



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005





BANCA CENTRALE EUROPEA



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

BOLLETTINO MENSILE APRILE 2005



© Banca Centrale Europea, 2005

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 6 aprile 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE	5
-------------------	----------

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	7
Gli andamenti monetari e finanziari	14
Prezzi e costi	30
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	37
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	42

Riquadri:

- 1 Andamenti recenti dei differenziali
di rendimento del debito di emittenti
sovrani e delle variabili economiche
fondamentali dei mercati emergenti 10
- 2 Andamenti recenti dei tassi
di interesse reali a lungo termine 23
- 3 L'inflazione percepita dai consumatori
si discosta ancora dalle statistiche
ufficiali? 31
- 4 Evoluzione recente dei volumi
e dei prezzi dell'interscambio
commerciale fra l'area dell'euro
e il resto del mondo 46

ARTICOLI

Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria	49
Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone	65
Gli standard SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea	77

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
--	-----------

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

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004	V
---	----------

GLOSSARIO	XI
------------------	-----------

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWA	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 7 aprile 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.

Nel complesso, il Consiglio direttivo non ha modificato la propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Al momento non si rilevano evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro e, pertanto, il Consiglio direttivo ha lasciato invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Il livello dei tassi di interesse, in termini sia nominali sia reali, risulta eccezionalmente basso, continuando a sostenere l'attività economica. Permangono, tuttavia, rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine ed è quindi essenziale rimanere vigili.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, i recenti dati e i risultati delle ultime indagini congiunturali sull'attività economica forniscono un quadro disomogeneo. In generale, essi indicano il protrarsi della crescita dell'economia a un ritmo moderato nel breve periodo, tuttavia mancano ancora chiari segnali di un rafforzamento della dinamica di fondo.

In una prospettiva di più lungo termine, continuano a esistere i presupposti per il proseguimento di una moderata espansione economica. La crescita a livello mondiale resta sostenuta, creando un contesto positivo per le esportazioni dell'area dell'euro. Quanto agli sviluppi interni, gli investimenti seguirebbero a beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dell'incremento degli utili societari e della maggiore efficienza delle imprese. L'espansione dei consumi dovrebbe evolvere in linea con l'aumento del reddito disponibile reale. Allo stesso tempo, tuttavia, il livello persistentemente elevato dei corsi petroliferi rappresenta in

particolare un rischio al ribasso per la crescita economica.

Passando ai prezzi al consumo, la stima rapida dell'Eurostat indica per marzo un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 2,1 per cento, invariato rispetto a febbraio. Nei prossimi mesi il tasso di inflazione dovrebbe mantenersi su livelli in certa misura superiori al 2 per cento, tuttavia i valori esatti dipenderanno in gran parte dall'andamento delle quotazioni del greggio. In un orizzonte di più lungo periodo, non si sono finora rilevate evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. Gli incrementi salariali sono rimasti contenuti negli ultimi trimestri e, a fronte della moderata crescita economica e delle deboli condizioni dei mercati del lavoro, questa tendenza dovrebbe per il momento proseguire.

Nondimeno, continuano a sussistere rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Dati i recenti incrementi dei corsi petroliferi, è ancora una volta fondamentale evitare effetti di secondo impatto nell'economia attraverso la determinazione dei salari e dei prezzi. A tale proposito è particolarmente importante che le parti sociali si assumano le proprie responsabilità. Inoltre, occorre tenere sotto stretta osservazione l'evoluzione delle aspettative di inflazione a più lungo termine.

L'analisi monetaria consente di trarre ulteriori indicazioni circa le prospettive per l'andamento dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo. Se da un lato gli ultimi dati monetari e creditizi mostrano una certa moderazione del ritmo di crescita della moneta, dall'altro confermano che l'effetto espansivo dei livelli contenuti dei tassi di interesse rimane l'elemento predominante. Inoltre, il fatto che la dinamica monetaria continui a essere influenzata principalmente dalle componenti più liquide suggerisce che l'eccesso di liquidità potrebbe comportare rischi di un aumento dell'inflazione a medio-lungo termine. In aggiunta, la vigorosa crescita della moneta e del credito implica la necessità di tenere sotto stretta osservazione l'eventuale accumularsi di

rischi in un contesto di forti incrementi dei prezzi degli immobili residenziali in alcune regioni dell'area dell'euro.

In sintesi, l'analisi economica conferma che dal lato interno le spinte inflazionistiche di fondo restano contenute, tuttavia permangono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo che vanno seguiti attentamente. La verifica incrociata con l'analisi monetaria evidenzia la necessità di mantenere un atteggiamento vigile circa il concretizzarsi di tali rischi.

Quanto alle politiche fiscali, le recenti informazioni forniscono un quadro contrastante e seguitano a destare preoccupazione. Sebbene in alcuni paesi dell'area dell'euro le finanze pubbliche rimangano solide e in altri il risanamento dei bilanci stia lentamente procedendo, in diversi paesi le prospettive per i conti pubblici sono preoccupanti poiché non si prevede una riduzione degli squilibri esistenti, come programmato in precedenza, bensì in certi casi persino un loro aumento.

