Tavola 2 Scomposizione geografica del conto finanziario dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; transazioni cumulate sull'anno dal quarto trimestre 2003 al terzo trimestre 2004)

	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio: attività				Altri investimenti	
	All'estero	Nell'area dell'euro	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Attività	Passività
<b>Totale</b>	<b>-100,2</b>	<b>60,2</b>	<b>-270,3</b>	<b>-77,9</b>	<b>-139,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-304,7</b>	<b>267,6</b>
Danimarca	-0,7	1,6	-0,4	2,1	-0,3	-2,1	-7,8	7,5
Svezia	-5,8	3,9	-9,8	-1,4	-5,6	-2,8	-17,4	1,8
Regno Unito	-38,8	9,8	-73,8	-7,8	-48,1	-17,8	-202,2	133,0
Altri Stati membri dell'UE	-3,1	1,6	-12,9	-1,1	-9,3	-2,4	-12,3	11,7
Istituzioni dell'UE	0,0	0,1	-5,5	-0,1	-5,7	0,3	0,3	8,9
Giappone	-9,1	2,7	-36,1	-17,7	-7,6	-10,8	-1,1	9,6
Svizzera	4,0	10,8	-0,3	0,6	-0,8	-0,1	-2,3	4,9
Stati Uniti	-0,5	10,9	-60,3	-16,6	-38,4	-5,3	-18,4	54,7
Centri finanziari offshore	-19,6	13,9	-20,2	-13,0	2,5	-9,6	-36,5	-7,3
Organizzazioni internazionali	0,0	0,0	4,1	0,0	3,1	1,0	-4,0	6,2
Altri paesi	-26,8	5,0	-55,2	-22,7	-29,0	-3,4	-3,0	36,5

Fonte: BCE.

Nota: un numero positivo (negativo) indica un decremento (aumento) nelle attività dell'area dell'euro ovvero un aumento (decremento) nelle passività dell'area dell'euro.

che si tratti di importazioni o di esportazioni. I trasferimenti correnti e in conto capitale sono invece allocati, a seconda del caso, in base al paese donatore o beneficiario.

La disaggregazione di transazioni e posizioni finanziarie e del relativo reddito segue il principio debitore/creditore, in base al quale le attività

finanziarie dell'area dell'euro sono allocate al paese di residenza del debitore e le passività al paese di residenza dell'investitore non residente nell'area. Nel caso degli investimenti diretti, la scomposizione geografica fa riferimento alla residenza dell'affiliata estera (investimenti in uscita) ovvero dell'impresa investitrice non residente (investimenti in entrata).

**Tavola 3 Scomposizione geografica della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; consistenze a fine 2003)

	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio: attività				Altri investimenti	
	All'estero	Nell'area dell'euro	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Attività	Passività
<b>Totale</b>	<b>2.110,4</b>	<b>2.030,7</b>	<b>2.607,4</b>	<b>1.054,6</b>	<b>1.317,0</b>	<b>235,8</b>	<b>2.587,3</b>	<b>2.902,1</b>
Danimarca	25,9	24,2	48,3	8,3	37,5	2,5	49,9	16,3
Svezia	63,5	74,6	91,7	26,0	53,6	12,0	49,1	31,0
Regno Unito	485,0	831,2	568,3	223,5	262,3	82,4	1.064,8	1.041,4
Altri Stati membri dell'UE	108,8	3,2	45,0	9,6	34,9	0,6	72,5	60,3
Istituzioni dell'UE	0,0	0,1	46,1	0,0	45,5	0,6	4,5	168,2
Giappone	53,6	48,7	117,5	80,7	35,2	1,6	86,4	72,3
Svizzera	231,6	160,4	84,7	75,7	7,9	1,2	170,6	223,1
Stati Uniti	492,8	496,2	960,3	441,6	423,6	95,0	368,4	440,1
Centri finanziari offshore	218,5	258,7	284,5	74,9	197,0	12,5	229,7	469,3
Organizzazioni internazionali	0,0	0,1	27,8	0,5	26,2	1,1	38,9	45,6
Altri paesi	430,5	133,3	333,2	113,8	193,3	26,2	452,6	334,4

Fonte: BCE.

Accade che le società multinazionali veicolino le proprie transazioni finanziarie attraverso affiliate o intermediari situati in centri finanziari offshore, anche qualora le attività principali del gruppo siano condotte altrove. Ad esempio, molte imprese fanno transitare gli investimenti diretti e di portafoglio attraverso una società veicolo (*special-purpose vehicle*), spesso per accrescere l'efficienza delle attività amministrative o contabili, ovvero per ragioni fiscali; la stessa gestione della liquidità all'interno del gruppo potrebbe essere centralizzata in capo a una società di questo tipo. Per tali motivi, i centri offshore sono considerati ai fini statistici come controparti finanziarie dell'area dell'euro.

La prassi di depositare titoli in custodia in paesi terzi (dove cioè non risiedono né il detentore né l'emittente dei titoli) complica il processo di individuazione dei soggetti, esterni all'area dell'euro, che detengono titoli emessi da residenti. In effetti, dai nuovi dati pubblicati nel gennaio del 2005 non è possibile valutare la scomposi-

zione geografica delle passività per investimenti di portafoglio; il riquadro 1 presenta un approccio alternativo a riguardo.

Oltre alle indagini sugli investimenti di portafoglio condotte dall'FMI, il Regno Unito, il Giappone e gli Stati Uniti pubblicano a loro volta la scomposizione geografica delle proprie transazioni e/o posizioni esterne. Alcuni degli altri paesi partner dell'area dell'euro pubblicano poi la scomposizione di alcune voci, così come fanno anche la Commissione europea (Eurostat) e la Banca dei regolamenti internazionali. Malgrado considerevoli limitazioni<sup>5)</sup> – in particolare, disparità di copertura, periodicità e tempestività – queste fonti forniscono dati complementari, “speculari”, cui si fa cenno sul sito Internet della BCE.

5) Alcuni dei paesi controparte allocano le transazioni di b.d.p. sulla base dell'acquirente dei titoli o dell'intermediario. Tale metodo comporta una sovrastima degli acquisti da parte dei centri finanziari internazionali dove i titoli sono custoditi.

#### Riquadro 1

##### ASPETTI METODOLOGICI RELATIVI AGLI INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO

Per le statistiche di b.d.p. e p.p.e. dell'area dell'euro la BCE applica il principio “debitore/creditore”, raccomandato a livello internazionale. Esso prevede che le attività (titoli detenuti) siano allocate geograficamente in base all'emittente o debitore effettivo, e non in base al venditore dei titoli (sia esso il precedente detentore o un intermediario). L'applicazione di tale approccio non presenta problemi particolari, dal momento che il detentore dei titoli può di norma identificare il debitore.

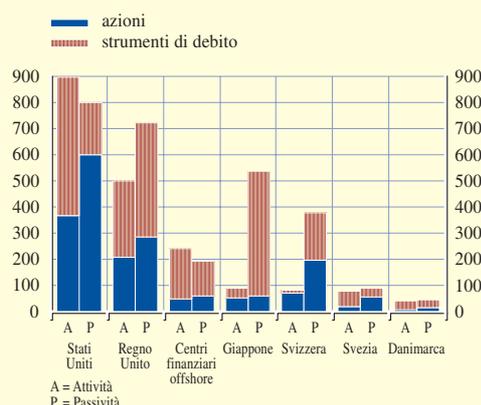
Nel caso delle passività, la scomposizione geografica risulta più complessa poiché spesso gli enti segnalanti dell'area dell'euro non sono in grado di identificare il detentore attuale (il creditore effettivo) dei titoli da loro emessi. Per stimare la scomposizione delle passività si fa pertanto riferimento all'indagine *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS), condotta per la prima volta dal Fondo monetario internazionale a fine 1997 e disponibile con cadenza annuale dal 2001. I 68 paesi partecipanti all'indagine hanno fornito una scomposizione geografica delle attività di portafoglio dei rispettivi residenti detenute all'estero a fine 2002, basata sulle informazioni comunicate dai residenti detentori o custodi di attività. All'indagine prendono parte tutti i paesi dell'area dell'euro (nonché altri dieci Stati membri dell'UE). Le loro passività sono riportate come attività per i paesi controparte. L'indagine opera una distinzione tra titoli di debito (a lungo e a breve termine) e titoli azionari detenuti per investimenti di portafoglio. Maggiori dettagli sono reperibili sul sito Internet dell'FMI ([www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm)).

La CPIS fornisce un'affidabile scomposizione geografica della maggior parte dei titoli detenuti per investimenti di portafoglio. Essa non copre tuttavia le disponibilità in titoli (prevalentemente di debito) delle autorità monetarie e delle organizzazioni internazionali. Per questo motivo l'FMI conduce annualmente due indagini complementari – intitolate *Securities held as Foreign Exchange Reserves* (SEFER) e *Survey of Securities held by International Organization* (SSIO) – allo scopo di pervenire a una scomposizione geografica dei titoli detenuti come attività di riserva. Nell'ambito della SEFER e della SSIO rientra all'incirca un quinto dei titoli di debito dell'area dell'euro detenuti al di fuori dell'area stessa. In parte integrate da stime (poiché la SEFER e la SSIO non prevedono una disaggregazione per paesi/organizzazioni detentori), le tre fonti forniscono per l'area dell'euro una scomposizione geografica delle passività per investimenti di portafoglio, nonché dei titoli azionari e degli strumenti di debito emessi da residenti.

Le indagini dell'FMI hanno cadenza annuale e la pubblicazione dei loro risultati avviene con considerevole ritardo rispetto al periodo di riferimento: a titolo di esempio, i dati di fine 2003 saranno disponibili nel corso del 2005. I risultati delle ultime indagini disponibili, relativi a fine 2002, sono stati utilizzati per allocare nelle b.d.p. successive al 2002 i redditi collegati alle consistenze passive della p.p.e. a fine 2002. Emerge che la maggiore quota di attività di portafoglio verso l'area dell'euro era detenuta dagli Stati Uniti, seguiti da Regno Unito, Giappone e Svizzera. Nel caso degli Stati Uniti si trattava principalmente di titoli di capitale, mentre il Regno Unito e, in particolar modo, il Giappone detenevano soprattutto titoli di debito.

### Scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze a fine 2002)



Fonti: Attività - BCE; Passività - IFM, *Coordinated Portfolio Investment Survey 2002* (aggiornato ad agosto 2004); elaborazioni della BCE.

### 3 SCOMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

#### CONTO CORRENTE

Sulla base dei flussi cumulati tra il quarto trimestre del 2003 e il terzo trimestre del 2004, la scomposizione geografica della b.d.p. mostra che l'area dell'euro ha registrato un avanzo di conto corrente nei confronti di tutti i partner (singoli paesi o raggruppamenti di controparti) considerati, ad eccezione del Giappone, delle istituzioni dell'UE e della categoria residuale "altri paesi" (cfr. tavola 1). L'avanzo complessivo scaturisce dai saldi positivi del commercio di beni e di servizi, in parte compensati dai disavanzi dei redditi e dei trasferimenti correnti.

La composizione dell'avanzo nel commercio di beni è simile a quella del conto corrente: le principali controparti dell'area dell'euro risultano essere, nell'ordine, Stati Uniti, Regno Unito e "altri Stati membri dell'UE". Per contro, il commercio di servizi ha fatto registrare un disavanzo nei confronti di Stati Uniti e "altri Stati membri dell'UE", e un lieve surplus nei confronti del Giappone. L'avanzo complessivo dei servizi è in buona parte ascrivibile agli scambi con il Regno Unito. Infine, il disavanzo dei redditi rispecchia principalmente i saldi negativi verso Regno Unito e Giappone e, in misura minore, Svizzera e Stati Uniti.

Data la rilevanza del commercio per l'andamento del conto corrente dell'area dell'euro, vale la

pena di analizzare crediti e debiti della bilancia commerciale, per meglio comprendere l'importanza relativa dei vari paesi e regioni nei flussi commerciali dell'area dell'euro. La scomposizione geografica della b.d.p. dell'area dell'euro indica così che il principale importatore di beni dall'area è il Regno Unito, con una quota del 18 per cento delle esportazioni totali, seguito da Stati Uniti (15 per cento), Svizzera (6 per cento), Svezia (4 per cento), Giappone (3 per cento) e Danimarca (2 per cento) (cfr. figura 1). Nello stesso periodo, l'11 per cento dei beni esportati era diretto verso "altri Stati membri dell'UE", mentre la parte restante era destinata ad "altri paesi".

Prima del gennaio scorso non era mai stata pubblicata una scomposizione geografica trimestrale delle esportazioni di servizi dall'area dell'euro. Anche per i servizi i principali importatori risultano essere gli stessi già osservati nel caso dei beni. Il Regno Unito acquista il 26 per cento delle esportazioni di servizi dell'area dell'euro, seguito da Stati Uniti (20 per cento), Svizzera (10 per cento), Giappone (3 per cento), Svezia (3 per cento) e Danimarca (2 per cento). La quota di servizi esportati verso "altri Stati membri dell'UE" ammonta al 5 per cento (cfr. figura 2).

Volendo confrontare la struttura geografica delle esportazioni di beni e di quelle di servizi, si nota che queste ultime presentano una maggiore concentrazione, poiché ai tre maggiori partner commerciali fa capo una quota di esportazioni molto più elevata (56 per cento, contro il 39 per cento per i beni). L'incidenza degli "altri Stati membri dell'UE" è decisamente maggiore nel caso delle esportazioni di beni (11 per cento) che in quello delle esportazioni di servizi (5 per cento).

Passando a considerare il lato dei debiti della bilancia dei beni, il 14 per cento delle importazioni totali provengono dal Regno Unito, seguito da vicino dagli Stati Uniti con l'11 per cento. La Svizzera e il Giappone concorrono ciascuno al 5 per cento del totale, mentre le quote di Svezia e Danimarca sono del 4 e del 2 per cento rispettivamente. Considerati come gruppo unico, gli "altri Stati membri dell'UE" hanno un peso analogo a quello registrato per le esportazioni di beni (circa il 10 per cento), mentre la quota della categoria "altri paesi" è maggiore della corrispondente quota nelle esportazioni dell'area dell'euro. Tale differenza si spiega in parte con l'importanza dei prodotti petroliferi tra le importazioni totali di beni da parte dell'area dell'euro.

**Figura 1 Scomposizione geografica del commercio di beni dell'area dell'euro**

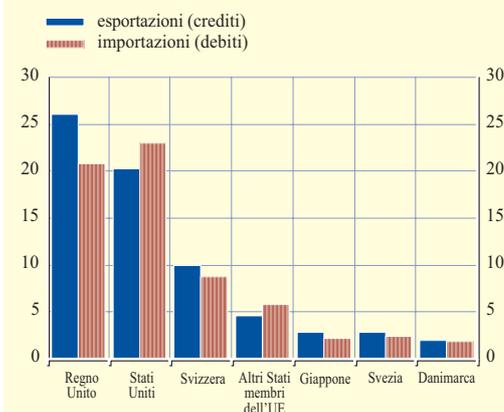
(valori percentuali delle transazioni cumulate totali nell'anno dal quarto trimestre 2003 al terzo trimestre 2004)



Fonte: BCE.

**Figura 2 Scomposizione geografica del commercio di servizi dell'area dell'euro**

(valori percentuali delle transazioni cumulate totali nell'anno dal quarto trimestre 2003 al terzo trimestre 2004)



Fonte: BCE.

Per quanto riguarda le importazioni di servizi, sono gli Stati Uniti ad emergere quale principale fornitore dell'area dell'euro (23 per cento), seguiti al secondo e terzo posto da Regno Unito e Svizzera (21 e 9 per cento rispettivamente). Così come già osservato per le esportazioni, anche le importazioni di servizi sono più concentrate delle importazioni di beni da un punto di vista geografico. I principali partner, ovvero Regno Unito, Svizzera e Stati Uniti, forniscono insieme il 54 per cento dei servizi totali importati dall'area dell'euro, contro il 25 per cento osservato per i beni. Infine, la quota degli "altri Stati membri dell'UE" sul totale dei servizi importati dall'area (6 per cento) è inferiore alla corrispondente quota per i beni (10 per cento).

#### CONTO FINANZIARIO

In base ai flussi cumulati tra il quarto trimestre del 2003 e il terzo trimestre del 2004, l'area dell'euro ha registrato deflussi netti per investimenti diretti esteri (IDE) nei confronti di quasi tutti i partner (singoli paesi o raggruppamenti di controparti) considerati, con le due notevoli eccezioni di Svizzera e Stati Uniti (cfr. tavola 2). In questo periodo l'attività complessiva dell'area dell'euro verso il suo esterno è stata piuttosto contenuta<sup>6)</sup>, in linea con il generale calo dei flussi transfrontalieri fra le varie regioni del mondo osservato nel 2003. Tale andamento potrebbe essere riconducibile a una maggiore avversione al rischio e al consolidamento delle posizioni patrimoniali da parte degli investitori internazionali all'indomani dello scoppio della bolla speculativa nel settore tecnologico nel 2001 e nel 2002, nonché agli accresciuti rischi geopolitici nella prima metà del 2003. In termini di attività e passività, il Regno Unito e i centri finanziari offshore figurano come principali destinatari o canali per gli IDE dell'area dell'euro, mentre gli stessi centri offshore, la Svizzera e gli Stati Uniti sono i principali investitori nell'area dell'euro.

Come già accennato, la scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio è disponibile unicamente dal lato delle attività. Essa mostra che gli investimenti di portafoglio all'estero dell'area dell'euro sono stati indirizzati primariamente verso il Regno Unito e gli Stati Uniti, in

particolare sotto forma di acquisti di obbligazioni e notes. Gli investitori dell'area dell'euro risultano inoltre acquirenti netti di ampi quantitativi di titoli azionari giapponesi, specie considerato il livello relativamente basso degli stock di titoli di questo tipo da loro detenuti, come emerge dalla p.p.e. (cfr. tavola 3). A tale evoluzione potrebbero aver contribuito il rafforzamento dell'economia in Giappone e le aspettative di una maggiore redditività delle imprese del paese.

Per quanto riguarda gli altri investimenti, la scomposizione geografica fa emergere per il periodo di riferimento la presenza di ampi flussi netti in entrata dagli Stati Uniti e in uscita verso il Regno Unito e i centri finanziari offshore.

#### 4 SCOMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO

##### INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI

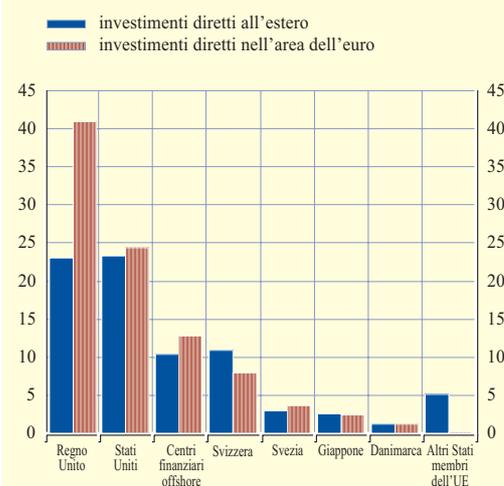
Dal lato delle attività, a fine 2003 le consistenze in essere di IDE dell'area dell'euro erano pari a 2.100 miliardi di euro, investiti per il 56 per cento nel Regno Unito, in Svizzera e negli Stati Uniti (cfr. tavola 3). Il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno ricevuto circa un quarto degli IDE totali dell'area dell'euro ciascuno, seguiti dalla Svizzera e dagli "altri Stati membri dell'UE" (cfr. figura 3). I cospicui investimenti diretti nel Regno Unito e negli Stati Uniti sono collegati al boom tecnologico e all'aumento dei prezzi azionari nel corso degli anni novanta, che hanno favorito un'intensa attività di fusione e acquisizione nei confronti di imprese residenti in questi due paesi<sup>7)</sup>. Gli IDE dell'area dell'euro verso gli

6) Tra il quarto trimestre del 2003 e il terzo trimestre del 2004 l'area dell'euro ha registrato flussi di IDE in uscita per 100,2 miliardi di euro e flussi in entrata per 60,2 miliardi di euro. Ciò rappresenta un calo dell'attività di IDE rispetto ai precedenti quattro trimestri, quando i deflussi erano stati pari a 156,5 miliardi e gli afflussi a 172,2 miliardi di euro.

7) Cfr. R. Anderton, F. Di Mauro e F. Moneta (aprile 2004), *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, Occasional Paper della BCE n. 12; R.A. De Santis, R. Anderton e A. Hijzen (aprile 2004), *On the determinants of euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework*, Working Paper della BCE n. 329.

**Figura 3 Scomposizione geografica degli investimenti diretti dell'area dell'euro**

(valori percentuali delle consistenze complessive a fine 2003)



Fonte: BCE.

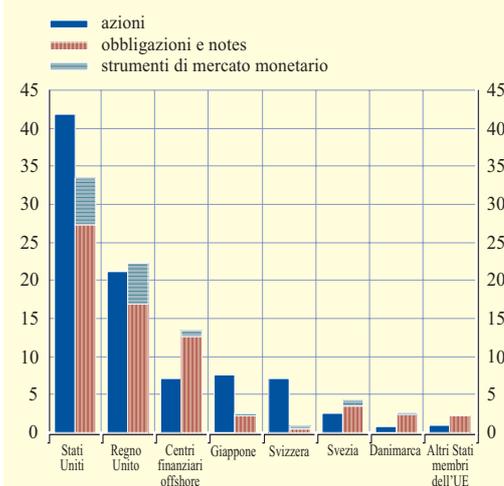
“altri Stati membri dell'UE” nello stesso decennio sono stati alimentati dai processi di privatizzazione, di liberalizzazione economica e deregolamentazione, e dalle prospettive di adesione alla UE. I bassi costi salariali e la volontà delle imprese di conquistare una posizione strategica all'interno di questi nuovi mercati rappresentano un ulteriore importante fattore di stimolo degli IDE dell'area dell'euro in questi paesi.

Dal lato delle passività, a fine 2003 le consistenze in essere di IDE verso l'area dell'euro erano pari a 2.000 miliardi di euro, provenienti per il 73 per cento da Regno Unito, Svizzera e Stati Uniti. Il solo Regno Unito concorrevano al 41 per cento di tutti gli IDE nell'area dell'euro. Seguono in ordine Stati Uniti, Svizzera e Svezia (cfr. figura 3). La vicinanza geografica, l'esistenza di consolidati legami commerciali, l'ulteriore sviluppo del mercato unico e la creazione dell'UEM vengono spesso considerati come i principali fattori potenzialmente all'origine dei significativi investimenti diretti del Regno Unito verso l'area dell'euro.

I centri finanziari offshore hanno ricevuto 219 miliardi di euro e hanno investito nell'area dell'euro 259 miliardi. L'importanza di tali centri

**Figura 4 Scomposizione geografica degli investimenti di portafoglio dell'area dell'euro**

(valori percentuali delle consistenze complessive a fine 2003)



Fonte: BCE.

dipende probabilmente dall'elevato numero di società veicolo che agiscono da holding finanziarie, o che emettono titoli di debito per poi incanalare i finanziamenti così ottenuti verso altre affiliate.

#### INVESTIMENTI DI PORTAFOGLIO

Le consistenze in essere a fine 2003 di investimenti di portafoglio dell'area dell'euro erano pari a 2.600 miliardi di euro, di cui il 63 per cento era investito in Regno Unito, Giappone e Stati Uniti (cfr. tavola 3). Stati Uniti e Regno Unito erano beneficiari, rispettivamente, di oltre un terzo e un quinto degli investimenti di portafoglio dell'area dell'euro.

La disaggregazione degli investimenti di portafoglio per tipologia di titoli mostra che il Regno Unito e gli Stati Uniti erano i principali destinatari degli investimenti esteri dell'area per quanto riguarda sia titoli azionari, sia obbligazioni, notes e strumenti del mercato monetario (cfr. figura 4). Poco più del 5 per cento degli investimenti in titoli azionari era costituito da emissioni di Giappone, Svizzera e centri finanziari offshore; a questi ultimi faceva inoltre capo il 13,5 per cento degli strumenti debitori.

I cospicui investimenti di portafoglio nel Regno Unito e negli Stati Uniti rispecchiano la rilevanza economica di questi due paesi. All'opposto, quelli relativamente ampi diretti verso i centri finanziari offshore sono probabilmente dovuti alle basse aliquote fiscali applicate sull'emissione di titoli di portafoglio. È inoltre interessante notare come le consistenze dell'area dell'euro in titoli di debito svizzeri fossero pari ad appena 9 miliardi di euro, a fronte dei 76 miliardi di titoli di capitale; ciò riflette il ruolo relativamente importante del mercato azionario elvetico per le società del paese.

#### ALTRI INVESTIMENTI

A fine 2003 le consistenze in essere di "altri investimenti" dell'area dell'euro (principalmente posizioni nei confronti di banche estere) erano pari a 2.600 miliardi di euro, di cui il 41 per cento verso il Regno Unito e il 14 per cento verso gli Stati Uniti (cfr. tavola 3). Dal lato delle passività, le consistenze di "altri investimenti" verso l'area (principalmente da parte di banche estere) erano pari a 2.900 miliardi di euro, provenienti per il 36 per cento dal Regno Unito e per il 15 per cento dagli Stati Uniti.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
<b>3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI</b>	
3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S30
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento	S31
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S33
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S37
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario	S39
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato	S40
4.8 Indici del mercato azionario	S41
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S42
5.2 Produzione e domanda	S45
5.3 Mercato del lavoro	S49

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

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S50
6.2	Debito	S51
6.3	Variazione del debito	S52
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S53
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S54
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	S59
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S60
7.4	Posizione patrimoniale verso l'estero	S62
7.5	Commercio di beni	S64
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S66
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S67
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S68
9.2	Stati Uniti e Giappone	S69
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	S71
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S73
	<b>NOTE GENERALI</b>	S77

## NOVITÀ

Da questo numero del Bollettino le Sezioni 4.2 e 4.3 conterranno una scomposizione in emissioni a tasso fisso e a tasso variabile dei titoli non azionari a lungo termine emessi dai residenti dell'area dell'euro. Le tavole in tali Sezioni sono state riorganizzate per includere le nuove informazioni.

In questo numero viene altresì introdotta in una nuova Sezione 7.3 una scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti trimestrale e della posizione patrimoniale con l'estero dell'area dell'euro. Altre tavole nel Capitolo 7 sono state riorganizzate per includere le nuove informazioni.

### Segni convenzionali nelle tavole

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,0	-	4,9	20,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	.	2,11	4,14
2004 1° trim.	11,0	7,2	6,4	-	5,4	15,8	2,06	4,15
2° trim.	10,2	6,0	5,3	-	5,6	10,7	2,08	4,36
3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	9,9	2,12	4,21
4° trim.	9,3	6,4	6,0	-	6,8	.	2,16	3,84
2004 ago.	9,2	5,7	5,5	5,7	6,1	9,6	2,11	4,17
set.	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	8,6	2,12	4,11
ott.	9,0	6,3	5,8	5,9	6,7	8,3	2,15	3,98
nov.	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,3	2,17	3,87
dic.	8,4	6,5	6,4	.	7,0	.	2,17	3,69
2005 gen.	.	.	.	.	.	.	2,15	3,63

### 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	2,1	2,3	.	.	.	81,4	.	8,9
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	81,2	0,3	8,8
3° trim.	2,2	3,1	1,9	1,8	2,8	81,8	0,4	8,9
4° trim.	2,3	3,8	.	.	.	82,0	.	8,8
2004 ago.	2,3	3,1	-	-	2,0	-	-	8,9
set.	2,1	3,3	-	-	3,5	-	-	8,9
ott.	2,4	4,0	-	-	1,1	82,0	-	8,8
nov.	2,2	3,7	-	-	0,2	-	-	8,8
dic.	2,4	3,6	-	-	.	-	-	8,9
2005 gen.	.	.	-	-	.	82,0	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	.	.	.	.	279,6	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.	9,9	31,5	-12,9	21,7	301,4	102,1	104,1	1,2046
3° trim.	14,0	24,6	5,3	3,6	298,2	102,8	104,9	1,2220
4° trim.	.	.	.	.	279,6	105,7	107,8	1,2977
2004 ago.	5,4	5,8	7,3	1,1	301,7	102,7	104,8	1,2176
set.	2,6	5,0	2,5	43,9	298,2	103,0	105,2	1,2218
ott.	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
nov.	4,2	6,1	-0,1	-10,5	291,6	105,6	107,6	1,2991
dic.	.	.	.	.	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 gen.	.	.	.	.	.	105,8	108,1	1,3119

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

	7 gennaio 2005	14 gennaio 2005	21 gennaio 2005	28 gennaio 2005
<b>Oro e crediti in oro</b>	125.713	125.670	125.609	125.558
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	156.471	156.144	154.701	154.402
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	16.391	17.161	17.097	17.615
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	7.356	7.143	7.293	6.698
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	334.015	340.033	354.530	353.005
Operazioni di rifinanziamento principali	259.000	265.001	279.499	272.999
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	75.000	75.000	75.000	79.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	12	27	27	4
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	5	4	3
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	3.180	3.431	3.511	3.553
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	70.522	70.980	71.841	72.601
<b>Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche</b>	41.317	41.317	41.319	41.319
<b>Altre attività</b>	118.672	119.167	120.267	120.031
<b>Attività totali</b>	<b>873.637</b>	<b>881.046</b>	<b>896.168</b>	<b>894.782</b>

#### 2. Passività

	7 gennaio 2005	14 gennaio 2005	21 gennaio 2005	28 gennaio 2005
<b>Banconote in circolazione</b>	497.170	490.989	486.871	486.121
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	132.473	143.691	141.096	139.686
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	132.394	143.648	141.048	139.610
Depositi overnight	79	43	43	46
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	30
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	126	148	132	125
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	45.280	46.442	70.117	69.813
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	7.965	8.126	8.308	8.321
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	223	227	259	203
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.461	12.591	10.122	11.337
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.573	5.573	5.573	5.573
<b>Altre passività</b>	50.420	50.312	51.024	50.936
<b>Rivalutazioni</b>	64.842	64.842	64.842	64.842
<b>Capitale e riserve</b>	58.104	58.105	57.824	57.825
<b>Passività totali</b>	<b>873.637</b>	<b>881.046</b>	<b>896.168</b>	<b>894.782</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 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
19	362.771	364	279.500	2,00	2,06	2,07	7
26	368.794	358	273.000	2,00	2,06	2,07	7
2 feb.	332.198	329	277.500	2,00	2,06	2,06	6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
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
2005 27 gen.	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 gen. <sup>5)</sup>	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
2005 18 gen.	Operazione temporanea	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 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	
nov.	12.371,7	6.535,7	452,7	1.551,1	946,6	2.885,6	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 1° trim.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
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	139,1	0,7	0,0	2,07
7 feb.	139,3	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema												
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5	
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7	
2004 1° trim.	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3	
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	
3° trim.	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3	
2004 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	
2005 18 gen.	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2	

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 <sup>1)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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.	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
dic. <sup>(p)</sup>	1.197,3	546,6	21,5	0,6	524,4	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,5	14,2	176,0
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	19.800,7	12.114,5	819,1	7.101,8	4.193,6	2.947,4	1.245,9	425,7	1.275,8	67,3	895,1	2.566,6	161,8	1.048,1
2004 1° trim.	20.395,4	12.217,9	823,3	7.170,1	4.224,5	3.081,5	1.305,7	431,7	1.344,2	78,0	926,4	2.832,2	160,0	1.099,5
2° trim.	20.757,1	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	1.110,3
2004 lug.	20.854,9	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	1.097,4
ago.	20.869,4	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	1.108,3
set.	20.984,0	12.569,7	812,2	7.401,3	4.356,2	3.184,0	1.351,0	444,7	1.388,3	77,5	920,6	2.902,6	161,0	1.168,6
ott.	21.158,6	12.679,4	812,2	7.447,4	4.419,8	3.205,1	1.348,7	447,5	1.408,9	77,9	925,0	2.908,8	161,7	1.200,7
nov.	21.345,9	12.717,4	808,2	7.510,7	4.398,5	3.221,9	1.351,4	453,5	1.417,1	78,3	944,7	2.973,7	161,2	1.248,6
dic. <sup>(p)</sup>	21.358,3	12.825,5	814,4	7.549,6	4.461,5	3.190,8	1.301,5	462,7	1.426,6	72,5	946,3	2.936,9	160,3	1.225,9

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			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	163,2
nov.	1.206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
dic. <sup>(p)</sup>	1.197,3	517,3	346,7	24,7	15,0	306,9	-	0,5	137,9	27,2	167,7
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	19.800,7	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 1° trim.	20.395,4	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,6	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,7
2° trim.	20.757,1	0,0	11.087,8	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.369,3	1.177,6	2.871,5	1.564,9
2004 lug.	20.854,9	0,0	11.158,1	143,0	6.422,1	4.592,9	691,5	3.401,6	1.181,5	2.874,7	1.547,5
ago.	20.869,4	0,0	11.113,1	134,8	6.401,4	4.576,8	701,3	3.417,8	1.182,2	2.880,7	1.574,4
set.	20.984,0	0,0	11.174,2	146,3	6.441,4	4.586,5	687,0	3.446,6	1.187,2	2.839,2	1.649,8
ott.	21.158,6	0,0	11.291,2	133,4	6.491,6	4.666,2	695,0	3.476,3	1.191,2	2.824,8	1.680,1
nov.	21.345,9	0,0	11.318,8	129,8	6.527,8	4.661,2	691,8	3.487,5	1.208,8	2.882,1	1.756,9
dic. <sup>(p)</sup>	21.358,3	0,0	11.477,2	137,9	6.636,9	4.702,4	676,3	3.502,8	1.206,6	2.812,2	1.683,3

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	14.555,3	7.944,2	841,7	7.102,5	1.794,4	1.367,4	427,0	623,8	2.884,5	174,1	1.134,3
2004 1° trim.	15.063,8	8.016,8	846,0	7.170,8	1.867,7	1.434,5	433,2	649,4	3.152,9	173,9	1.203,1
2° trim.	15.331,2	8.160,9	840,5	7.320,4	1.931,6	1.485,2	446,3	662,9	3.181,1	173,8	1.221,0
2004 lug.	15.354,5	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	653,3	3.183,3	174,7	1.209,9
ago.	15.385,1	8.189,6	841,5	7.348,1	1.932,6	1.484,6	448,0	643,3	3.223,4	174,6	1.221,6
set.	15.486,9	8.236,4	834,5	7.401,9	1.932,7	1.486,2	446,6	643,1	3.211,8	175,2	1.287,7
ott.	15.578,8	8.282,5	834,5	7.448,0	1.935,2	1.486,0	449,2	647,0	3.216,3	175,9	1.322,0
nov.	15.775,6	8.341,8	830,4	7.511,3	1.947,9	1.493,1	454,8	660,2	3.279,2	175,5	1.371,1
dic. <sup>(p)</sup>	15.715,2	8.386,2	835,9	7.550,2	1.905,9	1.441,5	464,4	666,9	3.228,5	174,5	1.353,2
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	770,2	385,7	13,6	372,1	171,6	117,7	53,9	19,4	223,9	-3,6	-26,9
2004 1° trim.	428,8	84,6	5,8	78,8	56,7	53,5	3,2	24,6	212,5	-0,4	50,9
2° trim.	269,5	150,2	-7,1	157,3	65,2	51,0	14,2	8,4	32,8	1,6	11,4
2004 lug.	11,2	43,2	6,4	36,8	-5,0	-4,4	-0,6	-8,5	-7,7	0,9	-11,7
ago.	37,3	-8,7	-5,3	-3,4	-0,4	0,0	-0,4	-9,7	45,6	0,0	10,4
set.	142,2	53,3	-6,8	60,1	1,8	3,1	-1,3	-1,4	22,4	0,6	65,5
ott.	118,8	49,6	0,2	49,5	1,9	-0,9	2,8	2,9	30,5	0,7	33,2
nov.	243,6	65,3	-3,9	69,1	12,5	6,8	5,7	12,2	106,3	-0,4	47,8
dic. <sup>(p)</sup>	4,9	55,4	5,2	50,2	-39,4	-51,0	11,7	5,0	-12,3	0,3	-4,2

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>2)</sup>	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	14.555,3	397,9	153,6	6.294,4	581,4	1.875,3	1.010,7	2.635,1	1.597,8	9,1
2004 1° trim.	15.063,8	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.947,9	1.025,8	2.857,4	1.699,1	21,5
2° trim.	15.331,2	423,0	223,7	6.426,9	609,2	1.996,9	1.024,1	2.895,0	1.716,0	16,4
2004 lug.	15.354,5	436,2	201,5	6.438,7	613,1	2.014,2	1.031,6	2.898,9	1.700,3	19,9
ago.	15.385,1	433,4	193,0	6.417,4	624,1	2.023,9	1.038,3	2.904,1	1.729,8	21,2
set.	15.486,9	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.046,3	1.044,7	2.862,9	1.808,6	15,2
ott.	15.578,8	444,4	197,4	6.509,8	617,1	2.055,2	1.047,0	2.849,0	1.843,2	15,8
nov.	15.775,6	448,7	182,8	6.545,7	613,4	2.057,4	1.055,8	2.907,0	1.921,2	43,4
dic. <sup>(p)</sup>	15.715,2	468,5	162,6	6.652,0	603,8	2.063,7	1.050,8	2.839,4	1.851,0	23,5
Transazioni										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,0	105,3	39,7	75,9	-92,3	86,5
2003	770,2	79,0	12,9	315,8	57,5	130,8	39,0	130,3	-55,7	60,6
2004 1° trim.	428,8	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,9	115,9	-10,9
2° trim.	269,5	23,4	39,4	102,4	2,3	48,8	9,2	32,3	13,8	-2,1
2004 lug.	11,2	13,3	-22,2	10,8	3,9	12,7	6,6	-6,8	-8,5	1,4
ago.	37,3	-2,8	-8,5	-19,3	11,0	11,4	2,5	15,5	21,3	6,3
set.	142,2	4,6	11,1	44,2	-13,3	30,4	10,0	-12,3	67,1	0,3
ott.	118,8	6,4	-6,7	55,2	7,4	13,8	1,0	10,9	23,7	7,2
nov.	243,6	4,4	-14,6	41,2	-3,1	11,4	6,1	96,8	63,9	37,7
dic. <sup>(p)</sup>	4,9	19,8	-20,2	111,1	-9,2	14,5	1,0	-39,7	-58,3	-14,1

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 monetari<sup>1)</sup> e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
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	188,4
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	907,9	6.143,7	-	4.143,6	2.225,6	8.156,0	7.100,9	226,9
2004 1° trim.	2.769,2	2.552,2	5.321,4	901,0	6.222,4	-	4.242,0	2.263,5	8.239,1	7.165,0	311,8
2° trim.	2.790,3	2.581,9	5.372,2	926,7	6.298,9	-	4.308,9	2.311,5	8.400,5	7.293,2	284,9
2004 lug.	2.831,9	2.592,8	5.424,8	932,5	6.357,2	-	4.343,7	2.329,2	8.456,4	7.348,8	288,2
ago.	2.837,6	2.604,1	5.441,7	940,2	6.381,9	-	4.370,1	2.340,9	8.473,2	7.371,1	316,4
set.	2.868,9	2.621,1	5.490,0	935,8	6.425,7	-	4.396,9	2.330,0	8.520,6	7.415,2	338,9
ott.	2.881,6	2.642,6	5.524,2	940,3	6.464,5	-	4.417,8	2.331,9	8.574,4	7.465,0	349,5
nov.	2.907,3	2.637,7	5.544,9	940,0	6.484,9	-	4.444,9	2.322,0	8.643,5	7.518,0	348,8
dic. (P)	2.894,0	2.671,2	5.565,2	963,3	6.528,5	-	4.459,5	2.295,4	8.684,3	7.548,7	368,7
Transazioni											
2002	217,3	89,3	306,5	68,0	374,5	-	189,1	35,1	347,2	311,9	172,3
2003	258,1	114,6	372,7	32,5	405,2	-	237,5	133,6	445,9	372,9	95,3
2004 1° trim.	92,3	-13,3	79,1	-1,8	77,2	-	76,4	25,7	89,6	74,5	76,4
2° trim.	20,6	31,8	52,4	22,5	74,9	-	76,6	46,6	165,0	136,0	-17,0
2004 lug.	41,6	10,1	51,8	5,9	57,6	-	29,2	16,7	55,1	56,3	4,3
ago.	6,1	11,7	17,8	7,5	25,3	-	25,2	8,9	22,0	27,2	23,3
set.	33,0	18,9	51,8	-4,9	46,9	-	40,5	-9,1	52,7	50,5	27,7
ott.	13,9	23,0	36,9	3,9	40,7	-	25,5	1,4	56,2	53,1	11,8
nov.	28,5	-2,5	25,9	-0,1	25,8	-	33,8	-10,0	74,0	58,8	3,9
dic. (P)	-11,7	35,3	23,6	23,7	47,3	-	30,4	-26,4	52,4	42,0	30,5
Variazioni percentuali											
2002 dic.	9,8	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	172,3
2003 dic.	10,6	4,7	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	95,3
2004 mar.	11,4	2,1	6,7	3,0	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	93,7
giu.	9,5	1,7	5,6	3,4	5,3	5,2	7,7	7,4	6,2	6,0	1,5
2004 lug.	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	5,4	7,5	6,4	6,3	6,2	38,7
ago.	9,2	2,0	5,7	4,9	5,5	5,7	7,5	6,6	6,0	6,1	102,3
set.	9,7	2,7	6,3	4,6	6,0	5,8	7,9	5,3	6,3	6,5	124,0
ott.	9,0	3,6	6,3	2,8	5,8	5,9	7,8	4,3	6,5	6,7	131,7
nov.	9,8	3,2	6,5	2,9	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	123,6
dic. (P)	8,4	4,5	6,5	6,3	6,4	.	8,1	2,4	7,0	7,0	160,8

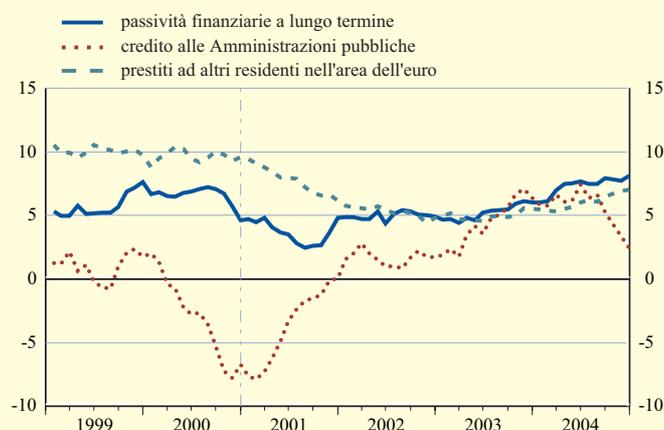
### F1 Aggregati monetari

(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

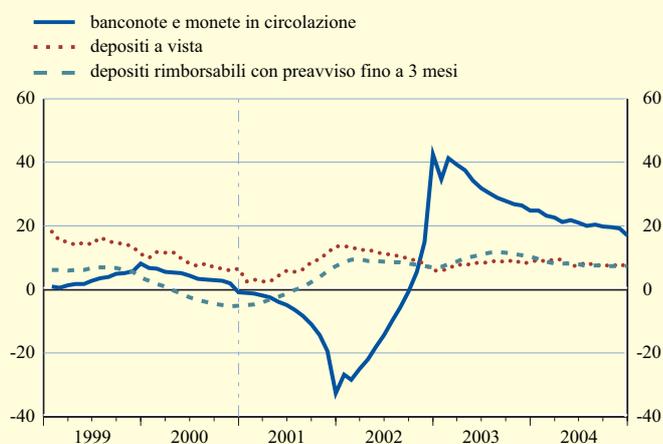
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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	597,1	88,5	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	597,0	89,6	1.857,1	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	1.020,6
2004 lug.	425,2	2.406,7	998,3	1.594,5	228,6	611,2	92,7	1.917,2	89,4	1.306,8	1.030,4
ago.	433,2	2.404,4	996,3	1.607,8	227,8	618,5	93,8	1.932,1	89,3	1.311,4	1.037,3
set.	439,9	2.429,0	1.002,6	1.618,5	225,2	615,6	95,0	1.948,9	88,4	1.318,8	1.040,8
ott.	446,3	2.435,2	1.020,2	1.622,4	224,5	622,7	93,1	1.955,4	89,4	1.327,8	1.045,3
nov.	453,3	2.453,9	1.006,8	1.630,9	225,3	617,3	97,5	1.951,7	89,7	1.342,9	1.060,5
dic. (p)	453,4	2.440,6	1.037,6	1.633,5	243,2	619,4	100,7	1.966,9	89,5	1.354,6	1.048,5
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	58,9	-17,5	149,3	-13,2	62,7	38,7
2004 1° trim.	18,6	73,7	-38,8	25,5	-7,0	1,2	4,0	51,7	-0,5	14,4	10,8
2° trim.	14,4	6,2	-6,7	38,5	5,4	10,1	6,9	41,8	-1,0	30,7	5,1
2004 lug.	4,7	36,9	2,3	7,8	8,4	-0,3	-2,2	11,9	0,3	8,2	8,8
ago.	8,0	-1,9	-1,6	13,3	-0,8	7,3	1,0	16,8	-0,1	5,6	2,8
set.	6,6	26,3	8,0	10,8	-2,6	-1,7	-0,6	26,7	-0,9	7,8	6,9
ott.	6,5	7,4	19,0	3,9	-0,6	6,9	-2,4	11,9	1,0	9,3	3,2
nov.	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,8	-4,9	3,9	5,9	0,3	15,1	12,5
dic. (p)	0,1	-11,8	32,5	2,8	18,0	2,5	3,2	23,5	-0,2	13,2	-6,1
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	11,3	-17,4	8,9	-12,7	5,3	3,9
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-9,3	10,5	-9,9	5,4	4,5
giu.	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,6	-0,5	10,4	-7,1	7,0	5,1
2004 lug.	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,8	3,5	1,7	10,0	-4,9	7,1	4,7
ago.	20,3	7,4	-5,7	7,5	4,5	5,0	4,8	10,3	-3,3	7,0	4,1
set.	19,9	8,1	-4,3	7,6	3,2	4,2	10,9	10,9	-3,0	7,2	4,4
ott.	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-4,8	10,5	-2,1	7,4	4,3
nov.	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	-1,0	9,9	-1,4	7,9	4,5
dic. (p)	17,0	6,9	0,4	7,3	9,8	3,5	15,8	10,6	-1,2	8,3	4,4

### F3 Componenti degli aggregati monetari

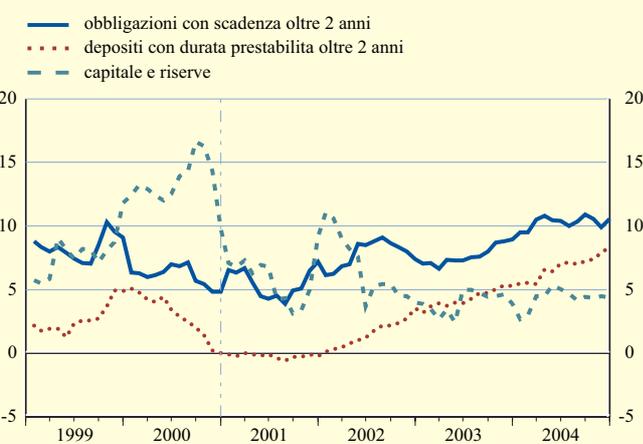
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

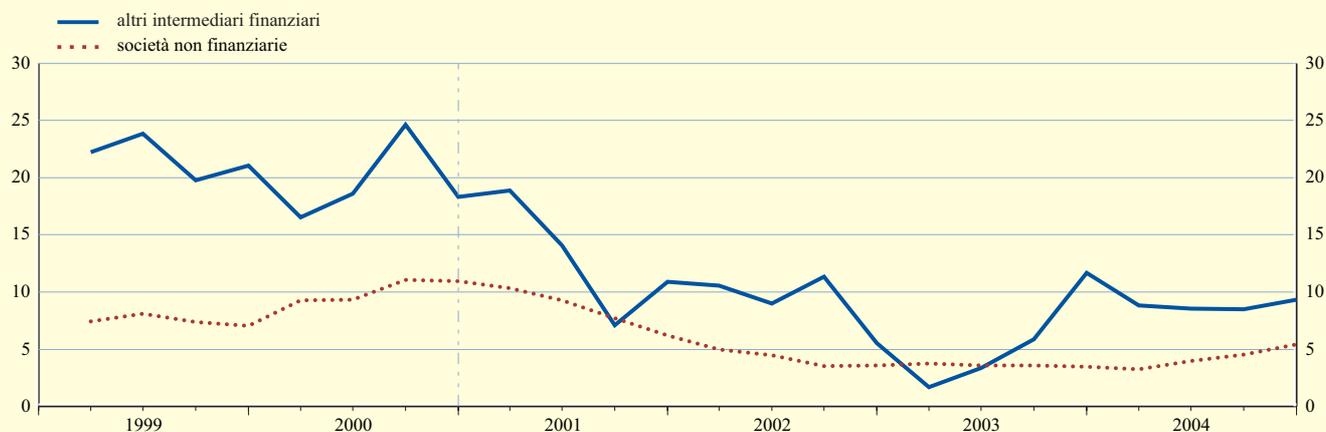
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
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.	52,5	37,6	508,3	301,2	3.104,2	952,5	545,9	1.605,8
ott.	54,8	39,1	511,9	305,2	3.123,1	961,1	546,8	1.615,2
nov.	54,0	37,8	534,6	328,5	3.142,7	975,3	549,1	1.618,3
dic. <sup>(p)</sup>	48,7	30,8	542,1	334,2	3.154,5	974,5	548,0	1.632,0
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.	-1,3	-1,4	19,2	15,0	12,4	7,1	1,5	3,9
ott.	2,4	1,6	5,2	4,6	20,3	9,2	1,3	9,8
nov.	-0,7	-1,3	24,0	24,4	23,3	15,3	2,8	5,2
dic. <sup>(p)</sup>	-5,2	-6,9	9,1	5,3	20,7	-1,3	2,7	19,2
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	5,5	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.	17,5	31,5	8,5	5,6	4,5	-0,5	6,1	7,2
ott.	9,4	14,7	9,3	7,5	5,1	1,5	5,6	7,2
nov.	10,0	14,0	10,1	8,6	5,2	2,6	5,5	6,7
dic. <sup>(p)</sup>	37,1	39,1	9,3	8,7	5,4	2,5	6,1	7,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

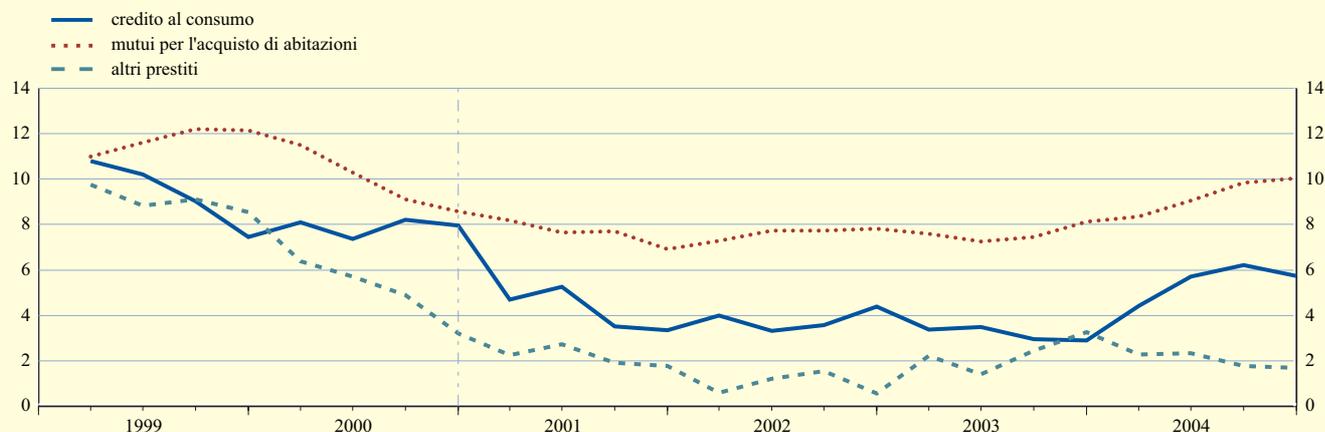
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Prestiti alle famiglie													
	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.	3.736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2.534,2	14,9	65,8	2.453,4	694,5	144,6	99,0	451,0	
ott.	3.757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2.553,6	15,5	66,5	2.471,6	694,7	143,6	99,6	451,4	
nov.	3.779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2.572,0	15,3	65,7	2.491,1	697,5	146,5	99,4	451,6	
dic. <sup>(p)</sup>	3.804,3	513,5	117,2	190,9	205,4	2.592,4	15,5	65,8	2.511,1	698,5	144,6	99,7	454,2	
Transazioni														
2002	183,2	21,9	7,1	5,3	9,4	157,9	-0,4	2,3	156,0	3,5	-3,1	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.	29,8	2,4	0,7	0,3	1,4	26,2	0,2	0,4	25,6	1,3	2,4	-0,2	-1,0	
ott.	21,6	1,7	-0,3	0,7	1,2	19,9	0,5	0,3	19,1	0,0	-0,9	0,9	0,0	
nov.	22,5	0,8	-0,1	0,3	0,7	18,7	-0,4	-0,6	19,7	3,0	3,2	-0,2	-0,1	
dic. <sup>(p)</sup>	25,7	4,3	2,8	1,3	0,1	21,6	0,3	0,2	21,1	-0,2	-1,1	0,4	0,5	
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,8	3,7	8,1	0,6	-2,0	2,2	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	4,4	5,4	8,0	9,8	4,3	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8	
ott.	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,1	-0,2	10,2	2,0	1,0	1,1	2,6	
nov.	7,9	6,5	7,1	4,5	8,0	10,0	6,2	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3	
dic. <sup>(p)</sup>	7,8	5,7	5,2	5,0	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,3	2,3	

### F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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. <sup>(p)</sup>	812,2	126,2	252,3	390,5	43,0	1.965,9	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	159,5	109,3	49,9	-4,9	54,7
2004 1° trim.	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,0	107,4	56,4	1,7	54,7
2° trim.	-6,7	-5,9	-8,5	2,8	4,8	5,3	11,1	-5,9	-0,5	-5,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	-5,7	-3,3	-1,0	-0,9	-0,7	22,5	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	2,0	-4,0	4,2	54,4	8,9	7,6	11,7	2,9	12,8
set. <sup>(p)</sup>	1,7	-1,7	-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 <sup>1)</sup>

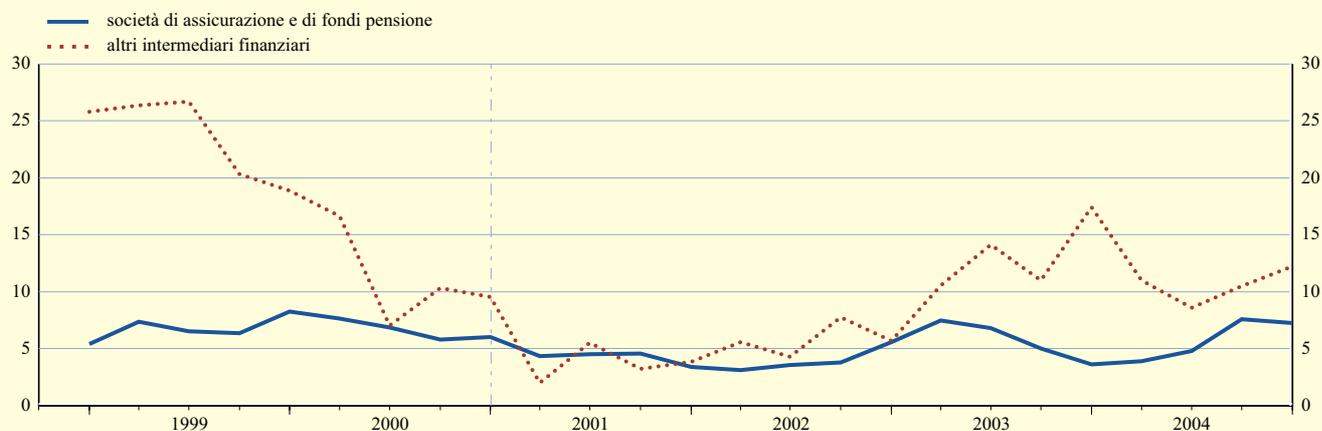
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,6	183,1	130,6	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 1° trim.	557,2	64,7	42,2	426,1	1,3	1,0	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.	573,5	61,5	47,3	442,4	1,2	1,0	20,0	598,0	189,9	120,2	164,9	8,1	0,1	114,8
ott.	579,0	58,6	49,0	446,0	1,3	1,3	22,8	620,8	187,3	133,6	166,9	8,4	0,1	124,5
nov.	584,3	63,2	47,7	449,9	1,3	1,3	20,8	631,3	197,4	126,4	176,5	9,7	0,1	121,3
dic. <sup>(p)</sup>	582,3	59,1	51,5	449,0	1,2	1,3	20,3	633,3	182,8	138,8	183,0	10,0	0,1	118,6
Transazioni														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,7	0,3	0,4	1,1	84,8	27,5	-0,7	38,8	3,2	0,0	16,0
2004 1° trim.	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,2	14,0	-14,7	1,5	1,6	0,0	12,7
2° trim.	7,3	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-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.	7,0	7,9	0,5	1,0	-0,1	0,0	-2,3	8,4	14,0	-7,4	3,3	-0,1	0,0	-1,3
ott.	5,4	-2,9	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	23,8	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	9,8
nov.	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,1	0,0	-2,0	12,3	10,9	-6,7	10,0	1,3	0,0	-3,2
dic. <sup>(p)</sup>	-1,8	-4,0	3,9	-0,9	-0,1	0,0	-0,6	3,3	-14,1	12,8	6,7	0,5	0,0	-2,6
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 dic.	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,4	17,8	-0,6	36,8	70,6	-	17,1
2004 mar.	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,0	17,1	-13,2	22,3	47,6	-	17,8
giu.	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,6	7,8	-10,2	18,5	44,5	-	20,5
2004 lug.	5,5	0,3	18,9	5,1	32,4	-45,2	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	-43,4	16,6	9,5	6,1	-5,9	25,9	67,2	-	11,3
set.	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,5	7,4	-6,2	28,3	63,5	-	11,7
ott.	8,3	10,3	32,9	5,2	3,3	38,3	24,2	11,2	7,5	1,7	27,0	48,4	-	7,8
nov.	9,4	22,7	33,2	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,7	12,7	-4,2	29,0	73,7	-	4,9
dic. <sup>(p)</sup>	7,2	1,0	24,0	6,6	-8,2	-43,1	5,3	12,2	1,7	5,0	27,9	67,5	-	14,6

### F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

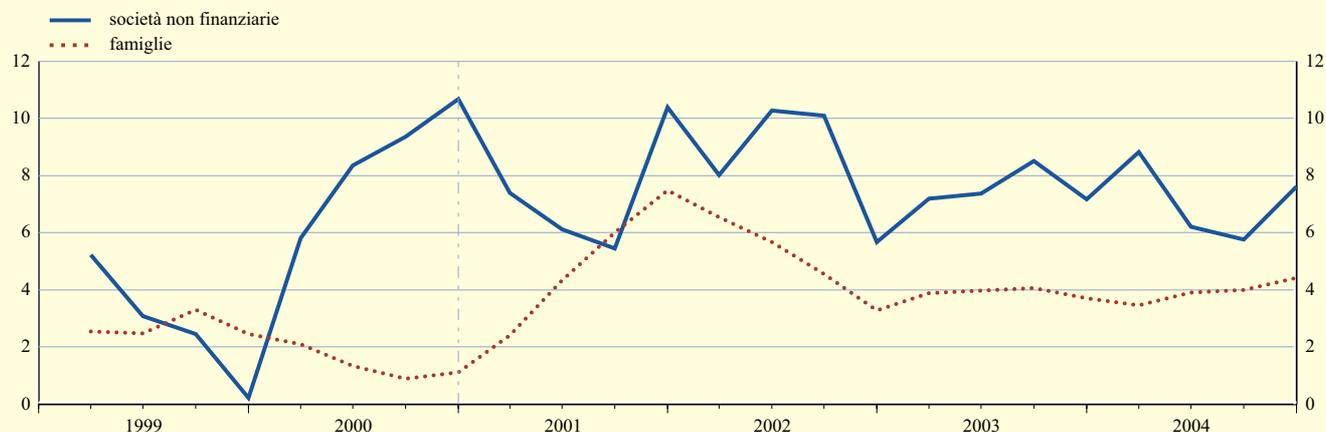
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>2)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,2	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 1° trim.	1.036,7	624,2	275,9	69,9	39,9	1,0	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.	1.067,2	657,6	269,7	70,6	42,6	1,1	25,6	4.060,8	1.363,2	511,4	615,0	1.431,9	85,5	53,7
ott.	1.071,7	648,6	283,9	69,7	42,5	1,1	25,9	4.078,5	1.376,9	509,1	617,6	1.434,4	86,0	54,4
nov.	1.077,9	660,5	279,7	69,8	41,2	1,1	25,5	4.089,8	1.381,0	509,1	618,7	1.439,8	86,8	54,4
dic. <sup>(p)</sup>	1.117,2	674,0	295,1	73,1	43,7	1,1	30,3	4.159,3	1.402,2	514,0	633,1	1.466,3	88,0	55,7
Transazioni														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,5	40,9	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 1° trim.	-14,5	-9,5	-5,3	2,6	1,9	0,0	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2° trim.	21,2	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,6	-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.	15,9	19,1	-0,6	0,1	0,4	0,0	-3,2	8,0	12,4	-3,3	-0,7	0,6	-0,3	-0,9
ott.	5,9	-8,3	14,7	-0,7	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-1,8	2,7	2,5	0,5	0,7
nov.	10,7	13,1	-3,3	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,6	1,1	3,0	0,8	0,0
dic. <sup>(p)</sup>	40,5	14,2	16,0	3,1	2,5	0,0	4,7	70,3	21,5	5,4	14,5	26,5	1,2	1,3
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	-3,5	-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	-3,9	-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	52,2	-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	54,9	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
ago.	6,1	10,9	-5,2	8,5	17,9	55,7	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
set.	5,8	9,8	-2,7	7,2	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
ott.	5,7	8,7	-0,2	7,5	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
nov.	5,1	8,1	-1,3	4,8	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
dic. <sup>(p)</sup>	7,6	7,1	6,8	9,5	21,8	72,2	0,9	4,4	6,7	-5,4	5,3	6,1	-2,1	5,2

### F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

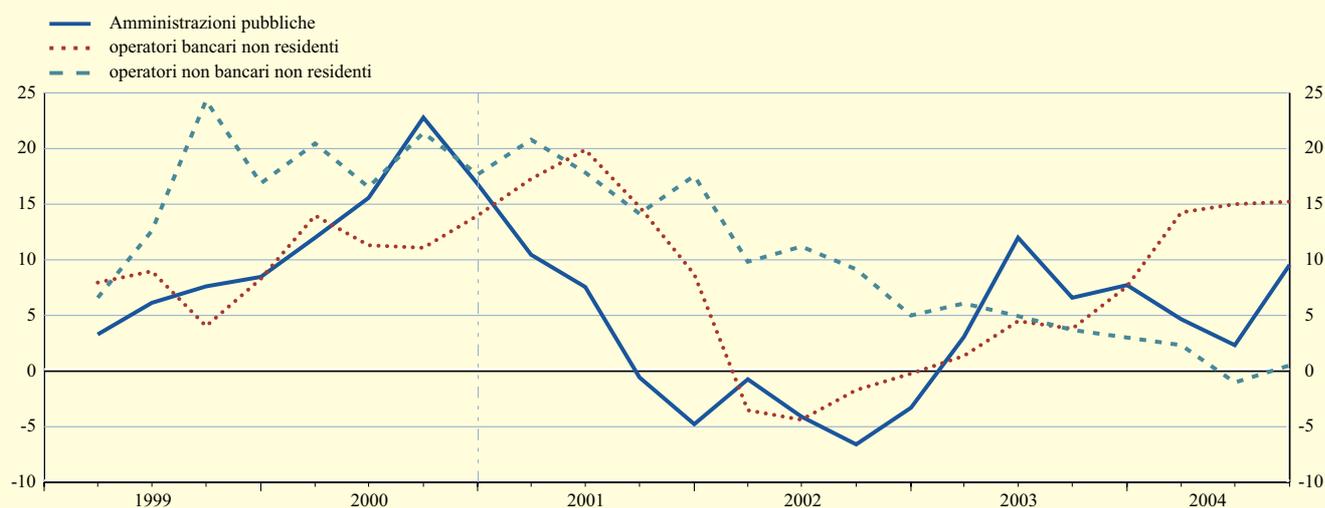
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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. <sup>(p)</sup>	288,2	146,3	32,9	66,5	42,5	2.452,1	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. <sup>(p)</sup>	-4,9	-10,3	2,3	2,1	1,1	6,9	-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. <sup>(p)</sup>	9,5	13,2	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.

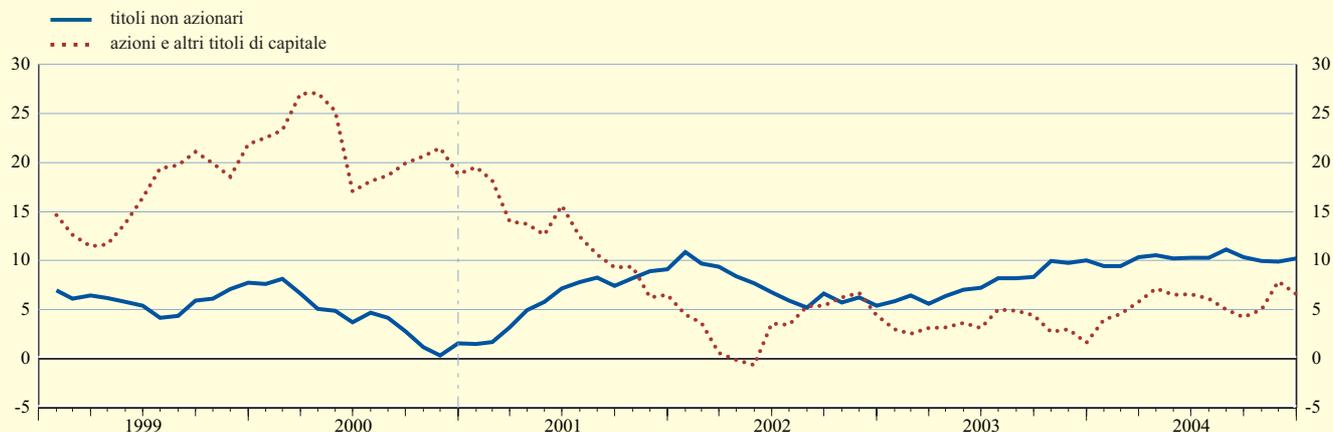
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	3.576,4	1.218,4	57,4	1.230,3	15,6	407,1	18,6	629,1	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 1° trim.	3.767,6	1.283,3	60,9	1.287,9	17,8	413,6	18,0	686,1	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	292,3	644,4	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.	3.912,7	1.325,5	62,9	1.335,1	15,9	427,2	17,5	728,7	1.127,2	286,6	634,0	206,6
ott.	3.941,0	1.346,7	62,2	1.328,3	20,3	430,0	17,6	736,0	1.134,8	287,4	637,6	209,8
nov.	3.970,1	1.355,8	61,3	1.332,9	18,4	436,3	17,2	748,2	1.176,2	294,2	650,5	231,5
dic. <sup>(p)</sup>	3.935,4	1.366,3	60,3	1.285,9	15,5	446,5	16,2	744,6	1.160,2	289,2	657,1	213,9
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	329,2	91,5	5,0	80,2	1,0	51,8	1,9	97,7	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 1° trim.	155,1	61,6	1,1	45,9	1,4	4,2	-1,2	42,2	44,7	6,1	24,6	14,0
2° trim.	90,3	15,1	1,9	44,9	0,0	13,7	0,1	14,7	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	-2,0	-8,6	9,4
ago.	19,7	4,7	1,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	15,1	-6,5	-1,2	-9,7	4,3
set.	6,5	8,3	0,9	4,1	-0,5	-2,3	0,9	-5,0	-18,6	-4,7	-1,4	-12,4
ott.	35,6	20,9	0,2	-7,2	4,7	2,6	0,3	14,1	5,5	0,4	2,8	2,4
nov.	41,6	8,8	0,4	4,2	-1,4	5,9	0,2	23,4	38,7	5,9	12,0	20,8
dic. <sup>(p)</sup>	-22,8	10,6	0,1	-46,7	-2,5	11,9	-0,6	4,3	-18,5	-5,6	5,2	-18,2
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.	10,0	8,1	10,3	7,0	5,8	14,7	9,7	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 mar.	10,4	9,6	6,2	7,2	5,6	10,7	4,6	19,0	5,8	6,2	7,5	-0,3
giu.	10,2	9,4	7,3	8,6	10,1	10,3	2,2	15,7	6,5	6,3	5,3	11,1
2004 lug.	10,3	9,5	6,5	7,2	6,0	11,2	-7,0	18,7	6,1	4,3	4,4	14,4
ago.	11,2	10,0	12,8	7,6	4,5	10,3	-7,0	21,7	5,0	3,7	2,6	14,6
set.	10,3	10,6	13,0	6,3	-0,3	8,0	-3,8	19,9	4,2	2,7	3,2	9,8
ott.	9,9	11,4	11,7	4,2	33,5	6,6	-2,1	20,4	5,0	2,2	4,4	11,1
nov.	9,9	11,5	10,2	3,6	21,6	6,7	-3,0	21,8	7,9	4,5	4,8	23,3
dic. <sup>(p)</sup>	10,2	12,1	8,8	3,3	5,8	8,9	-7,9	21,8	6,6	1,8	5,4	18,2

## FII Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro)

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

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

**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.	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2
dic. <sup>(p)</sup>	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-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.	0,8	0,5	-0,1	0,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,8	1,0	0,9	1,0
dic. <sup>(p)</sup>	-1,8	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-2,1	0,0	-0,1	2,6	0,7	1,4	0,6

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 <sup>1)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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. <sup>(p)</sup>	4.586,5	90,5	9,5	5,6	0,5	1,5	1,3	6.587,7	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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	3.597,2	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 <sup>1)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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. <sup>(p)</sup>	4.356,2	-	-	-	-	-	8.213,5	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	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 1° trim.	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	1.275,8	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.671,6	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 1° trim.	1.344,2	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,3	1.737,3	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	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. <sup>(p)</sup>	1.388,3	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.795,7	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	275,2	44,9	55,1	30,8	1,2	4,9	15,5	353,9	45,8	54,2	31,3	5,9	5,9	6,4
2004 1° trim.	307,2	44,4	55,6	29,8	1,2	5,0	16,7	378,9	44,3	55,7	31,2	6,2	5,5	7,1
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. <sup>(p)</sup>	321,4	47,2	52,8	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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2003 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.	3.366,1	244,8	1.429,4	69,2	1.360,2	1.117,1	277,1	139,7	157,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.385,2	246,4	1.471,6	71,7	1.399,8	1.090,6	280,4	143,5	152,7

### 2. Passività

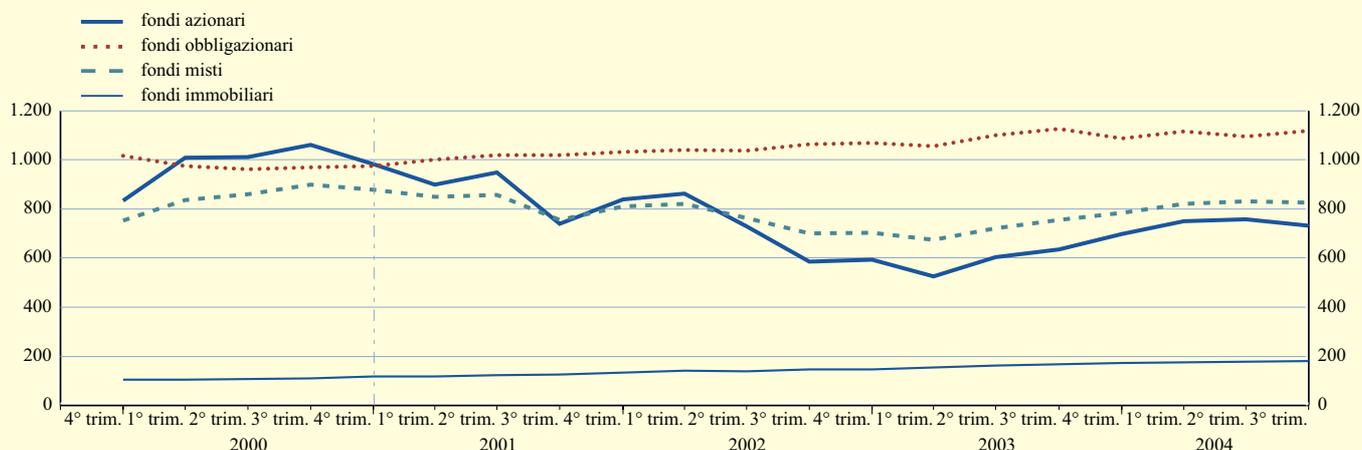
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim.	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
2° trim.	3.366,1	50,3	3.189,0	126,7
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.385,2	48,7	3.209,0	127,4

### 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 2° trim.	2.959,5	603,3	1.099,6	720,8	161,4	374,4	2.140,5	819,0
3° trim.	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,1	836,5
4° trim.	3.175,0	697,8	1.086,6	783,4	171,7	435,6	2.318,4	856,6
2004 1° trim.	3.353,6	750,5	1.116,6	821,2	175,9	489,5	2.470,4	883,2
2° trim.	3.366,1	756,5	1.094,4	830,2	179,1	505,8	2.479,1	887,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.385,2	732,3	1.117,2	825,5	181,5	528,7	2.484,6	900,6

## 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
<b>Fondi azionari</b>									
2003 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.	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
3° trim. (p)	732,3	31,5	32,8	3,5	29,3	618,7	24,4	-	25,0
<b>Fondi obbligazionari</b>									
2003 2° trim.	1.099,6	82,4	927,9	33,0	894,9	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.	1.094,4	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,5
3° trim. (p)	1.117,2	80,5	930,9	38,6	892,3	31,9	23,4	-	50,4
<b>Fondi misti</b>									
2003 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.	830,2	52,2	340,1	22,3	317,8	279,0	114,9	0,3	43,6
3° trim. (p)	825,5	52,3	347,7	21,8	325,8	270,6	115,3	0,3	39,4
<b>Fondi immobiliari</b>									
2003 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.	179,1	15,0	8,5	0,6	7,9	0,7	7,7	138,6	8,7
3° trim. (p)	181,5	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	142,3	8,0

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

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
<b>Fondi aperti al pubblico</b>							
2003 2° trim.	2.140,5	181,6	912,4	691,7	168,3	104,2	82,2
3° trim.	2.249,1	199,0	927,7	736,5	176,6	108,9	100,4
4° trim.	2.318,4	191,7	913,6	815,8	183,8	115,5	98,0
2004 1° trim.	2.470,4	219,3	948,8	878,2	198,8	117,5	107,8
2° trim.	2.479,1	202,0	945,9	890,3	210,9	119,9	110,1
3° trim. (p)	2.484,6	205,5	972,6	866,0	212,3	123,1	105,2
<b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b>							
2003 2° trim.	819,0	51,0	470,3	189,2	56,1	16,5	36,0
3° trim.	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
4° trim.	856,6	43,4	475,8	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 1° trim.	883,2	47,2	485,1	224,6	63,8	19,1	43,3
2° trim.	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8
3° trim. (p)	900,6	40,9	499,0	224,6	68,2	20,4	47,5

Fonte: BCE.

## CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

## 3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	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- nistrizioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM <sup>1)</sup>	
				Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003 1° trim.	14.468,8	5.637,5	290,7	4.948,1	1.836,2	1.572,0	1.433,8	106,1	176,2	222,5	323,9
2° trim.	14.968,6	5.751,3	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	209,6	329,8
3° trim.	15.074,4	5.755,8	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	178,4	345,4
4° trim.	15.467,1	5.874,4	352,4	5.183,3	2.027,5	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 1° trim.	15.649,5	5.908,5	350,8	5.181,2	2.021,0	1.545,0	1.533,9	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.	155,3	41,4	3,1	-4,0	-29,5	-11,5	42,7	-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.	133,1	12,3	11,4	12,1	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,5	17,2
4° trim.	152,9	124,2	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 1° trim.	140,2	31,6	-1,6	-4,6	-7,2	-15,8	22,3	-3,9	30,2	7,6	40,7
2° trim.	283,5	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-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	6,5	-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 <sup>2)</sup>											
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 <sup>1)</sup>					
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
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.	16.176,5	8.242,9	7.236,1	877,0	69,7	807,3	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	7.293,6	885,7	70,8	814,9	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
<b>Transazioni</b>													
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.	235,6	116,1	84,0	-4,8	3,2	-8,0	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,1	2,6
3° trim.	137,2	81,7	58,7	8,7	1,1	7,6	1,8	-25,9	27,7	71,2	-4,7	75,9	22,9
4° trim.	111,9	113,0	118,5	22,3	9,8	12,5	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
<b>Variazioni percentuali</b>													
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	7,3	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	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,5	20,9
<b>Titoli non azionari emessi da:</b>													
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie			
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
<b>Consistenze</b>													
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			
<b>Transazioni</b>													
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			
<b>Variazioni percentuali</b>													
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.	3.336,9	536,1	61,7	454,2	1,8	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,8	56,3	1.326,5
2° trim.	3.471,2	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,4	65,1	272,3	1.412,0	54,3	1.357,7
3° trim.	3.524,6	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,4	65,8	273,5	1.433,4	57,1	1.376,3
4° trim.	3.634,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,0	66,7	261,3	1.461,1	58,3	1.402,9
2004 1° trim.	3.784,1	557,2	64,7	468,3	2,3	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.	67,6	12,6	4,3	7,8	0,1	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.	34,2	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,3	22,5	2,8	19,6
4° trim.	60,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,4	0,9	-12,2	37,2	1,2	36,0
2004 1° trim.	93,2	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	42,2	-1,8	44,0
2° trim.	33,9	7,3	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,5	28,0	-3,4	31,4
	Variazioni percentuali											
2003 1° trim.	5,9	7,5	37,1	4,8	-10,2	3,3	-1,4	-11,4	1,4	10,0	18,9	9,6
2° trim.	6,8	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	12,0	41,9	11,1
3° trim.	6,6	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,1	22,0	9,7
4° trim.	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	9,9	18,0	9,6
2004 1° trim.	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	8,7	0,1	9,1
2° trim.	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,1	9,6

	Principali attività finanziarie					Principali passività								
	Azioni <sup>1)</sup>				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
					13	14			15	16				17
	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 <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	390,7	1.439,5	-1.054,3	5,0	0,5	2.422,1	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	38,9

	Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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	1.469,4	-1.054,3	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 <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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. Famiglie<sup>5)</sup>

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	164,8	461,4	-291,0	532,2	224,2	16,6	83,6	229,8	436,9	694,2	260,2	257,9	4.854,2	14,3

Fonte: BCE.

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

# 4

## MERCATI FINANZIARI

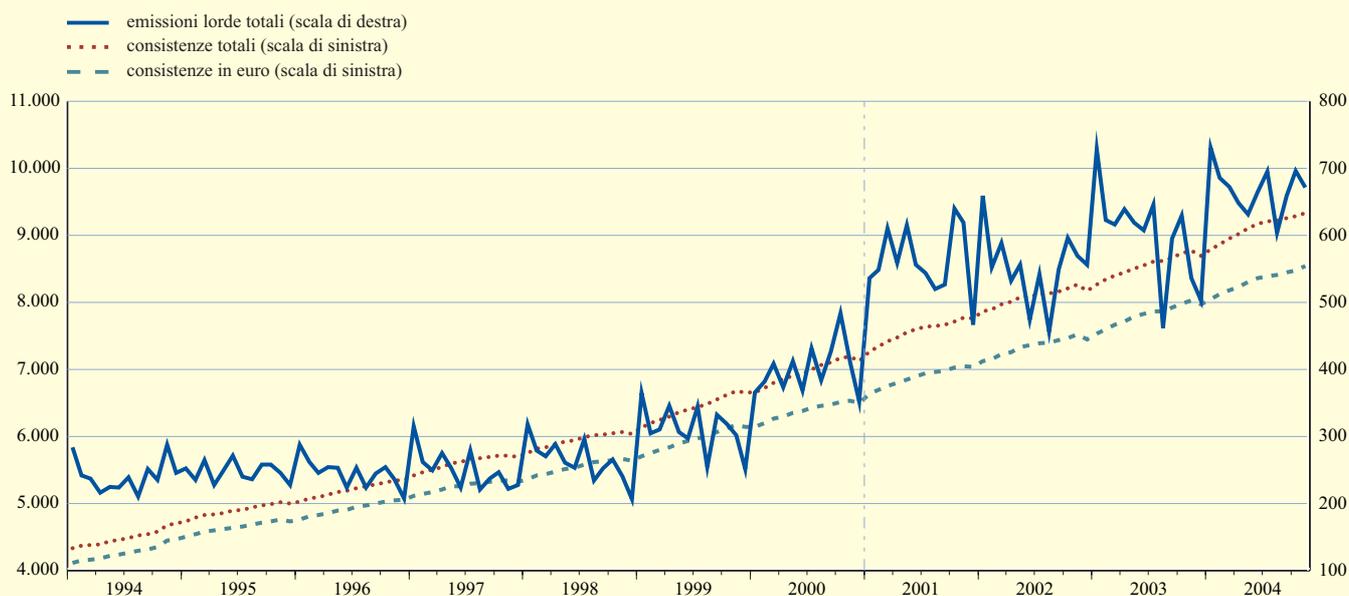
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2003 nov.	9.243,3	556,0	491,3	64,7	8.774,1	536,4	490,3	46,1	91,5	93,2	92,4	46,6
dic.	9.207,0	520,9	553,5	-32,5	8.698,3	503,0	557,3	-54,3	91,6	93,8	94,6	-55,4
2004 gen.	9.277,8	738,5	665,4	73,1	8.789,7	730,8	644,7	86,1	91,5	94,2	94,8	77,6
feb.	9.353,8	698,5	622,7	75,8	8.865,9	685,5	605,6	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
mar.	9.462,4	717,7	608,9	108,8	8.951,5	672,8	597,1	75,8	91,3	92,7	95,3	54,9
apr.	9.488,4	648,8	624,7	24,1	9.019,0	648,5	587,1	61,3	91,2	93,3	95,0	46,8
mag.	9.588,2	649,3	549,7	99,5	9.101,8	631,1	543,7	87,4	91,2	93,9	94,9	76,5
giu.	9.695,5	711,0	602,6	108,5	9.167,8	664,4	598,4	66,0	91,2	94,3	94,7	59,6
lug.	9.715,0	707,7	686,5	21,2	9.209,2	695,1	654,1	41,0	91,1	94,1	94,6	35,2
ago.	9.745,7	619,8	589,1	30,7	9.221,4	603,6	588,8	14,8	91,2	94,7	94,7	14,0
set.	9.855,5	723,4	613,7	109,7	9.252,6	659,6	618,9	40,6	91,3	94,9	94,4	41,4
ott.	.	.	.	.	9.287,6	696,7	656,4	40,3	91,3	93,7	94,9	30,2
nov.	.	.	.	.	9.337,3	671,1	614,6	56,4	91,5	94,5	94,3	54,3
<b>A lungo termine</b>												
2003 nov.	8.355,0	143,4	93,5	50,0	7.892,2	136,5	90,4	46,0	91,5	89,6	88,1	42,6
dic.	8.348,7	119,3	120,5	-1,2	7.867,7	112,1	114,6	-2,5	91,7	90,4	93,1	-5,3
2004 gen.	8.406,1	195,8	137,6	58,2	7.915,2	178,4	139,2	39,3	91,6	92,9	90,9	39,1
feb.	8.491,5	193,5	109,2	84,3	7.997,9	182,7	98,8	83,9	91,7	92,2	88,0	81,6
mar.	8.553,4	213,6	150,9	62,6	8.063,5	189,6	132,7	56,9	91,4	86,8	94,1	39,7
apr.	8.594,6	163,6	124,2	39,4	8.114,0	155,3	110,4	44,9	91,3	88,5	94,7	32,9
mag.	8.696,3	174,7	72,3	102,4	8.198,1	156,7	67,9	88,7	91,3	89,3	90,9	78,1
giu.	8.781,7	204,2	120,8	83,3	8.269,7	181,0	113,1	67,9	91,3	92,9	92,3	63,9
lug.	8.817,2	190,3	153,3	36,9	8.304,8	173,4	139,2	34,2	91,2	91,8	93,7	28,6
ago.	8.844,2	87,3	60,6	26,7	8.320,1	75,3	58,6	16,7	91,2	86,9	91,5	11,9
set.	8.936,8	191,1	99,9	91,2	8.367,5	156,4	102,6	53,8	91,3	91,6	88,8	52,1
ott.	.	.	.	.	8.386,6	158,6	132,0	26,6	91,3	88,1	93,7	16,0
nov.	.	.	.	.	8.436,8	151,0	93,2	57,8	91,4	89,4	92,1	49,1

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

(miliardi di euro)



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

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; 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	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2002	8.172	3.123	565	544	3.760	180	91,2	85,7	83,3	86,6	97,3	95,8
2003	8.698	3.288	678	592	3.923	219	91,6	85,5	87,8	88,4	97,7	95,4
2003 4° trim.	8.698	3.288	678	592	3.923	219	91,6	85,5	87,8	88,4	97,7	95,4
2004 1° trim.	8.952	3.403	680	592	4.045	232	91,3	85,2	87,6	87,8	97,4	95,5
2° trim.	9.168	3.476	707	608	4.138	239	91,2	84,7	88,5	87,6	97,4	95,5
3° trim.	9.253	3.533	712	604	4.162	241	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
2004 ago.	9.221	3.514	713	612	4.144	239	91,2	84,6	88,9	87,3	97,5	95,5
set.	9.253	3.533	712	604	4.162	241	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
ott.	9.288	3.565	721	606	4.152	243	91,3	84,6	89,7	87,6	97,6	95,7
nov.	9.337	3.577	740	607	4.166	248	91,5	84,8	90,3	87,8	97,6	95,7
	A breve termine											
2002	787	361	7	91	325	4	88,9	78,0	100,0	94,6	99,2	87,1
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2003 4° trim.	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004 1° trim.	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
2° trim.	898	378	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
3° trim.	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
2004 ago.	901	383	6	106	401	5	90,9	81,8	96,2	95,2	98,5	84,1
set.	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
ott.	901	384	6	99	407	4	91,3	82,5	96,0	95,4	98,6	83,4
nov.	900	391	6	98	400	5	92,1	84,2	94,9	95,6	99,0	89,9
	Totale a lungo termine <sup>1)</sup>											
2002	7.384	2.763	559	452	3.435	176	91,4	86,7	83,1	84,9	97,1	96,0
2003	7.868	2.927	672	498	3.555	215	91,7	86,0	87,6	87,3	97,5	95,5
2003 4° trim.	7.868	2.927	672	498	3.555	215	91,7	86,0	87,6	87,3	97,5	95,5
2004 1° trim.	8.063	3.029	675	490	3.642	228	91,4	85,7	87,6	86,3	97,3	95,7
2° trim.	8.270	3.098	701	500	3.737	234	91,3	85,2	88,4	85,9	97,3	95,8
3° trim.	8.368	3.163	706	505	3.758	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
2004 ago.	8.320	3.131	707	505	3.743	234	91,2	84,9	88,8	85,7	97,4	95,8
set.	8.368	3.163	706	505	3.758	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
ott.	8.387	3.181	715	507	3.745	239	91,3	84,9	89,7	86,1	97,5	96,0
nov.	8.437	3.185	733	508	3.766	243	91,4	84,9	90,3	86,3	97,5	95,8
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2002	5.853	1.872	367	380	3.097	137	91,5	86,6	75,0	85,0	97,0	95,9
2003	6.117	1.885	405	423	3.240	164	91,8	85,4	80,3	86,8	97,4	95,5
2003 4° trim.	6.117	1.885	405	423	3.240	164	91,8	85,4	80,3	86,8	97,4	95,5
2004 1° trim.	6.246	1.926	410	414	3.324	172	91,6	84,9	80,3	85,7	97,3	95,6
2° trim.	6.363	1.943	416	419	3.409	177	91,5	84,5	81,2	85,1	97,3	95,7
3° trim.	6.389	1.950	411	417	3.431	181	91,6	84,1	82,3	85,4	97,4	95,9
2004 ago.	6.357	1.941	415	418	3.407	177	91,5	84,2	81,7	85,2	97,3	95,7
set.	6.389	1.950	411	417	3.431	181	91,6	84,1	82,3	85,4	97,4	95,9
ott.	6.367	1.944	410	418	3.414	181	91,6	84,0	82,7	85,5	97,4	95,9
nov.	6.387	1.936	417	417	3.432	185	91,6	83,9	83,5	85,7	97,5	95,7
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2002	1.393	821	188	67	277	39	91,1	87,4	98,8	85,2	97,4	96,1
2003	1.594	959	264	59	261	51	91,3	87,5	98,8	89,5	97,5	95,5
2003 4° trim.	1.594	959	264	59	261	51	91,3	87,5	98,8	89,5	97,5	95,5
2004 1° trim.	1.653	1.008	262	63	265	55	91,2	87,5	98,8	89,5	97,5	95,7
2° trim.	1.730	1.048	282	67	276	57	90,8	86,7	98,9	89,9	97,5	95,9
3° trim.	1.789	1.100	292	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,0
2004 ago.	1.774	1.076	289	74	279	57	90,6	86,5	98,9	87,5	97,5	95,9
set.	1.789	1.100	292	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,0
ott.	1.828	1.123	302	75	272	57	90,6	86,6	99,0	88,1	97,6	96,1
nov.	1.858	1.135	313	77	275	59	90,8	86,7	99,1	88,4	97,6	96,2

Fonte: BCE

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

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

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

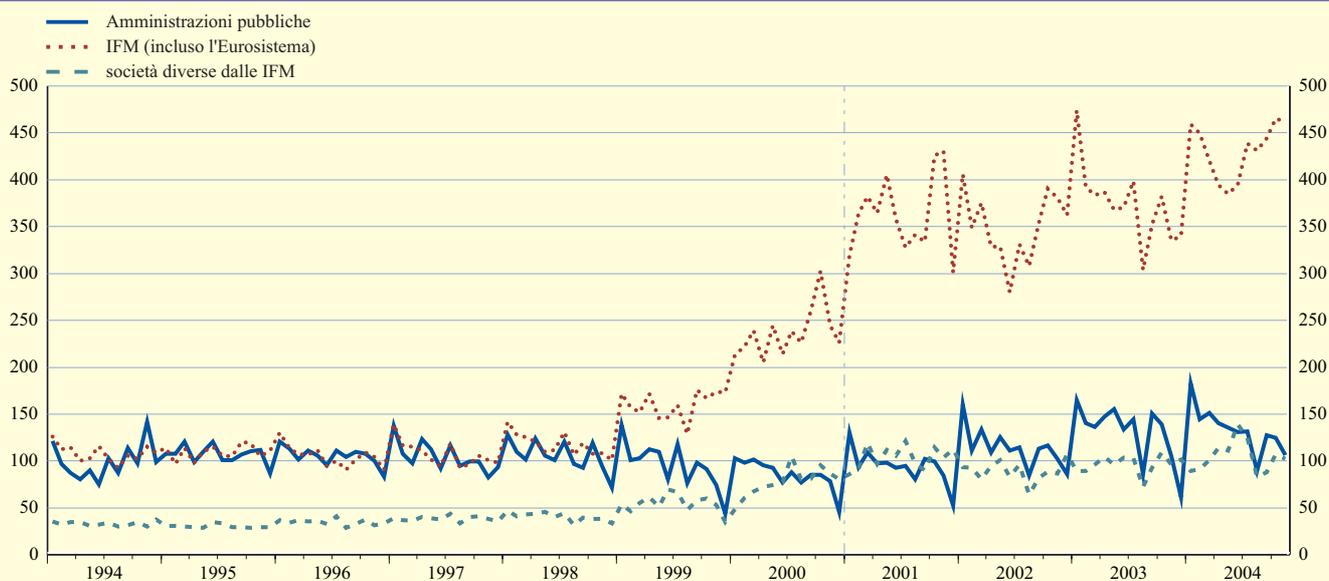
### 2. Emissioni lorde

(transazioni nel periodo)

	Totale						A lungo termine <sup>1)</sup>					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale						A lungo termine con tasso fisso					
2002	6.632,9	4.193,0	250,3	820,1	1.291,0	78,4	1.183,8	389,2	131,2	65,0	561,8	36,4
2003	7.205,1	4.485,6	244,7	909,4	1.478,8	86,5	1.282,6	414,3	111,5	88,9	626,4	41,4
2003 4° trim.	1.669,4	1.057,2	69,8	237,1	283,6	21,7	251,4	96,7	22,7	21,8	100,4	9,8
2004 1° trim.	2.089,2	1.328,5	38,1	243,4	453,0	26,2	376,8	135,6	16,8	11,7	199,7	13,2
2° trim.	1.944,0	1.173,1	63,8	300,3	387,5	19,3	307,6	91,3	21,7	19,5	166,8	8,1
3° trim.	1.958,2	1.313,3	41,5	254,9	333,2	15,2	247,2	86,6	9,6	14,0	130,9	6,1
2004 ago.	603,6	430,8	6,2	77,2	85,3	4,0	42,9	15,3	1,0	1,7	23,8	1,2
set.	659,6	443,8	12,1	75,8	120,4	7,4	99,2	39,4	2,5	3,4	49,8	4,2
ott.	696,7	464,8	21,4	85,8	119,1	5,6	92,7	28,4	5,3	8,2	49,0	1,8
nov.	671,1	461,9	28,7	73,9	97,8	8,8	92,6	32,2	13,2	3,1	39,7	4,3
	Di cui a breve termine						A lungo termine con tasso variabile					
2002	4.993,8	3.538,3	42,3	740,4	646,6	26,3	392,1	237,8	76,2	12,8	49,5	15,7
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	509,8	336,7	91,7	11,7	53,3	16,4
2003 4° trim.	1.252,3	855,8	10,9	206,1	172,4	7,1	147,5	92,2	36,2	5,4	9,0	4,7
2004 1° trim.	1.538,4	1.071,9	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,5	11,3	6,6	18,4	4,9
2° trim.	1.451,0	969,0	11,1	271,0	191,3	8,5	159,4	96,9	31,0	7,8	21,1	2,7
3° trim.	1.553,1	1.118,9	10,6	230,1	185,9	7,6	136,6	95,2	21,3	10,0	8,6	1,6
2004 ago.	528,3	390,2	3,8	75,1	56,8	2,5	26,4	22,2	1,5	0,4	2,0	0,3
set.	503,1	361,5	3,2	71,2	64,5	2,6	52,2	40,1	6,4	1,1	4,0	0,6
ott.	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,1	61,0	38,7	11,9	1,9	7,0	1,6
nov.	520,1	393,0	2,9	68,1	53,4	2,7	54,1	33,0	12,5	2,1	4,7	1,7

### F14 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



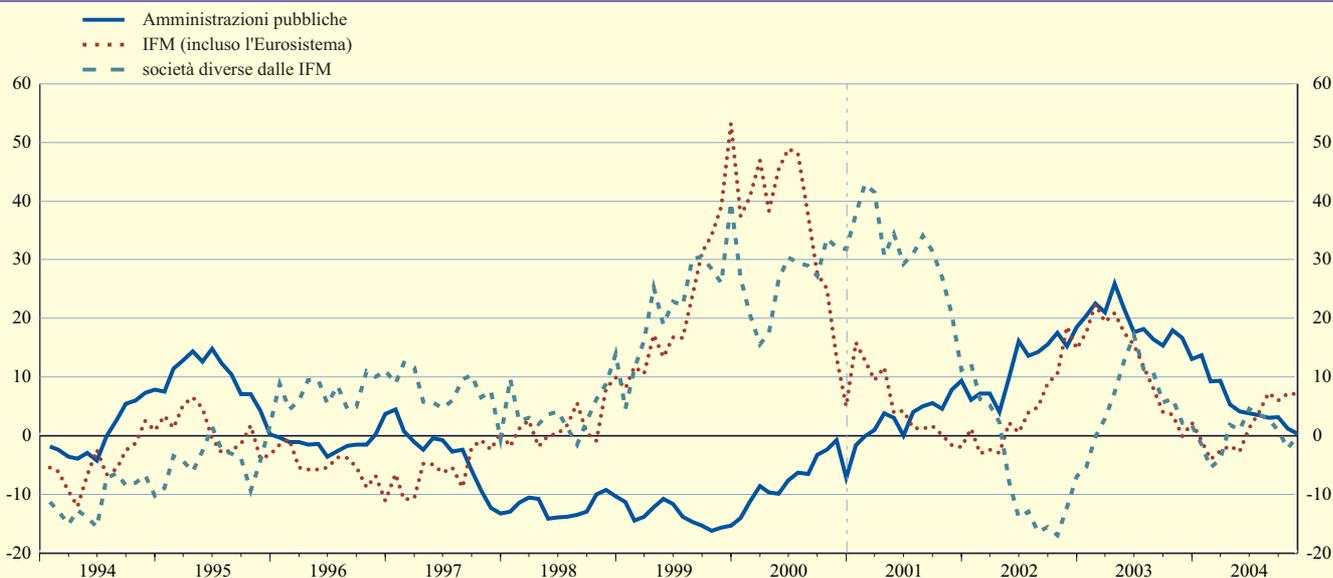
Fonte: BCE.

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

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

	Totale						A breve termine					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Tutte le valute											
2002	7,0	6,1	28,3	10,2	4,2	27,7	5,5	3,9	7,4	-7,1	11,8	7,2
2003	6,8	5,1	26,2	9,0	4,6	25,9	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2003 4° trim.	7,1	5,4	26,6	9,9	4,6	22,3	8,4	2,2	-11,2	5,1	16,6	-10,8
2004 1° trim.	7,0	6,3	20,7	6,9	4,8	21,3	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
2° trim.	7,0	8,0	15,4	3,2	5,0	18,4	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
3° trim.	7,3	8,7	12,9	3,9	5,2	16,3	4,0	4,9	-11,1	3,9	3,1	27,2
2004 giu.	7,3	8,4	15,2	3,4	5,2	17,3	2,8	1,3	-16,8	5,8	3,6	21,2
lug.	7,2	8,4	13,1	4,5	5,2	15,9	3,7	4,0	-17,4	4,8	3,3	17,3
ago.	7,4	8,9	12,6	3,7	5,4	16,7	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
set.	7,1	9,1	10,7	3,8	4,9	15,3	4,1	6,0	3,4	0,7	2,8	41,7
ott.	6,7	8,9	10,6	3,3	4,4	14,0	3,3	7,2	1,6	-2,4	0,9	38,6
nov.	6,8	8,6	12,1	3,3	4,5	14,2	3,1	7,1	2,0	-0,2	-0,2	53,1
	Euro											
2002	6,7	4,8	36,4	11,4	4,2	28,7	5,3	3,3	7,1	-8,3	12,0	3,1
2003	6,5	3,9	32,0	10,0	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2003 4° trim.	6,8	4,2	32,7	10,8	4,5	21,5	10,4	5,9	-11,1	4,0	16,6	-13,9
2004 1° trim.	6,8	5,3	24,7	7,0	4,9	20,5	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
2° trim.	6,6	6,7	18,9	2,6	5,0	18,0	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
3° trim.	6,8	7,1	16,6	2,8	5,3	16,2	3,0	2,5	-13,7	4,4	3,0	22,6
2004 giu.	6,8	6,9	18,8	2,3	5,2	17,0	2,3	-0,1	-16,8	6,1	3,5	16,4
lug.	6,8	6,9	17,1	3,4	5,3	15,8	2,7	1,7	-20,6	4,8	3,3	12,5
ago.	6,9	7,2	16,5	2,5	5,5	16,7	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
set.	6,7	7,8	14,1	2,7	5,0	15,3	3,4	4,3	-0,6	2,0	2,8	38,0
ott.	6,3	7,6	13,8	2,3	4,4	14,2	3,0	6,7	-2,5	-1,2	1,1	38,6
nov.	6,4	7,3	15,7	2,3	4,5	14,1	3,1	7,5	-3,2	1,2	-0,1	62,6

**F15 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.

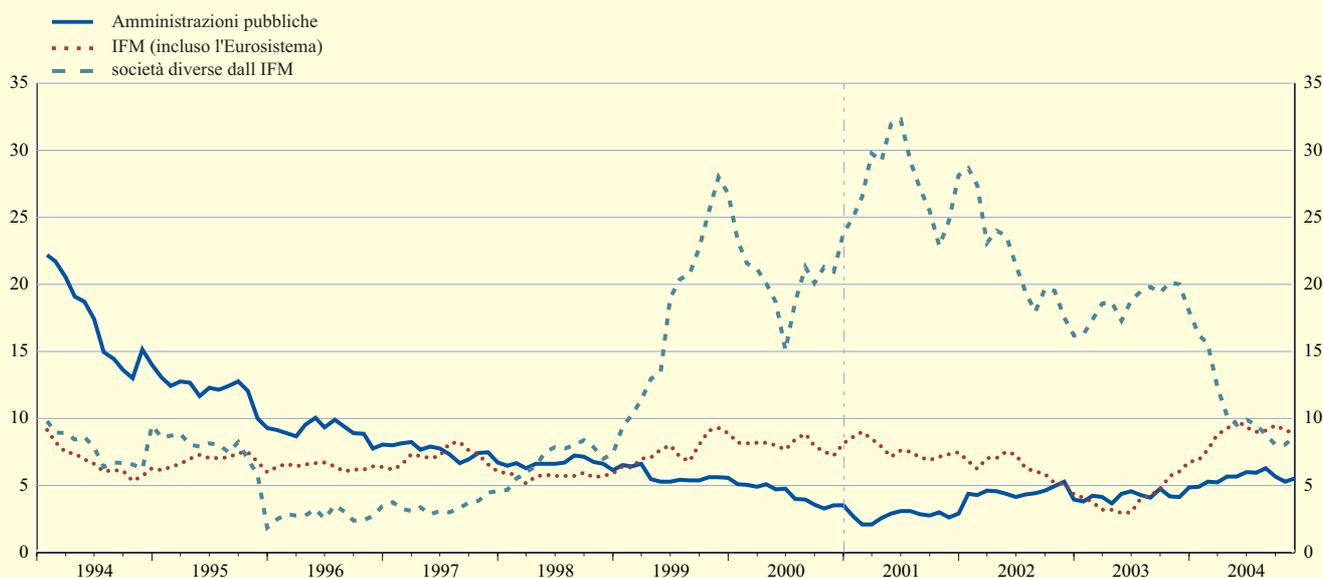
### 4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tutte le valute												
2002	5,9	2,8	15,1	19,8	4,8	22,7	12,3	14,3	86,3	-5,5	-8,0	57,7
2003	5,2	2,1	15,3	12,6	4,4	22,6	9,0	8,3	54,8	-13,4	-9,2	42,8
2003 4° trim.	5,7	2,9	16,6	13,1	4,6	20,5	11,6	11,6	49,8	-15,7	-6,6	32,0
2004 1° trim.	5,6	3,0	12,0	9,9	5,3	18,3	14,1	15,2	38,9	-8,5	-4,3	33,1
2° trim.	5,5	3,8	9,0	3,6	5,8	15,2	16,3	18,8	28,2	-0,1	0,9	29,8
3° trim.	4,9	3,0	4,2	1,3	6,1	13,6	17,9	19,0	29,2	20,7	3,0	25,0
2004 giu.	5,4	3,7	7,7	2,2	6,2	13,3	16,9	18,5	29,6	6,8	1,4	31,3
lug.	4,8	3,0	4,3	1,5	6,0	13,0	18,1	18,6	30,1	22,8	4,0	26,1
ago.	4,8	2,7	3,2	0,7	6,3	14,4	18,6	19,4	30,3	22,7	4,3	23,5
set.	4,6	3,1	2,5	1,1	5,7	13,4	17,3	19,6	25,0	27,5	0,3	19,9
ott.	4,2	2,2	2,3	1,6	5,4	12,3	17,9	20,4	24,9	29,3	0,1	18,5
nov.	4,0	1,8	3,7	0,3	5,4	12,0	18,9	20,3	26,1	34,3	3,6	18,9
Euro												
2002	5,4	0,9	20,6	22,2	4,6	23,6	13,2	14,6	85,5	-1,2	-6,9	61,2
2003	4,6	0,1	20,5	13,1	4,2	21,2	9,1	7,7	54,9	-8,9	-9,2	43,6
2003 4° trim.	5,2	0,9	23,3	13,4	4,5	19,4	11,1	10,1	50,0	-11,7	-6,9	32,1
2004 1° trim.	5,4	1,6	16,4	9,7	5,4	17,6	13,7	14,4	38,8	-5,7	-4,5	31,9
2° trim.	5,1	2,0	13,2	2,3	5,8	15,0	15,9	18,2	28,3	2,2	0,9	28,8
3° trim.	4,7	1,2	8,3	-0,2	6,2	13,9	17,3	18,1	29,5	18,6	3,0	24,0
2004 giu.	5,1	1,9	11,8	0,3	6,3	13,3	16,3	17,4	29,8	8,1	1,4	30,5
lug.	4,7	1,3	8,7	0,3	6,2	13,3	17,4	17,5	30,4	19,8	4,0	25,1
ago.	4,6	0,8	7,4	-0,8	6,4	14,8	17,9	18,4	30,6	19,7	4,4	22,5
set.	4,4	1,2	6,4	-0,6	5,9	13,9	16,9	19,2	25,2	25,1	0,2	18,8
ott.	3,9	0,3	5,8	0,3	5,5	12,8	17,3	19,9	25,2	26,8	0,1	17,7
nov.	3,6	-0,3	7,9	-1,3	5,4	12,1	18,3	19,6	26,5	31,8	3,6	18,1

### FI6 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

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

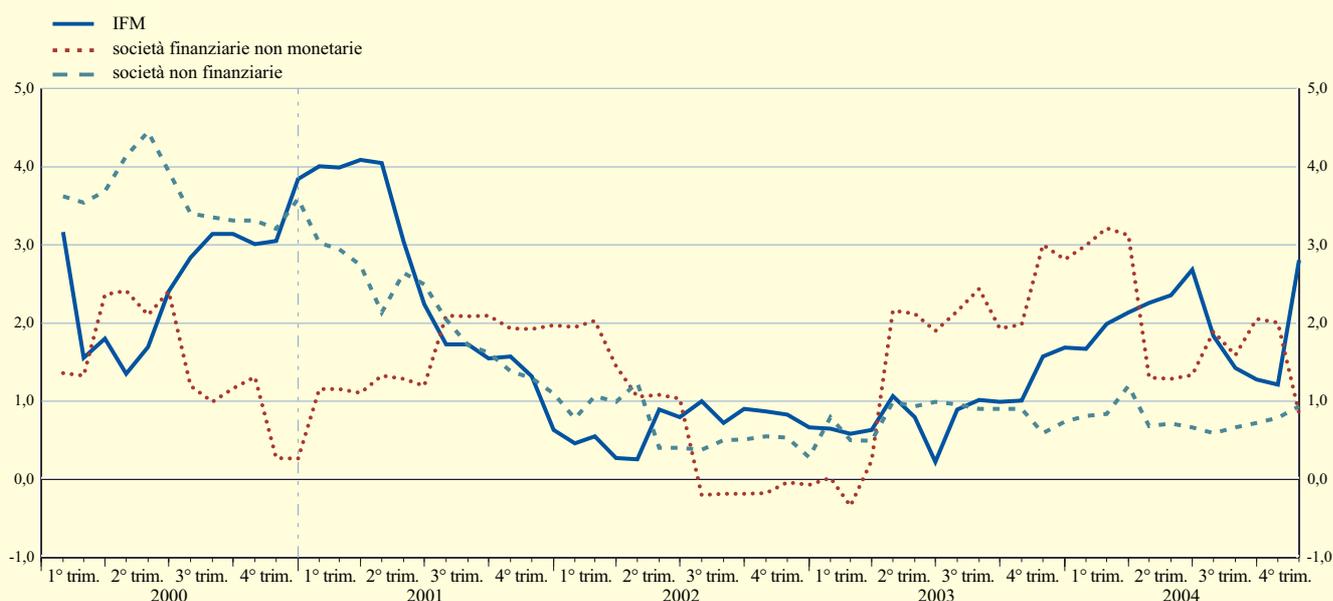
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 nov.	3.436,9	100,3	0,5	487,4	0,8	345,9	0,0	2.603,6	0,5
dic.	3.118,5	100,3	0,3	450,7	0,7	283,6	-0,1	2.384,2	0,3
2003 gen.	2.978,6	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2.291,7	0,8
feb.	2.885,2	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,3	2.189,1	0,5
mar.	2.763,7	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,5	0,5
apr.	3.113,1	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.350,0	1,0
mag.	3.145,8	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,8	0,9
giu.	3.256,3	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,5	1,0
lug.	3.366,6	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,8	1,0
ago.	3.413,5	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,6	0,9
set.	3.276,8	101,2	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,9	0,9
ott.	3.484,2	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,8	0,9
nov.	3.547,1	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,7	0,6
dic.	3.647,6	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,5	0,7
2004 gen.	3.788,7	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,3	0,8
feb.	3.852,2	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.890,0	0,8
mar.	3.766,7	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,8	1,2
apr.	3.748,6	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,2	0,7
mag.	3.688,0	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,4	0,7
giu.	3.790,3	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,9	0,7
lug.	3.680,0	102,1	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,7	0,6
ago.	3.673,9	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.758,3	0,7
set.	3.759,5	102,1	0,9	577,6	1,3	362,3	2,1	2.819,7	0,7
ott.	3.840,8	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.870,3	0,8
nov.	3.956,8	102,5	1,2	621,9	2,8	386,5	0,8	2.948,4	0,9

#### F17 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

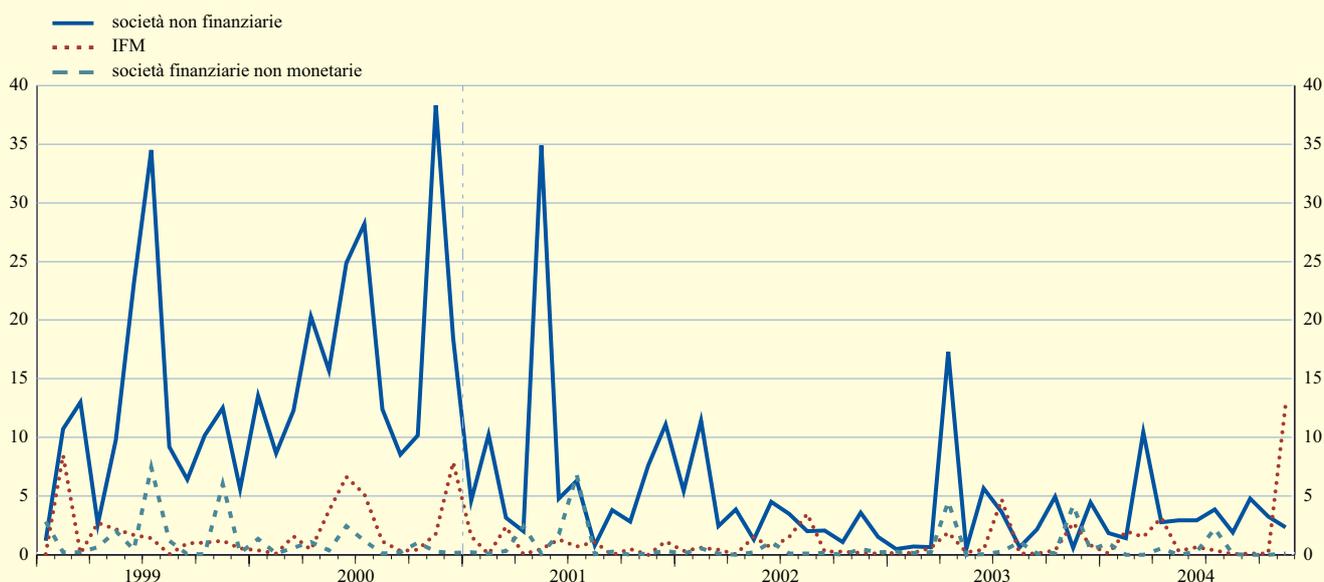
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie 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 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.	1,8	1,6	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	1,5	1,6	-0,1
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.	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
apr.	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
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	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
ago.	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
set.	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,5	-1,5	2,2	0,4	1,8
ott.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	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	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	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.	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
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	0,4	3,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,3	0,3	3,0
nov.	15,2	3,3	11,8	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,3	3,0	-0,7

#### F18 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

**4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro**  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

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

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2003 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		
nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,22	3,39	2,02		

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					oltre 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 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	6,64	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	4,82	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	4,87	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	7,37	6,87	8,34	7,98	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
nov.	9,47	7,42	6,84	8,23	7,96	3,45	4,07	4,66	4,58	4,08	3,96	4,89	4,82

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2003 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
nov.	5,37	4,03	4,79	4,55	2,95	3,35	4,32

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)

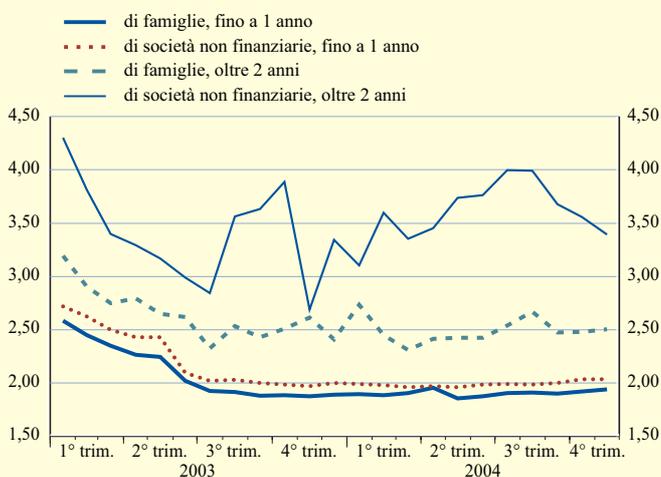
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	3,89	1,98
nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,85	2,00

### 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 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	4,53	4,88	8,04	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48	
nov.	4,67	4,52	4,86	7,93	6,99	5,82	4,41	3,95	4,48	

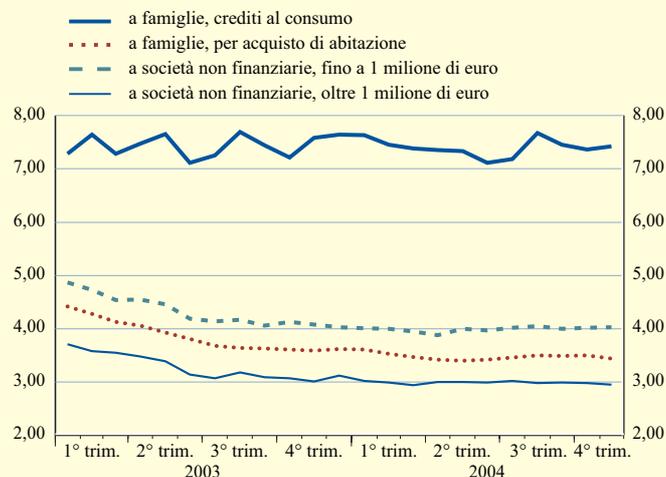
### F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



### F20 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

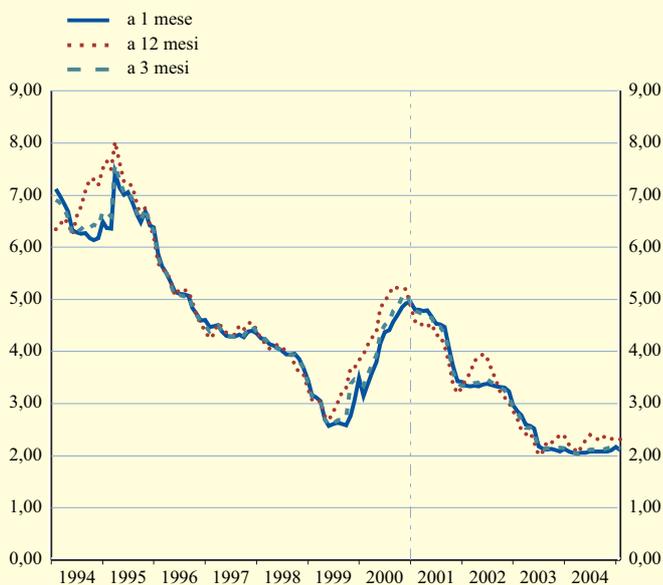
#### 4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 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
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
2005 gen.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05

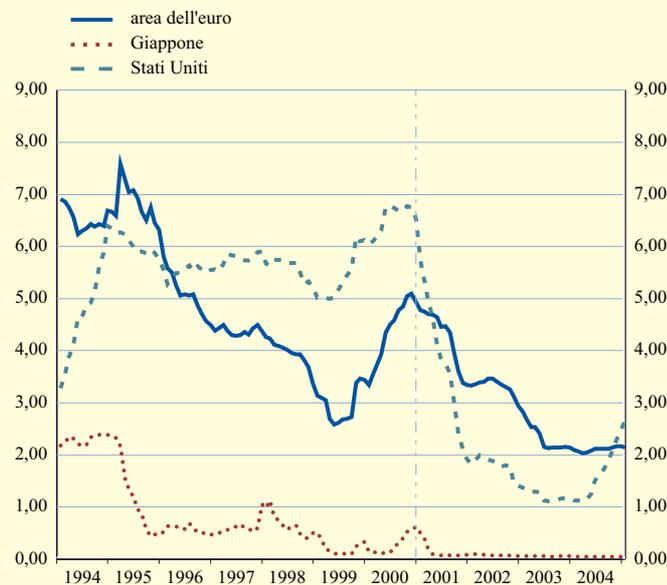
#### F21 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



#### F22 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.

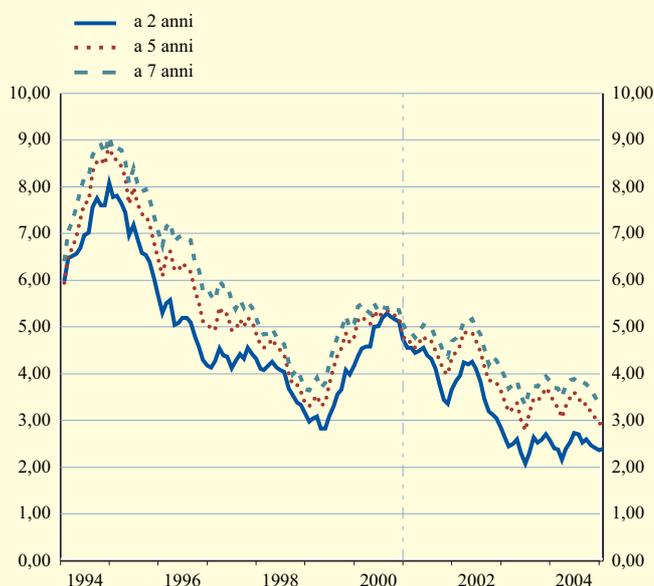
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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
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
2005 gen.	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37

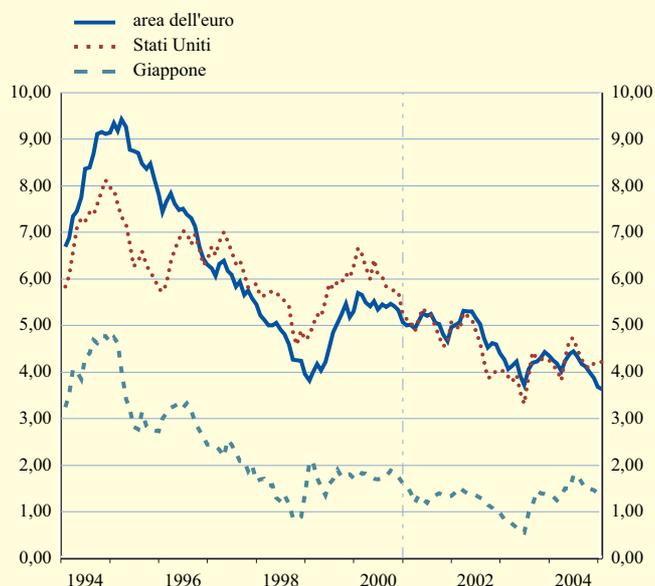
## F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



## F24 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



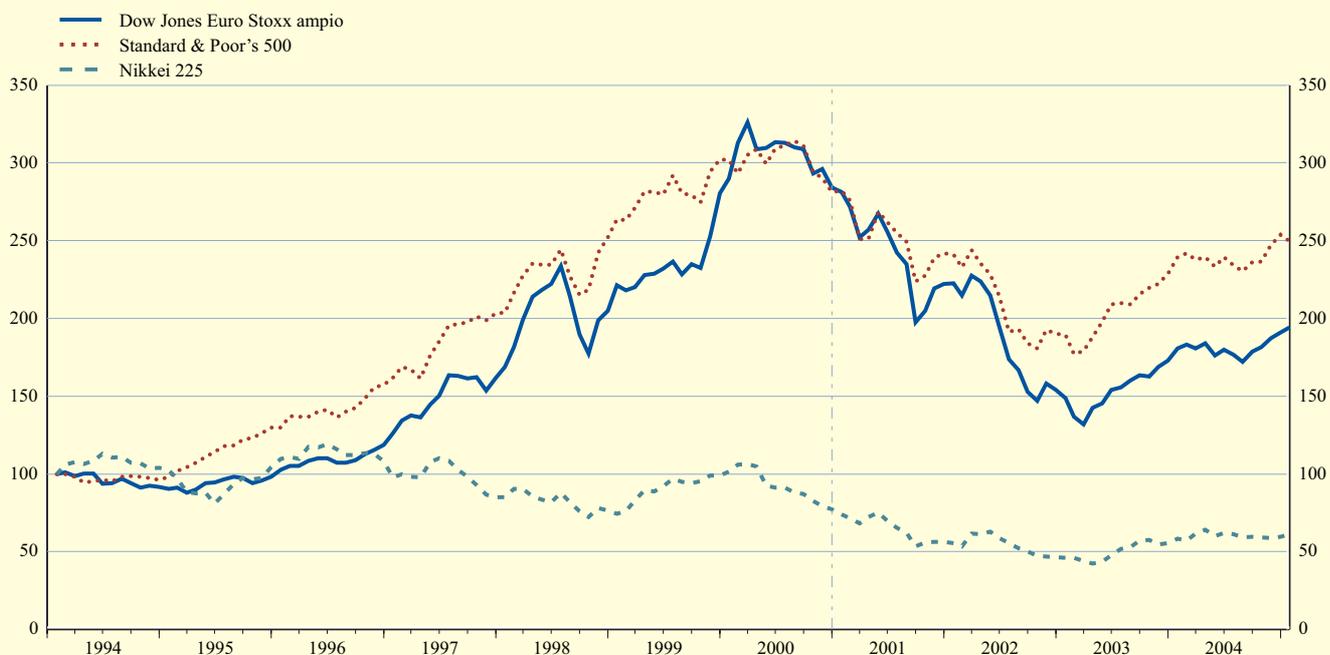
Fonte: BCE.

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

**4.8 Indici del mercato azionario**  
(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli 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
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
2005 gen.	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,2

**F25 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225**  
(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

## 5

## 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)

	Totale				Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
in perc. del totale <sup>1)</sup>	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
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	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2003 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
4° trim.	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,2	1,8	0,6
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	2,7	0,0	-0,1	0,3	0,1	-1,2	0,2
dic.	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,8	0,0	-1,8	0,2

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale <sup>1)</sup>	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
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
2004	2,3	3,4	0,7	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2003 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
4° trim.	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2004 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
dic.	2,0	3,2	0,1	2,0	0,8	6,9	2,6	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2004.

**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 <sup>1)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>2)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni <sup>3)</sup>	Industria manifatturiera			Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli				Totale al netto dell'energia		
in perc. del totale <sup>4)</sup>	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	105,7	2,3	1,9	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,7	.	2,5	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	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
4° trim.	107,2	3,8	2,7	5,5	1,1	1,2	1,1	1,2	8,1	.	4,0	22,9	1,3	34,5
2004 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	9,7	-	4,3	35,1	3,7	39,4
nov.	107,2	3,7	2,7	5,5	1,1	1,0	1,1	0,9	7,9	-	3,9	21,0	0,4	34,5
dic.	107,0	3,6	2,9	5,4	1,2	1,5	1,1	1,5	6,7	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	18,8	-2,0	33,6

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

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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.	112,7	2,2	2,3	2,0	2,4	2,2	2,2	2,2
3° trim.	113,2	1,9	2,0	1,8	1,9	2,4	1,9	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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>								
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	6,0	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	2,0	2,7	1,1	1,9	0,9
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
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 <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			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	2,7	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 <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
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) Includono 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 <sup>1)</sup>	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
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

	Totale		Industria escluse le costruzioni							Costruzioni	Industria manifatturiera	
	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici				
			Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
						Totale	Durevoli		Non durevoli			
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	2,0	-0,1	-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	0,4	2,0	1,3	0,9
2° trim.	3,3	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	102,5	2,8	2,9	3,0	5,1	0,6	-0,7	0,8	2,3	-0,3	3,1
2004 giu.	3,5	102,4	3,5	3,6	3,0	6,4	1,2	1,7	1,2	2,4	0,6	3,8
lug.	2,7	102,7	2,7	2,8	3,5	4,0	0,3	0,5	0,2	1,6	0,8	2,9
ago.	3,3	102,1	2,0	2,3	2,2	4,9	0,6	-1,0	0,8	1,3	1,2	2,6
set.	2,8	102,8	3,5	3,5	3,2	6,4	0,8	-1,6	1,3	3,9	-2,8	3,6
ott.	.	102,2	1,1	1,0	1,2	4,3	-1,1	-2,9	-0,8	-1,5	.	1,1
nov.	.	101,7	0,2	-0,6	0,6	0,3	-0,9	-4,3	-0,3	2,1	.	-0,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2004 giu.	-0,5	-	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-1,5	-0,2	0,1	0,8	-0,1
lug.	0,4	-	0,3	0,5	1,0	0,2	0,3	0,9	0,2	-0,1	0,7	0,4
ago.	-0,1	-	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	-2,7	-0,2	0,6	-1,5	-0,6
set.	-0,3	-	0,7	0,6	0,2	1,1	0,1	0,3	0,1	-0,1	-2,0	0,5
ott.	.	-	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-1,4	.	-0,7
nov.	.	-	-0,4	-0,8	-0,1	-1,7	-0,3	-1,2	-0,2	-0,4	.	-0,7

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia <sup>2)</sup> (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			
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,6	-2,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,7	0,8	101,0	-0,3	1,8	102,0	0,3	1,2	-0,4	-2,8	0,1	912	-1,5
2004	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	922	1,1
2004 1° trim.	101,4	4,5	103,9	2,5	1,1	102,3	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	911	0,9
2° trim.	108,1	12,2	105,9	6,3	1,1	102,2	0,0	-0,4	0,3	-0,3	2,3	928	3,0
3° trim.	105,7	7,5	106,5	5,7	0,9	102,0	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	904	-3,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	945	3,6
2004 lug.	105,5	5,1	106,1	2,4	1,2	102,5	0,6	0,4	0,8	1,1	2,1	911	-1,8
ago.	104,9	10,5	105,3	9,5	1,6	101,8	-0,1	-1,9	1,1	2,0	2,0	873	-9,5
set.	106,6	7,8	108,2	6,2	0,4	101,7	-0,3	-0,8	0,1	-0,7	1,2	928	-0,6
ott.	106,5	0,0	104,7	1,7	0,0	102,0	-0,7	-1,1	-0,5	-1,9	0,6	949	3,9
nov.	108,2	12,2	108,0	8,1	1,0	101,8	0,2	-0,2	0,3	2,7	0,6	955	4,8
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	930	1,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 lug.	-	-0,9	-	-2,2	-0,3	-	-0,3	0,2	-0,6	-0,1	-0,7	-	-1,9
ago.	-	-0,5	-	-0,8	-0,1	-	-0,8	-1,3	-0,5	-1,7	-0,6	-	-4,2
set.	-	1,6	-	2,8	-0,4	-	-0,1	0,3	-0,1	-1,4	0,2	-	6,3
ott.	-	-0,2	-	-3,2	0,2	-	0,3	0,2	0,2	1,2	-0,2	-	2,3
nov.	-	1,6	-	3,2	0,3	-	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-0,6	-	0,7
dic.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-2,6

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,4	-14	-4	-14	30	-8
2003 4° trim.	97,6	-8	-22	9	8	81,0	-16	-5	-17	34	-9
2004 1° trim.	98,6	-7	-21	10	10	80,7	-14	-4	-13	30	-9
2° trim.	99,9	-5	-17	8	10	81,2	-14	-3	-15	32	-8
3° trim.	100,6	-4	-12	7	9	81,8	-14	-4	-14	29	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	10	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2004 ago.	100,9	-4	-13	7	8	-	-14	-4	-14	30	-8
set.	100,9	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
ott.	101,5	-3	-11	7	11	82,0	-13	-4	-13	29	-8
nov.	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
dic.	100,2	-4	-12	9	9	-	-13	-3	-13	29	-6
2005 gen.	100,6	-5	-11	9	7	82,0	-13	-3	-13	28	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2003 4° trim.	-19	-27	-11	-8	-12	15	3	11	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	11	6	12	17
3° trim.	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
4° trim.	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2004 ago.	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	13	9	12	17
set.	-15	-22	-9	-9	-11	16	0	11	6	9	20
ott.	-14	-23	-5	-7	-13	14	7	12	9	12	17
nov.	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
dic.	-13	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	14
2005 gen.	-14	-20	-8	-6	-8	11	1	13	12	8	17

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 <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	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 <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,3		21,7		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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
2004	12,701	8,9	9,985	7,9	2,716	17,1	6,354	7,9	6,347	10,2
2003 4° trim.	12,673	8,9	9,959	7,9	2,714	17,2	6,340	7,9	6,333	10,2
2004 1° trim.	12,748	9,0	10,051	8,0	2,697	17,0	6,341	7,9	6,407	10,3
2° trim.	12,609	8,8	9,877	7,8	2,733	17,2	6,335	7,9	6,274	10,1
3° trim.	12,644	8,9	9,910	7,8	2,734	17,2	6,347	7,9	6,297	10,1
4° trim.	12,641	8,8	9,900	7,8	2,741	17,3	6,345	7,9	6,296	10,1
2004 lug.	12,624	8,8	9,900	7,8	2,724	17,2	6,337	7,9	6,288	10,1
ago.	12,653	8,9	9,914	7,8	2,739	17,2	6,351	7,9	6,302	10,1
set.	12,656	8,9	9,916	7,8	2,740	17,2	6,354	7,9	6,302	10,1
ott.	12,622	8,8	9,888	7,8	2,734	17,2	6,340	7,9	6,282	10,1
nov.	12,636	8,8	9,897	7,8	2,739	17,2	6,341	7,9	6,295	10,1
dic.	12,664	8,9	9,916	7,8	2,748	17,3	6,354	7,9	6,310	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) Occupazione nel 2003; disoccupazione nel 2004.

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

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

# 6

## FINANZA PUBBLICA

### 6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
												A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	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 (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 <sup>1)</sup>**

(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 <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						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 <sup>4)</sup>				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 <sup>5)</sup>	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 sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da Amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle Amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

## 6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo – debito <sup>9)</sup>												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro <sup>11)</sup>	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli <sup>10)</sup>	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: entrate trimestrali**

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
							Sussidi						
	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.

# 7

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

### 7.1 Bilancia dei pagamenti

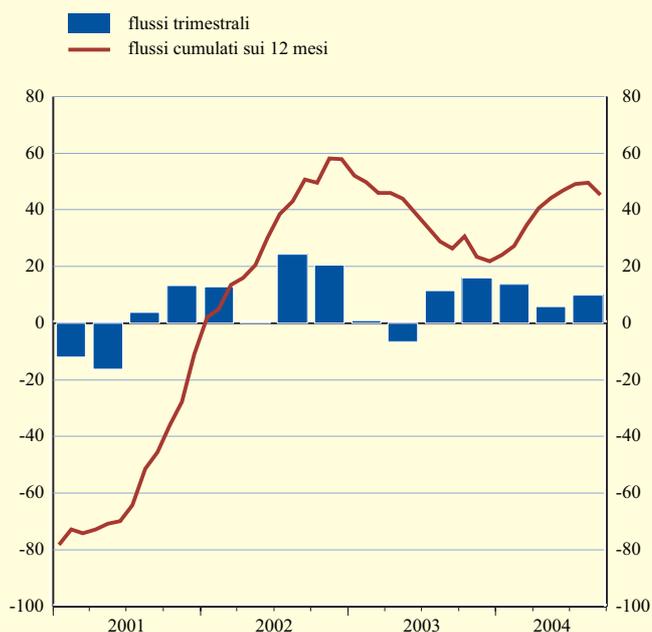
(miliardi di euro; transazioni nette)

#### 1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-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.	5,8	31,5	9,6	-18,9	-16,4	4,0	9,9	-0,2	-12,9	21,7	-0,4	-5,7	-2,8	-9,7
3° trim.	9,9	24,6	8,1	-5,1	-17,6	4,1	14,0	-4,1	5,3	3,6	-4,4	-11,9	3,4	-9,9
2003 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	9,8	1,8	-7,8	-4,0	0,8	0,6	-17,5	-1,9	-7,6	-1,1	-4,3	-2,7	17,0
mag.	1,6	10,2	4,0	-6,6	-5,8	2,3	4,0	11,4	0,0	-0,5	-0,8	12,1	0,7	-15,4
giu.	4,4	11,6	3,8	-4,4	-6,5	0,9	5,3	6,0	-11,0	29,8	1,5	-13,5	-0,8	-11,3
lug.	4,6	13,8	3,0	-6,0	-6,2	1,4	6,0	-18,1	-4,5	-41,4	-0,8	28,5	0,2	12,1
ago.	3,8	5,8	2,2	1,0	-5,2	1,6	5,4	5,1	7,3	1,1	-6,4	-0,6	3,7	-10,5
set.	1,5	5,0	2,9	-0,2	-6,2	1,1	2,6	8,9	2,5	43,9	2,8	-39,8	-0,5	-11,5
ott.	1,2	7,7	2,4	-3,3	-5,6	0,6	1,8	-21,5	-11,6	6,2	-3,3	-13,8	0,9	19,7
nov.	3,2	6,1	0,4	1,4	-4,6	1,0	4,2	30,5	-0,1	-10,5	1,2	39,9	-0,1	-34,7
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 nov.	39,9	106,9	22,9	-35,9	-54,0	18,4	58,3	-30,1	-51,9	-9,4	-6,6	19,6	18,1	-28,2

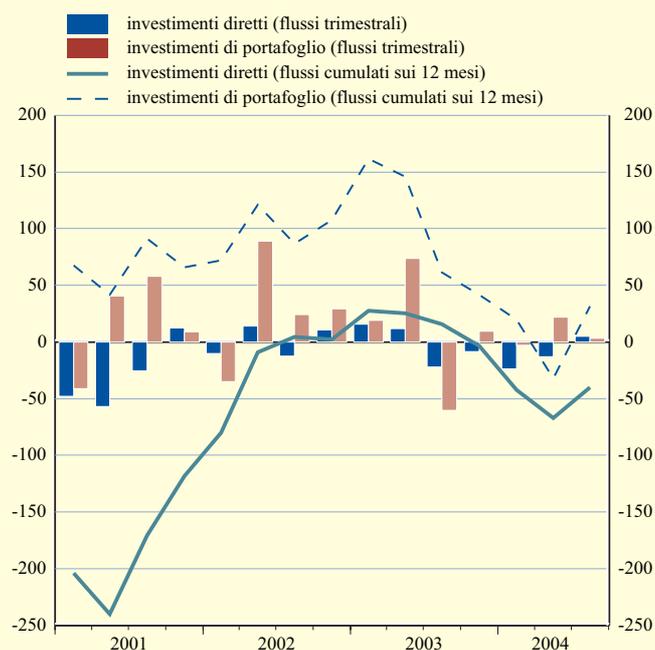
#### F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



#### F27 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

### 2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
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.	454,2	448,4	5,8	285,7	254,2	88,8	79,2	64,2	83,1	15,5	31,9	5,3	1,3
3° trim.	448,8	438,9	9,9	280,5	255,9	94,6	86,5	57,9	63,0	15,9	33,5	5,6	1,5
2004 set.	151,9	150,4	1,5	95,8	90,8	30,9	28,0	20,0	20,2	5,1	11,4	1,7	0,6
ott.	152,1	150,9	1,2	100,1	92,4	29,1	26,7	18,8	22,0	4,2	9,8	1,0	0,4
nov.	151,9	148,7	3,2	101,3	95,2	26,4	26,0	18,7	17,3	5,5	10,1	1,4	0,4
Dati destagionalizzati													
2003 3° trim.	418,7	412,0	6,7	260,7	228,9	80,9	78,0	58,1	68,4	19,0	36,7	-	-
4° trim.	423,7	413,8	9,8	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,3	32,8	-	-
2004 1° trim.	434,8	419,3	15,5	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	36,0	-	-
2° trim.	453,2	438,0	15,3	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,5	32,1	-	-
3° trim.	452,1	448,5	3,6	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	19,8	34,7	-	-
2004 mar.	144,9	139,8	5,1	89,7	77,8	27,7	26,3	20,5	23,5	6,9	12,1	-	-
apr.	150,5	142,3	8,2	93,9	82,4	28,9	27,0	21,0	24,0	6,6	8,9	-	-
mag.	151,3	146,5	4,7	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,7	-	-
giu.	151,5	149,1	2,4	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,6	-	-
lug.	149,6	147,3	2,3	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	-	-
ago.	151,7	149,8	1,9	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,8	-	-
set.	150,8	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	-	-
ott.	151,6	150,3	1,4	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,6	-	-
nov.	150,0	149,5	0,4	95,8	90,0	27,6	26,9	20,2	22,1	6,4	10,6	-	-

### F28 Conto dei beni

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



### F29 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 dei redditi

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti 13	Debiti 14
					Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12		
2001	14,7	6,0	256,0	297,3	43,4	38,8	10,4	10,1	18,0	45,1	67,1	72,0	117,1	131,5
2002	14,8	6,2	224,8	271,9	47,2	48,7	8,2	7,1	19,8	52,3	66,2	70,4	83,4	93,4
2003	14,7	6,2	212,9	266,2	48,9	53,4	10,6	9,7	19,0	49,8	64,7	77,4	69,8	76,0
2003 3° trim.	3,7	1,7	51,6	63,6	11,7	14,4	2,4	1,8	4,6	10,3	16,7	20,5	16,1	16,6
4° trim.	3,9	1,6	54,1	62,6	13,7	13,0	3,1	3,2	4,7	9,7	16,8	17,2	15,8	19,6
2004 1° trim.	3,7	1,3	53,0	63,3	12,0	12,6	3,1	2,4	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6
2° trim.	3,7	1,6	60,5	81,5	18,0	17,4	3,0	2,5	8,5	26,5	15,9	17,7	15,1	17,3
3° trim.	3,8	1,8	54,1	61,3	14,1	13,1	2,6	2,3	6,8	12,8	16,0	17,0	14,5	16,1

### 4. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale 1	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale 8	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale 2	IFM escluso l'euro-sistema 3	Non IFM 4	Totale 5	IFM escluso l'euro-sistema 6	Non IFM 7		Totale 9	IFM escluso l'euro-sistema 10	Non IFM 11	Totale 12	IFM escluso l'euro-sistema 13	Non IFM 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
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.	-28,6	-24,9	-3,6	-21,3	-3,7	0,0	-3,7	15,6	11,1	0,6	10,5	4,5	0,8	3,8
3° trim.	-12,2	-22,4	-1,1	-21,3	10,1	0,0	10,1	17,5	15,8	1,5	14,3	1,7	0,4	1,3
2003 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.	-15,1	-7,3	-0,4	-6,9	-7,8	0,1	-7,9	13,2	8,3	0,2	8,1	4,9	0,0	4,8
mag.	-2,3	-5,7	0,0	-5,7	3,5	0,0	3,5	2,2	3,4	0,3	3,1	-1,2	0,3	-1,5
giu.	-11,2	-11,9	-3,2	-8,7	0,7	0,0	0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,7	0,8	0,4	0,5
lug.	-17,5	-14,7	0,1	-14,8	-2,8	0,0	-2,8	13,0	11,2	0,2	11,1	1,7	-0,1	1,8
ago.	10,4	-5,9	0,2	-6,1	16,3	0,0	16,2	-3,0	-2,2	0,4	-2,5	-0,9	0,0	-0,9
set.	-5,1	-1,8	-1,3	-0,5	-3,3	0,0	-3,3	7,5	6,7	1,0	5,7	0,9	0,5	0,4
ott.	-25,5	-15,6	0,2	-15,7	-9,9	0,0	-9,9	13,9	4,9	0,2	4,7	9,0	0,0	9,0
nov.	-11,9	-13,4	-13,0	-0,4	1,6	0,1	1,5	11,7	5,6	0,1	5,5	6,1	0,4	5,8

Fonte: BCE.

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

**5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore**

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				Passività
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche	
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	232,5	0,2	-67,1	-89,6	-1,2	113,3	-2,4	-40,7	17,3	-0,1	4,1
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	85,5	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	157,2	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	41,9
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	117,5	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	188,7	0,2	-41,3	11,2	0,4	12,4
2003 3° trim.	-0,1	-6,2	-12,3	-0,8	27,3	-1,4	-8,4	-33,3	-0,4	-9,9	0,1	-1,0	-3,6	-0,1	-11,6
4° trim.	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	45,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	33,4	-0,2	-13,1	1,3	1,3	-5,6
2004 1° trim.	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	24,5	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	42,1	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	22,7
2° trim.	0,0	-12,4	-3,6	-0,7	-4,8	0,3	-10,7	-17,8	-0,2	80,2	0,1	-5,0	-3,4	-2,4	-1,0
3° trim.	0,0	-2,5	-3,0	-0,6	38,9	0,7	-23,0	-15,2	-0,2	33,5	0,0	-14,7	-3,5	-0,6	-7,4
2003 nov. dic.	0,0 0,0	1,4 -0,3	-5,0 -6,9	- -	11,1 12,0	0,0 0,0	-8,4 2,8	-7,4 -1,6	- -	12,5 -5,7	-0,1 0,0	-2,7 -6,4	1,1 2,3	- -	-0,6 -23,5
2004 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago. set. ott. nov.	0,0 0,1 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0	-3,4 -3,1 0,5 -1,0 -1,8 -9,7 -8,9 -4,2 10,6 -2,9 -10,8	-6,8 -6,7 -11,4 2,6 0,5 -6,8 0,2 -7,3 4,0 -3,3 -6,2	- - - - - - - - - - -	1,5 20,5 2,5 -20,1 0,8 14,4 10,6 15,7 12,6 16,3 21,0	0,0 0,0 -0,4 0,2 0,1 0,0 -0,3 0,4 0,6 0,3 0,4	-13,0 -1,6 -11,6 -2,8 -7,3 -0,5 -12,9 -12,0 1,9 -13,6 -9,9	-6,3 -1,4 -12,5 -5,8 -7,4 -4,6 0,8 -0,4 -15,6 -5,1 -6,6	- - - - - - - - - - -	25,8 11,0 5,3 38,0 15,3 26,9 -11,3 6,2 38,5 15,6 18,8	0,1 -0,2 0,0 0,0 -0,2 0,3 0,3 -0,2 -0,1 -0,1 0,2	-15,5 -5,5 10,4 -15,3 2,6 7,6 -19,1 -3,5 7,9 1,2 -13,2	-2,3 -0,4 -1,1 -3,9 0,7 -0,3 2,0 -0,9 -4,6 -3,9 0,9	- - - - - - - - - - -	10,7 0,8 11,2 0,5 -3,8 2,3 -2,7 7,3 -12,0 1,8 -5,0

**6. Altri investimenti per settore**

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Banconote, monete e depositi	
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.	-23,8	18,1	0,9	1,6	-4,8	-4,7	3,1	-5,5	22,3	-2,4	6,8	-3,1	15,5	-14,4	4,5	-8,8
3° trim.	-19,9	7,9	-1,5	3,2	0,4	-0,2	2,2	-24,1	6,6	-7,8	-5,7	-16,3	12,3	5,4	-10,3	-4,1
2003 nov. dic.	-36,8 10,4	36,0 2,2	0,4 -0,9	-2,8 1,3	1,2 0,8	- -	1,5 -4,0	-34,6 3,9	28,0 0,2	-5,9 -4,8	10,0 10,2	-28,7 8,7	18,0 -9,9	-3,8 6,6	- -	9,4 4,6
2004 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago. set. ott. nov.	-68,9 -28,8 -84,3 -52,5 10,3 18,5 55,7 -32,2 -43,4 -15,2 -67,1	67,8 14,6 98,1 48,3 1,8 -32,0 -27,3 31,6 3,7 1,4 107,1	-0,5 -0,4 0,2 0,6 -0,1 0,5 -0,3 -0,2 -1,0 0,1 0,5	2,6 -4,3 0,5 0,6 -0,3 1,3 1,5 0,2 1,5 1,1 2,0	-0,3 0,4 -0,7 -1,4 -1,2 -0,2 -0,3 -0,2 0,9 2,0 -0,8	-0,3 0,3 -0,5 -0,3 0,5 2,9 -0,4 0,1 0,7 0,3 -0,7	-4,6 -2,3 -1,5 -0,3 0,5 2,9 -0,4 0,1 2,6 0,3 -0,4	-62,6 -23,8 -69,7 -50,5 17,6 27,4 46,0 -31,4 -38,7 -9,9 -60,1	76,4 16,6 65,5 54,3 10,4 42,5 -12,7 18,9 0,4 -9,8 97,0	-1,3 -5,5 -3,7 -6,3 3,6 0,4 3,1 -5,8 -5,2 7,4 -0,9	4,3 -0,6 -3,2 0,4 3,6 2,7 -7,8 2,4 -0,2 5,5 2,9	-61,3 -18,3 -66,0 -44,1 14,0 27,0 42,9 -25,6 -33,5 -17,3 -59,3	72,1 17,2 68,7 53,9 6,8 -45,2 -4,9 16,5 0,6 -6,3 94,1	-5,5 -5,1 -14,1 -1,2 -7,0 -6,2 10,3 -0,4 -4,6 -7,4 -6,6	-4,1 -5,0 -10,8 3,0 4,5 -3,1 1,7 -2,3 -9,7 -1,8 0,1	-6,7 2,6 33,7 -6,4 -8,8 6,4 -15,7 12,5 -0,9 0,8 8,5

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

### 7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche								
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		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 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	-4,4	0,4	-4,7	-0,5	0,0	2,8	0,2	
3° trim.	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,0	2,1	0,1	

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori								
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		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 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.	-4,8	-0,6	22,3	0,0	-3,2	-10,3	-14,7	4,5	-0,9	1,6	-8,4	-2,0	
3° trim.	-22,4	-1,7	5,1	1,5	1,8	4,4	14,7	-10,3	-0,8	0,0	-6,6	2,5	

### 8. Riserve ufficiali

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera						Altre attività	
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
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 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.	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
3° trim.	3,4	0,0	-0,1	1,5	2,0	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

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

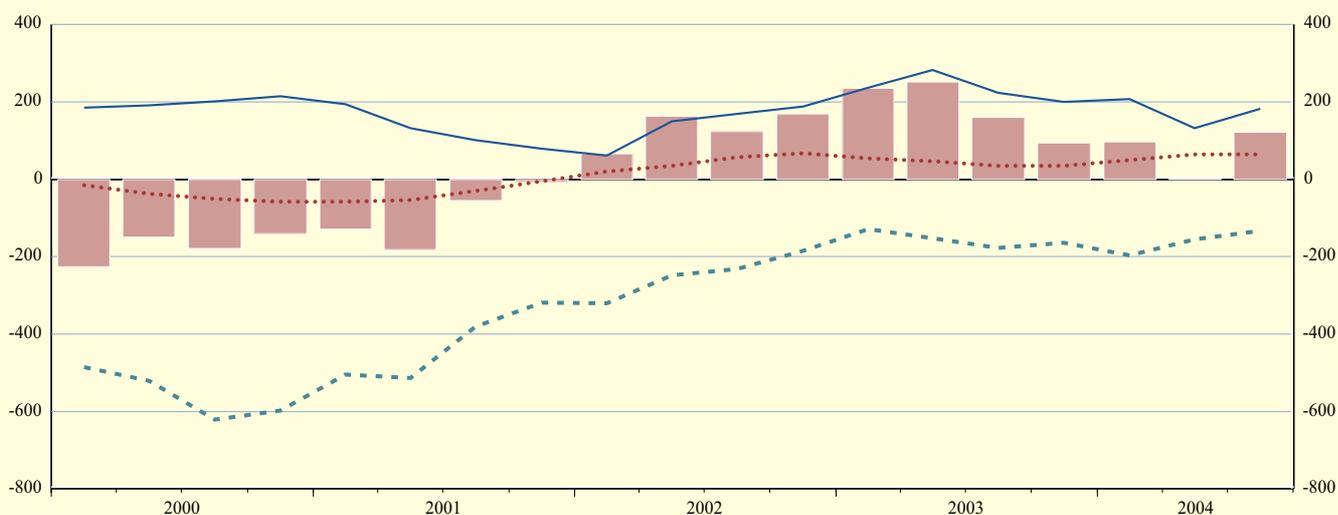
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											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 diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>1)</sup>	Titoli di debito <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-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	93,5
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	-56,6
4° trim.	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,5	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,5	20,3
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	37,6
2° trim.	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,1	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,5
3° trim.	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,0
2003 nov.	4,0	2,0	3,7	-11,4	11,1	9,9	-2,6	10,9	0,6	-15,7	12,6	18,3
dic.	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,2	-30,3	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,2	-9,5
2004 gen.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,6	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,6	22,2
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	6,9
apr.	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	6,2
mag.	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,0
giu.	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,1	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,5	14,3
lug.	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,4	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,2	-0,8
ago.	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,4	14,5	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,0	30,1
set.	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,1	35,8	-3,7	1,7	2,8	-11,5	31,0	34,7
ott.	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,4	-5,4	1,1	-3,3	19,7	19,1	19,6
nov.	4,2	1,1	11,3	-11,9	25,0	11,2	-7,5	8,1	1,2	-34,7	8,1	9,5
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2004 nov.	58,3	-104,5	73,4	-126,0	94,3	158,4	-44,2	25,4	-6,6	-28,2	100,3	121,7

## F30 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 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro (miliardi di euro)

### 1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
<b>Conto corrente</b>	1.767,5	654,5	35,3	57,3	354,5	148,9	58,5	23,2	46,9	121,0	298,9	623,1
Beni	1.104,1	383,6	24,3	39,7	197,2	122,2	0,2	14,1	32,5	62,1	167,3	444,5
Servizi	344,4	126,3	6,9	9,8	89,7	15,7	4,3	4,2	9,9	34,4	69,7	99,8
Redditi	236,7	83,9	3,8	7,3	58,2	9,8	4,8	4,4	4,1	18,9	54,8	70,5
di cui: redditi da capitale	221,6	79,3	3,7	7,2	56,9	9,7	1,8	4,3	4,1	12,7	53,0	68,3
Trasferimenti correnti	82,3	60,6	0,4	0,5	9,4	1,2	49,2	0,4	0,3	5,6	7,1	8,3
<b>Conto capitale</b>	25,3	22,8	0,0	0,0	0,6	0,1	22,1	0,0	0,0	0,4	1,2	0,9
Debiti												
<b>Conto corrente</b>	1.722,3	584,2	33,3	54,4	287,9	126,8	81,7	18,2	81,2	115,6	255,0	668,1
Beni	989,6	301,4	23,5	37,3	137,9	102,7	0,0	8,5	50,3	50,2	107,2	472,0
Servizi	321,6	99,4	6,1	7,7	66,9	18,5	0,2	4,6	7,0	28,3	74,0	108,4
Redditi	275,0	94,9	3,4	8,7	75,2	4,0	3,6	3,6	23,6	32,2	64,2	56,5
di cui: redditi da capitale	268,7	91,7	3,4	8,6	74,3	2,0	3,6	3,5	23,5	31,7	63,4	55,0
Trasferimenti correnti	136,1	88,5	0,3	0,7	7,9	1,5	78,0	1,5	0,3	5,0	9,6	31,2
<b>Conto capitale</b>	6,2	1,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
Saldo												
<b>Conto corrente</b>	45,3	70,3	2,0	2,9	66,5	22,2	-23,2	5,0	-34,4	5,4	43,9	-45,0
Beni	114,6	82,2	0,8	2,4	59,3	19,5	0,2	5,7	-17,8	11,8	60,1	-27,4
Servizi	22,8	26,9	0,8	2,0	22,8	-2,8	4,1	-0,4	2,9	6,1	-4,2	-8,6
Redditi	-38,3	-10,9	0,4	-1,3	-17,0	5,8	1,2	0,8	-19,5	-13,3	-9,4	13,9
di cui: redditi da capitale	-47,1	-12,5	0,3	-1,4	-17,4	7,7	-1,7	0,9	-19,4	-19,0	-10,3	13,3
Trasferimenti correnti	-53,8	-27,9	0,0	-0,2	1,4	-0,3	-28,8	-1,1	-0,1	0,6	-2,5	-22,8
<b>Conto capitale</b>	19,2	21,8	0,0	0,0	0,3	-0,1	21,7	0,0	0,0	0,2	0,8	-3,6

### 2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti diretti</b>	-39,9	-31,4	0,9	-1,9	-29,0	-1,5	0,1	4,7	-6,4	14,8	10,4	-5,7	-26,3
All'estero	-100,2	-48,3	-0,7	-5,8	-38,8	-3,1	0,0	1,2	-9,1	4,0	-0,5	-19,6	-28,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-87,8	-38,2	-2,1	-6,2	-22,6	-7,3	0,0	0,8	-5,2	3,1	-18,7	-12,9	-16,7
Debito	-12,3	-10,1	1,5	0,4	-16,2	4,2	0,0	0,4	-3,8	1,0	18,2	-6,7	-11,3
Nell'area dell'euro	60,2	16,9	1,6	3,9	9,8	1,6	0,1	3,4	2,7	10,8	10,9	13,9	1,7
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	74,6	37,0	1,5	1,9	33,2	0,3	0,1	2,8	1,9	9,6	13,1	10,6	-0,4
Debito	-14,4	-20,0	0,1	2,0	-23,4	1,3	0,0	0,6	0,7	1,2	-2,2	3,3	2,1

Fonte: BCE.

**7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro**  
(miliardi di euro)

**3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento**
*(transazioni cumulate)*

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-270,3	-102,4	-0,4	-9,8	-73,8	-12,9	-5,5	-7,1	-36,1	-0,3	-60,3	-20,2	-44,0
Azioni e altre partecipazioni	-77,9	-8,5	2,1	-1,4	-7,8	-1,1	-0,1	-2,4	-17,7	0,6	-16,6	-13,0	-20,4
Titoli di debito	-192,4	-93,9	-2,5	-8,4	-66,0	-11,8	-5,3	-4,7	-18,4	-0,9	-43,6	-7,2	-23,6
Obbligazioni e notes	-139,2	-69,1	-0,3	-5,6	-48,1	-9,3	-5,7	-4,4	-7,6	-0,8	-38,4	2,5	-21,5
Strumenti di mercato monetario	-53,2	-24,9	-2,1	-2,8	-17,8	-2,4	0,3	-0,3	-10,8	-0,1	-5,3	-9,6	-2,1

**4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore**
*(transazioni cumulate)*

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	-37,1	-76,5	-0,3	-15,6	-69,2	-0,6	9,2	0,6	8,5	2,6	36,3	-43,8	2,2	33,0
Attività	-304,7	-239,4	-7,8	-17,4	-202,2	-12,3	0,3	-0,9	-1,1	-2,3	-18,4	-36,5	-4,0	-2,1
Amministrazioni pubbliche	-1,9	-2,5	0,0	0,0	-2,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	-1,6	1,7
IFM	-259,0	-199,7	-5,8	-13,7	-168,5	-12,2	0,4	-0,2	-2,6	-0,6	-29,7	-19,3	-2,2	-4,5
Altri settori	-43,9	-37,2	-2,0	-3,7	-31,1	-0,3	-0,1	-0,6	1,5	-1,8	10,8	-17,1	-0,1	0,7
Passività	267,6	162,9	7,5	1,8	133,0	11,7	8,9	1,5	9,6	4,9	54,7	-7,3	6,2	35,1
Amministrazioni pubbliche	-5,7	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-0,7	-0,5	0,7	0,0	0,2	0,7
IFM	244,2	158,1	7,4	0,5	129,5	9,8	11,0	1,1	7,1	1,0	40,3	-6,2	6,2	36,5
Altri settori	29,1	10,8	0,1	1,2	3,5	1,9	4,0	0,4	3,2	4,5	13,7	-1,2	-0,2	-2,1

**5. Posizione patrimoniale verso l'estero**
*(consistenze di fine periodo)*

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Investimenti diretti</b>	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
All'estero	2.110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Debito	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
Nell'area dell'euro	2.030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Debito	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	2.607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Azioni e altre partecipazioni	1.054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Titoli di debito	1.552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Obbligazioni e notes	1.317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Strumenti di mercato monetario	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
<b>Altri investimenti</b>	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
Attività	2.587,3	1.240,7	49,9	49,1	1.064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
Amministrazioni pubbliche	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
IFM	1.768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Altri settori	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
Passività	2.902,1	1.317,2	16,3	31,0	1.041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
Amministrazioni pubbliche	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
IFM	2.333,1	1.012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Altri settori	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Fonte: BCE.

## 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
<i>Posizione patrimoniale netta verso l'estero</i>							
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
<i>Attività</i>							
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
<i>quota percentuale del totale delle attività</i>							
2003	100,0	-	27,2	33,6	2,0	33,3	3,9
<i>Passività</i>							
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	-
<i>quota percentuale del totale delle passività</i>							
2003	100,0	-	23,8	40,2	1,9	34,0	-

### 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

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

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				Passività
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
			Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2000	0,5	43,6	5,7	1.105,2	1.620,1	3,1	335,3	5,7	704,4	1.372,7	0,5	87,5	0,1	36,2	167,5
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4

Fonte: BCE.

## 7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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		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	
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

### 5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	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	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 1° trim.	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
2° trim.	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
2004 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
dic.	279,6	125,4	389,998	3,9	18,6	131,6	11,5	25,5	94,6	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-12,8
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																
2002	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	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 1° trim.	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
2° trim.	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
2004 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
dic.	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,3

Fonte: BCE.

## 7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale	Totale			Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2000	21,7	29,5	1.002,2	492,4	216,3	262,8	875,3	1.023,4	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	1.014,3	579,0	178,8	228,4	740,6	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,5	227,8	309,4	948,8	984,4	559,3	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,4	500,9	222,8	300,3	924,3	987,9	553,8	164,1	240,8	714,9	109,1
2003 2° trim.	-5,7	-2,5	257,4	122,9	53,1	72,7	226,0	243,8	135,9	40,3	59,8	178,3	25,3
3° trim.	-2,2	-1,0	265,3	125,8	56,5	75,5	232,9	243,6	135,7	39,9	60,4	176,9	26,8
4° trim.	-0,4	1,5	269,8	125,7	57,6	76,3	232,8	250,1	138,8	41,9	61,5	180,3	27,0
2004 1° trim.	4,6	-0,3	277,4	130,6	58,5	75,7	241,1	250,6	137,1	41,4	62,1	181,8	26,1
2° trim.	11,7	8,6	286,1	134,4	59,5	78,5	245,6	262,3	145,2	44,3	62,0	185,9	29,1
3° trim.	8,6	13,6	288,5	136,3	60,3	78,3	249,5	276,1	154,4	44,3	63,5	193,8	35,4
2004 giu.	16,1	15,1	95,7	44,9	19,8	26,5	81,8	88,7	49,6	14,5	20,6	61,9	10,7
lug.	7,5	8,5	95,8	45,4	20,1	25,8	83,2	90,6	50,5	14,2	20,7	64,0	10,8
ago.	13,0	19,7	96,5	45,9	20,0	26,3	82,9	93,3	52,1	15,1	21,5	64,8	12,1
set.	6,1	13,5	96,1	45,1	20,2	26,2	83,3	92,3	51,9	15,1	21,3	65,0	12,5
ott.	2,8	6,9	96,0	45,2	20,5	25,8	82,6	92,5	51,1	15,6	21,8	65,7	12,4
nov.	14,9	18,6	98,4	45,8	20,5	27,0	84,9	95,6	52,9	15,6	22,3	67,6	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	102,1	108,5	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	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,9	109,3	101,8	100,5	95,2	110,5	100,1	104,9
2003 2° trim.	-1,9	2,9	106,2	104,2	103,0	111,6	107,0	101,7	100,5	94,3	109,8	100,1	104,5
3° trim.	0,8	2,4	109,7	106,9	110,2	116,0	110,7	101,3	99,9	93,1	111,5	99,6	109,6
4° trim.	3,0	5,5	112,1	107,3	112,2	117,2	111,2	104,1	102,0	97,6	113,5	101,7	106,1
2004 1° trim.	7,4	4,5	115,7	112,0	115,3	116,8	115,6	105,0	100,7	98,4	115,7	103,3	100,8
2° trim.	11,2	5,5	117,6	113,4	116,2	119,5	116,4	106,2	101,3	104,0	115,0	104,0	99,8
3° trim.	7,2	7,6	117,8	113,9	117,2	119,4	117,8	108,7	103,1	103,9	116,7	107,2	111,2
2004 giu.	14,3	9,2	117,4	113,1	115,7	120,7	115,8	106,0	101,8	101,3	113,8	103,2	104,0
lug.	6,3	2,3	117,5	113,8	117,9	117,7	118,0	107,2	101,9	98,2	113,5	105,7	105,7
ago.	10,9	13,3	117,9	114,6	116,0	120,4	117,3	110,1	103,6	107,0	118,5	107,7	111,2
set.	5,2	8,0	118,1	113,4	117,7	120,2	118,1	108,9	103,8	106,6	118,2	108,1	116,6
ott.	2,3	-0,4	118,7	113,8	120,0	119,0	118,1	108,0	99,4	110,9	122,6	109,8	102,4
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,2	96,6	93,7	91,5	93,6	98,7	95,8	78,7
3° trim.	-3,0	-3,3	96,5	95,6	94,8	99,1	96,2	94,0	91,9	93,9	98,2	95,5	79,7
4° trim.	-3,3	-3,8	96,1	95,1	95,0	99,1	95,7	93,8	92,1	94,0	98,2	95,3	82,9
2004 1° trim.	-2,6	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,6	95,3	93,3	92,2	92,1	97,2	94,7	84,3
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,3	94,7	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,7	96,1	94,9
3° trim.	1,3	5,6	97,7	97,2	95,2	99,8	96,8	99,3	101,4	93,4	98,5	97,2	103,9
2004 giu.	1,6	5,4	97,6	96,8	94,8	100,3	96,8	98,2	98,9	93,9	98,5	96,8	100,7
lug.	1,1	6,0	97,7	97,1	94,6	100,1	96,7	99,1	100,6	94,8	99,2	97,7	99,9
ago.	1,9	5,6	98,0	97,6	95,8	99,7	96,9	99,4	102,0	92,6	98,5	97,0	106,5
set.	0,8	5,1	97,5	96,9	95,1	99,7	96,7	99,4	101,5	92,7	98,0	97,0	105,2
ott.	0,5	7,3	96,9	96,8	94,7	99,1	95,9	100,4	104,3	92,1	96,9	96,5	118,8
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (indici di volume e destagionalizzazione degli indici di valore unitario).

## 7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

### 2. Scomposizione per area geografica

	Totale	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	97,1	63,9	172,5	34,5	153,6	56,9	47,0	124,8
2001	1.062,3	202,3	37,0	24,4	105,8	66,3	180,2	34,5	165,4	60,4	49,8	136,1
2002	1.083,7	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,5	43,4	149,3
2003	1.058,4	194,7	38,6	24,9	117,7	63,3	166,4	31,3	170,5	59,5	37,9	153,6
2003 2° trim.	257,4	47,3	9,5	6,1	29,3	15,6	40,3	7,6	41,4	14,6	9,5	36,1
3° trim.	265,3	48,3	9,8	6,3	30,2	15,3	41,6	7,8	43,3	15,1	9,1	38,6
4° trim.	269,8	49,3	9,8	6,1	29,7	15,9	41,5	8,1	43,1	15,0	8,9	42,3
2004 1° trim.	277,4	49,1	10,0	6,1	31,3	15,5	42,5	8,4	46,6	15,2	9,6	43,2
2° trim.	286,1	50,3	10,3	6,3	31,5	16,2	43,9	8,0	47,1	15,7	9,8	46,9
3° trim.	288,5	51,7	10,5	6,4	31,0	17,1	43,3	8,4	48,5	16,7	10,2	44,5
2004 giu.	95,7	16,9	3,5	2,1	9,9	5,4	14,6	2,8	15,8	5,4	3,2	16,1
lug.	95,8	17,4	3,5	2,1	10,0	5,9	14,5	2,8	16,8	5,6	3,4	13,9
ago.	96,5	17,0	3,5	2,2	10,4	5,6	14,5	2,8	16,0	5,6	3,4	15,5
set.	96,1	17,3	3,5	2,2	10,6	5,6	14,3	2,8	15,6	5,5	3,5	15,2
ott.	96,0	17,5	3,6	2,2	11,3	5,5	14,2	2,6	15,7	5,4	3,3	14,7
nov.	98,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2003	100,0	18,4	3,7	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	1.023,4	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	132,9
2001	1.014,3	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,1	74,0	40,9	140,2
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	987,9	138,8	36,9	23,7	102,1	50,4	110,3	52,1	215,9	68,9	39,7	149,0
2003 2° trim.	243,8	34,3	9,1	5,9	25,3	12,6	28,2	13,2	52,9	16,9	9,7	35,6
3° trim.	243,6	33,8	9,1	5,8	25,4	12,4	27,3	12,6	53,2	17,0	9,7	37,3
4° trim.	250,1	34,4	9,4	5,9	26,8	12,4	26,6	12,9	56,4	16,5	10,5	38,3
2004 1° trim.	250,6	33,6	9,3	6,0	27,0	12,7	26,2	13,4	55,4	16,4	10,6	40,0
2° trim.	262,3	34,3	9,7	5,8	26,2	13,2	29,9	12,8	63,0	16,9	10,8	39,6
3° trim.	276,1	37,2	10,1	6,1	26,9	13,6	28,6	13,6	66,4	18,7	11,4	43,4
2004 giu.	88,7	11,7	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,2	21,7	6,2	3,6	13,8
lug.	90,6	12,3	3,3	2,0	8,7	4,5	9,6	4,6	21,5	6,1	3,7	14,3
ago.	93,3	12,7	3,4	2,0	9,0	4,5	9,6	4,6	23,0	6,3	3,8	14,3
set.	92,3	12,2	3,3	2,1	9,1	4,6	9,5	4,5	21,9	6,3	3,8	14,8
ott.	92,5	12,1	3,3	2,0	9,9	4,6	9,4	4,3	21,1	6,6	3,8	15,3
nov.	95,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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	-21,3	29,5	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,4	-16,9	6,7	-8,1
2001	48,0	47,8	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,6	8,9	-4,1
2002	99,2	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,8
2003	70,5	55,9	1,7	1,1	15,6	12,9	56,1	-20,9	-45,4	-9,4	-1,8	4,6
2003 2° trim.	13,6	12,9	0,4	0,2	4,0	3,0	12,1	-5,6	-11,5	-2,3	-0,2	0,5
3° trim.	21,7	14,5	0,6	0,5	4,8	2,9	14,3	-4,8	-9,8	-2,0	-0,6	1,3
4° trim.	19,7	14,9	0,5	0,2	2,8	3,5	14,9	-4,8	-13,3	-1,4	-1,6	4,1
2004 1° trim.	26,8	15,5	0,7	0,2	4,3	2,8	16,3	-5,0	-8,9	-1,2	-1,1	3,2
2° trim.	23,9	15,9	0,6	0,5	5,3	3,1	14,0	-4,8	-15,8	-1,2	-1,0	7,3
3° trim.	12,3	14,5	0,4	0,3	4,1	3,5	14,7	-5,3	-17,9	-2,0	-1,2	1,2
2004 giu.	6,9	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,8	-1,5	-5,9	-0,8	-0,4	2,3
lug.	5,3	5,1	0,2	0,1	1,3	1,4	4,9	-1,8	-4,7	-0,5	-0,4	-0,4
ago.	3,2	4,3	0,1	0,1	1,4	1,1	4,9	-1,8	-6,9	-0,7	-0,4	1,2
set.	3,8	5,1	0,2	0,1	1,4	1,0	4,8	-1,7	-6,3	-0,8	-0,4	0,3
ott.	3,5	5,5	0,2	0,1	1,4	0,9	4,8	-1,7	-5,4	-1,3	-0,5	-0,6
nov.	2,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

# 8

## TASSI DI CAMBIO

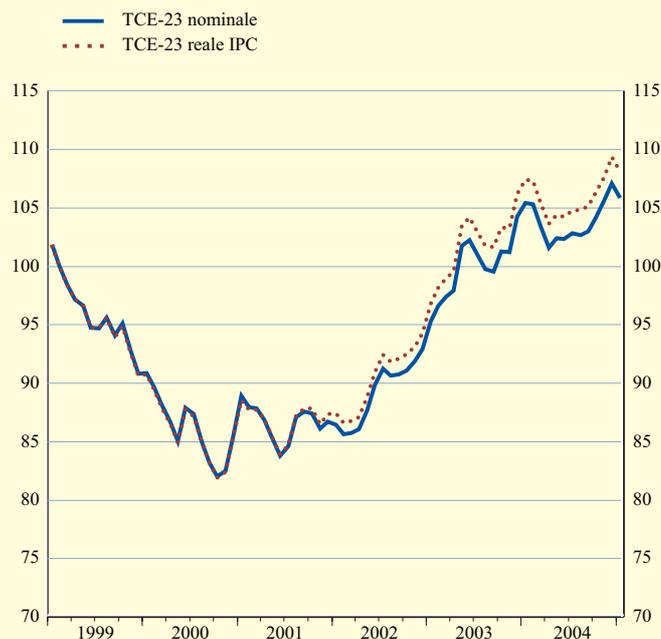
### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(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	90,3	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	106,4	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	104,5	105,3	101,4	101,7	110,1	104,5
4° trim.	105,7	107,8	106,8	.	.	.	113,0	107,1
2004 gen.	105,4	107,4	107,0	-	-	-	112,5	106,9
feb.	105,3	107,3	106,9	-	-	-	112,3	106,7
mar.	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,7
apr.	101,6	103,7	103,2	-	-	-	108,3	103,0
mag.	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,1
giu.	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0
lug.	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,4
ago.	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,4
set.	103,0	105,2	104,6	-	-	-	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,5	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,6	106,6	-	-	-	113,1	107,0
dic.	107,1	109,3	108,2	-	-	-	114,4	108,4
2005 gen.	105,8	108,1	106,9	-	-	-	112,9	107,0
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2005 gen.	-1,2	-1,1	-1,2	-	-	-	-1,3	-1,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2005 gen.	0,4	0,7	-0,1	-	-	-	0,4	0,1

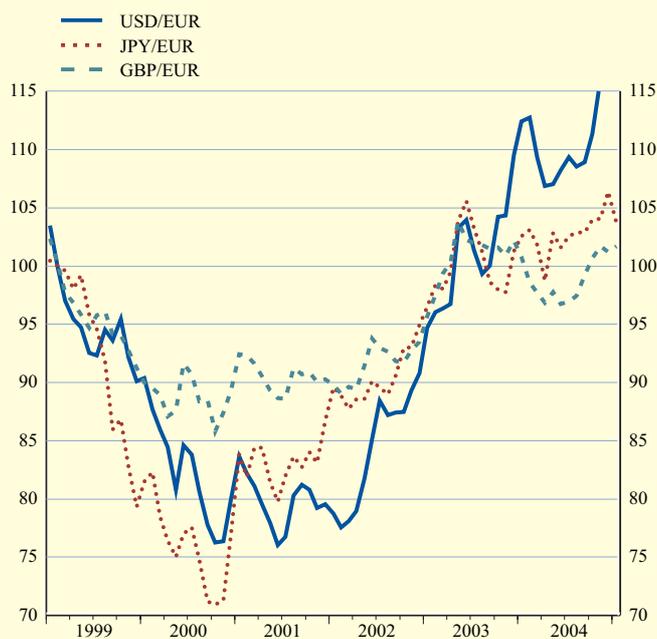
### F31 Tassi di cambio effettivi

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



### F32 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Dollaro statunitense	Sterlina britannica	Yen giapponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano	Corona islandese	Dollaro neozelandese	Rand sud-africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2004	1,2439	0,67866	134,44	1,5438	9,1243	1.422,62	9,6881	7,4399	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905	87,14	1,8731	8,0092
2003 4° trim.	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 1° trim.	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2° trim.	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1.400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
3° trim.	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1.411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
4° trim.	1,2977	0,69507	137,11	1,5335	9,0128	1.415,11	10,0964	7,4343	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132	86,19	1,8526	7,8379
2004 gen.	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1.492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
feb.	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
mar.	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
apr.	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
mag.	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
giu.	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
lug.	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
ago.	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
set.	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1.403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
ott.	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1.426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
nov.	1,2991	0,69862	136,09	1,5216	8,9981	1.411,15	10,1028	7,4313	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867	87,15	1,8540	7,8566
dic.	1,3408	0,69500	139,14	1,5364	8,9819	1.408,77	10,4264	7,4338	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462	83,99	1,8737	7,6847
2005 gen.	1,3119	0,69867	135,63	1,5469	9,0476	1.362,01	10,2269	7,4405	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147	82,12	1,8620	7,8386
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2005 gen.	-2,2	0,5	-2,5	0,7	0,7	-3,3	-1,9	0,1	-2,3	-1,7	-0,1	-1,8	-2,2	-0,6	2,0
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2005 gen.	4,0	0,9	1,1	-1,2	-1,0	-8,7	4,4	-0,1	0,4	-1,7	-4,4	4,7	-6,4	-0,7	-10,7

	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat lettone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno	Nuova lira turca <sup>1)</sup>
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58400	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2004	0,58185	31,891	15,6466	251,66	3,4529	0,6602	0,4280	4,5268	239,0874	40,022	1,9533	40,510	1.777.052
2003 4° trim.	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
2004 1° trim.	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665.395
2° trim.	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40,664	1.759.532
3° trim.	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40,994	1.807.510
4° trim.	0,57769	31,125	15,6466	245,94	3,4528	0,6801	0,4314	4,2342	239,8298	39,454	1,9559	39,839	1.871.592
2004 gen.	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698.262
feb.	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682.658
mar.	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620.374
apr.	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637.423
mag.	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1.818.487
giu.	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1.814.266
lug.	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1.784.116
ago.	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1.799.918
set.	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1.838.497
ott.	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41,082	1.860.247
nov.	0,57789	31,286	15,6466	245,36	3,4528	0,6803	0,4319	4,2573	239,7891	39,546	1,9559	39,848	1.883.365
dic.	0,57909	30,636	15,6466	245,80	3,4528	0,6900	0,4325	4,1354	239,7987	38,872	1,9559	38,696	1.870.690
2005 gen.	0,58170	30,304	15,6466	246,48	3,4528	0,6963	0,4322	4,0794	239,7719	38,573	1,9559	38,168	1,7784
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2005 gen.	0,5	-1,1	0,0	0,3	0,0	0,9	-0,1	-1,4	0,0	-0,8	0,0	-1,4	-
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2005 gen.	-0,8	-7,4	0,0	-6,7	0,0	3,8	0,5	-13,4	1,0	-5,3	0,0	-7,1	-

Fonte: BCE.

1) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; un milione di lire turche equivale a una nuova lira turca.

## 9

## 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	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
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	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
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	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
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 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
dic.	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
dic.	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
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	6,6	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	6,2	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	3,5	-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	2,4	-7,7	.	-10,2	-6,0	-7,6	-4,7	-0,6	0,5	-3,4	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	-	.	.	.	-	.	.	5,2	-0,2	3,4
2° trim.	.	1,0	4,8	-	.	.	.	-	.	.	5,4	.	3,1
3° trim.	.	1,8	5,2	-	.	.	.	-	.	.	.	.	0,9
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	.	18,8	6,0	18,0	6,3	.
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.	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,4	4,5
4° trim.	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,7	6,1	.	18,4	5,8	17,2	6,4	.
2004 set.	8,3	5,3	8,8	5,1	9,7	10,3	5,9	7,0	18,6	5,9	17,7	6,6	4,5
ott.	8,3	5,2	8,5	5,1	9,7	10,0	6,0	7,0	18,6	5,9	17,5	6,2	4,6
nov.	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	6,9	18,4	5,8	17,2	6,4	.
dic.	8,3	5,1	8,3	5,5	9,6	9,4	6,2	.	18,3	5,8	16,9	6,4	.
2005 gen.	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

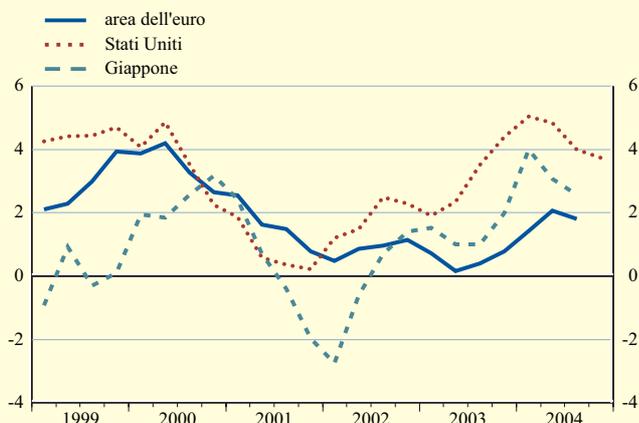
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
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	2,7	.	4,4	4,8	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	.	.
2004 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	4,4	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,3
2° trim.	2,9	-2,0	4,8	5,6	5,6	5,7	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.	3,3	.	3,7	5,0	5,4	5,6	2,30	4,17	1,2977	.	.
2004 set.	2,5	-	-	4,7	5,4	5,2	1,90	4,13	1,2218	-	-
ott.	3,2	-	-	5,5	5,5	5,2	2,08	4,08	1,2490	-	-
nov.	3,5	-	-	4,4	5,4	5,6	2,31	4,19	1,2991	-	-
dic.	3,3	-	-	5,1	5,4	6,1	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 gen.	.	-	-	.	.	.	2,66	4,21	1,3119	-	-
Giappone											
2001	-0,7	4,4	0,2	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2004	0,0	.	.	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 4° trim.	-0,3	-4,3	2,0	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 1° trim.	-0,1	-6,5	4,0	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	-6,7	3,1	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	-0,1	-5,9	2,6	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
4° trim.	0,5	.	.	1,7	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2004 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	.	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
dic.	0,2	.	-	1,4	4,4	2,1	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 gen.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,37	135,63	-	-

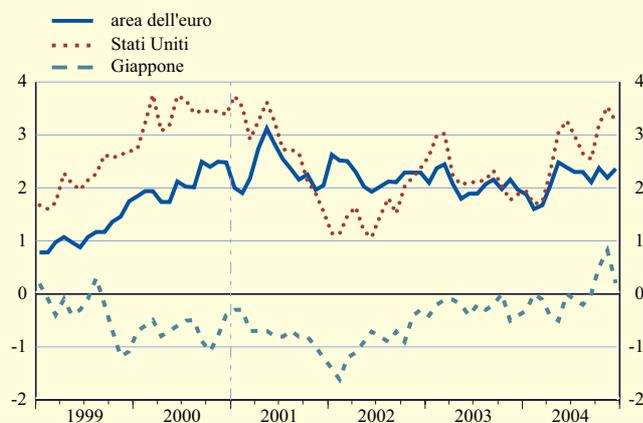
### F33 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F34 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.

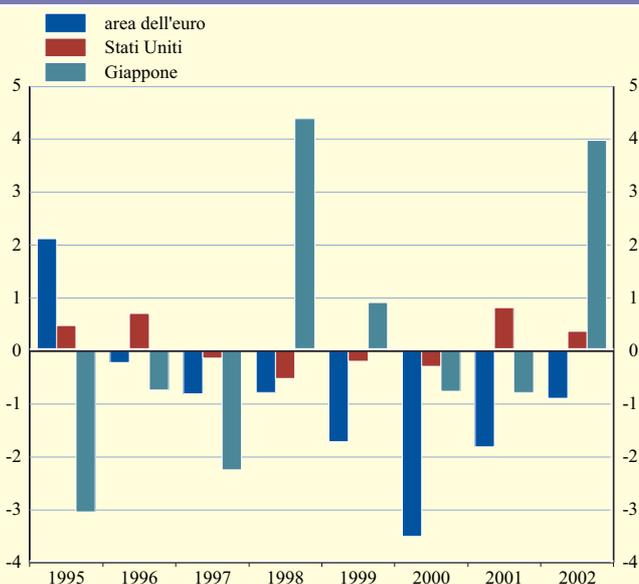
5) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

## 9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

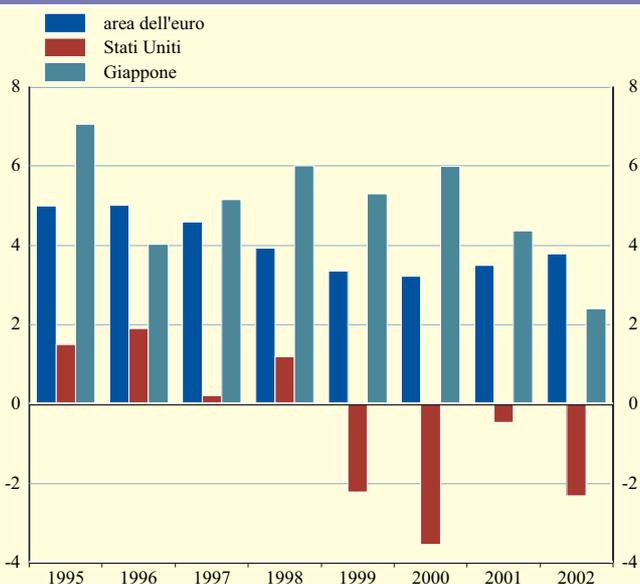
### 2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento <sup>2)</sup>	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo <sup>3)</sup>	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	25,6	24,0	2,8	13,8	14,0	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	.	.	.	3,2	16,0	-5,2	-0,2	.	-1,2	9,2	-0,8
2002 4° trim.	24,0	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 1° trim.	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
2° trim.	23,6	23,3	.	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
3° trim.	25,7	24,0	.	.	.	9,8	.	-5,5	-2,9	.	-5,5	.	1,1
4° trim.	27,8	24,8	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 1° trim.	30,7	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

#### F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie (in percentuale del PIL)



#### F36 Saldo finanziario delle famiglie<sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)



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

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

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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi degli intermediari finanziari	<b>S17</b>
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	<b>S18</b>
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F12	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S30</b>
F14	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	<b>S32</b>
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S33</b>
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S34</b>
F17	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F18	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S36</b>
F19	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S38</b>
F20	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S38</b>
F21	Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S39</b>
F22	Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S39</b>
F23	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	<b>S40</b>
F24	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	<b>S40</b>
F25	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S41</b>
F26	Saldi di conto corrente	<b>S54</b>
F27	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S54</b>
F28	Conto dei beni	<b>S55</b>
F29	Conto dei servizi	<b>S55</b>
F30	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S59</b>
F31	Tassi di cambio effettivi	<b>S66</b>
F32	Tassi di cambio bilaterali	<b>S66</b>
F33	PIL a prezzi costanti	<b>S69</b>
F34	Indici dei prezzi al consumo	<b>S69</b>
F35	Saldo finanziario delle società non finanziarie	<b>S70</b>
F36	Saldo finanziario delle famiglie	<b>S70</b>



## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

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

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

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

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

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

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$  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 <sup>1)</sup>

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

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

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

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

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

Definendo come  $T_t$  le transazioni nel trimestre  $t$  e come  $L_t$  le consistenze al termine del trimestre  $t$ , 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](http://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:

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

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

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

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

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

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

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

#### RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

**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 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](http://www.ecb.int)). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.int](mailto: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 2 febbraio 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

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

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

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari

al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

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

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività

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

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

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

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

## CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

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

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

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

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

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

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

## MERCATI FINANZIARI

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

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

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta 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 tutti i titoli non azionari (ovvero, titoli di debito) emessi da soggetti residenti nell'area. Le colonne da 9 a 11 le quote (in percentuale) di consistenze in essere, emissioni lorde, rimborsi e emissioni nette di titoli emessi in euro da residenti nell'area. La colonna 12 riporta le emissioni nette da parte di residenti nell'area di titoli denominati in euro.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95<sup>3</sup>. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 4.2.1) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8).

Il totale delle emissioni lorde relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni lorde da parte di residenti nell'area dell'euro della colonna 6 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine (colonna 6 della sezione 4.1) e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile (colonna 7 della tavola 2 nella sezione 4.2) è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente si riferiscono, per i dati mensili, ai dati di fine mese, mentre, per i dati trimestrali e annuali alla variazione rispetto alla media nel periodo considerato. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

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

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).

lutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

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

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

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

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

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione

comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>5</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

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

ticolare: quello tessile, della produzione di pasta-cartta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

## FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.4 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 regolarmen-

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11

te. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.4, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000<sup>6</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle Amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002<sup>7</sup> 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 da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione

statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>8</sup> 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](http://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

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

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

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

bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei

confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulative di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* in questo numero del Bollettino.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio.

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 *Tratta-*

mento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la stagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono stagionalizzati 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 7.5.1 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 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 da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono ba-

sati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

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

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

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

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>

## 3 GENNAIO 2002

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

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

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

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

## 10 LUGLIO 2002

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

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

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

## 5 DICEMBRE 2002

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

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

## 9 GENNAIO 2003

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

## 23 GENNAIO 2003

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

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

dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

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

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

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

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

### **6 FEBBRAIO 2003**

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

### **6 MARZO 2003**

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

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

### **3 APRILE 2003**

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

### **8 MAGGIO 2003**

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

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

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

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

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

#### **5 GIUGNO 2003**

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

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

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

#### **12 GENNAIO 2004**

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

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

#### **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 riser-

va la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

#### **3 FEBBRAIO 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.

## 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 novembre 2004 e gennaio 2005. 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.

*La disciplina di mercato per le banche*, febbraio 2005.

*L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria*, febbraio 2005.

*Bilanci dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti*, febbraio 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.
- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.

## WORKING PAPERS SERIES

- 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 *Saggered 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.
- 425 *Geographic versus industry diversification: constraints matter*, di P. Ehling e S. Brito Ramos, gennaio 2005.
- 426 *Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds*, di D. P. Miller e J. J. Puthenpurackal, gennaio 2005.
- 427 *Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?*, di K. Kauko, gennaio 2005.
- 428 *Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings*, di V. Pons-Sanz, gennaio 2005.
- 429 *Cross-border diversification in bank asset portfolios*, di C. M. Buch, J. C. Driscoll e C. Ostergaard, gennaio 2005.
- 430 *Public policy and the creation of active venture capital markets*, di M. Da Rin, G. Nicodano e A. Sembenelli, gennaio 2005.
- 431 *Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry*, di G. Calzolari e G. Loranth, gennaio 2005.
- 432 *Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms*, di Y. Chung Cheung, F. de Jong e B. Rindi, gennaio 2005.
- 433 *Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility*, di R. Beetsma e X. Debrun, gennaio 2005.
- 434 *Interest rates and output in the long run*, di Y. Aksoy e M. León-Ledesma, gennaio 2005.

## 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.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report*, gennaio 2005.

*Banking structures in the new EU Member States*, 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](http://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.