Inadeguate strategie di risanamento e carenze nella loro realizzazione hanno reso difficile in passato l'osservanza del Patto di stabilità e crescita; pertanto, risulta ora essenziale definire e concretizzare pienamente ambiziosi programmi di riequilibrio dei bilanci. È altrettanto fondamentale che la Commissione europea e il Consiglio Ecofin assicurino un'applicazione rigorosa del nuovo accordo sull'attuazione del Patto al fine di ripristinare la credibilità del quadro di riferimento. Il Consiglio direttivo desidera inoltre ribadire la necessità di portare avanti riforme strutturali e di bilancio atte a migliorare la so-

stenibilità delle finanze pubbliche e a rafforzare la fiducia nelle prospettive di crescita di tutti gli Stati membri.

Per quanto attiene alle riforme strutturali nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo accoglie con favore le conclusioni della presidenza del Consiglio europeo tenuto a Bruxelles il 22 e 23 marzo scorsi secondo cui "è indispensabile rilanciare senza indugi la strategia di Lisbona e procedere a un riorientamento delle priorità verso la crescita e l'occupazione". I paesi dell'UE devono adoperarsi con urgenza per promuovere l'innovazione e la formazione del capitale umano, creare un quadro normativo più favorevole alle imprese, accelerare la liberalizzazione dei mercati e accrescere la flessibilità del mercato del lavoro.

Occorre ora spostare l'attenzione verso l'attuazione di questo programma di riforme. Colmare il divario esistente nella realizzazione delle riforme strutturali è essenziale per fruire appieno dei loro vantaggi, sia in termini di un maggiore potenziale di crescita nel medio periodo, sia di un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese nel breve periodo.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo prende in esame la problematica connessa alle bolle speculative nei mercati finanziari e alla politica monetaria. Il secondo verte sulla comparabilità statistica dei principali indicatori macroeconomici per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Infine, il terzo illustra gli standard SEBC-CESR per la compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'espansione dell'economia mondiale permane piuttosto vigorosa in un contesto in cui gli Stati Uniti e la Cina, che nel 2004 avevano costituito i due principali motori della crescita, continuano a registrare tassi di incremento elevati. Nel contempo, le pressioni inflazionistiche restano relativamente contenute in gran parte dei paesi. Le prospettive per l'economia mondiale e per la domanda estera dell'area dell'euro sono ancora relativamente favorevoli. I principali rischi verso il basso riguardano i corsi petroliferi, saliti a un nuovo massimo storico ai primi di aprile, e gli squilibri mondiali.

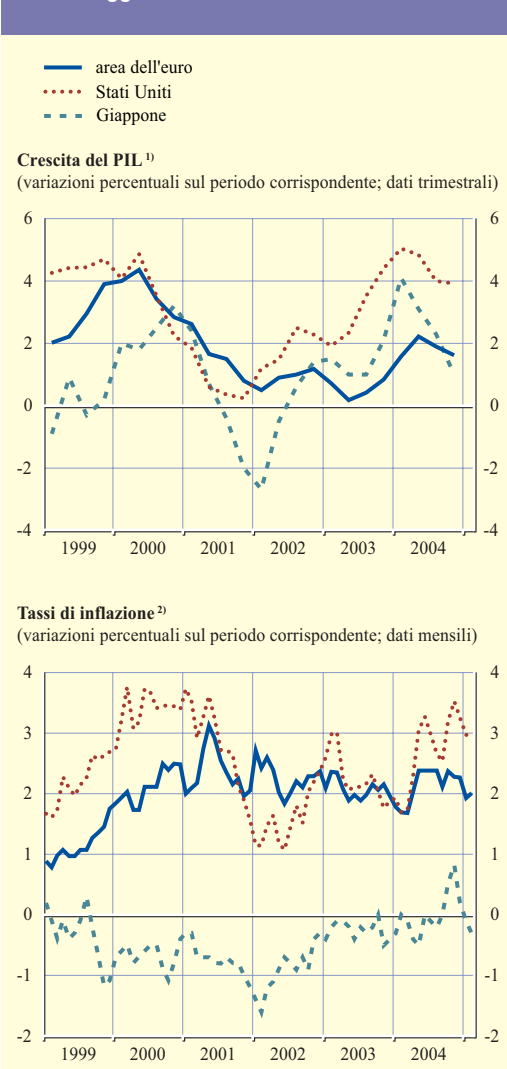
1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo piuttosto sostenuto, benché inferiore rispetto ai primi mesi del 2004. Stati Uniti e Cina, che avevano costituito i due motori principali della crescita nel 2004, crescono a tassi ancora elevati. In particolare, nei primi due mesi del 2005 in Cina l'attività economica è rimasta vivace mentre in altri paesi dell'Asia si è assistito a una lieve decelerazione. Le pressioni inflazionistiche a livello mondiale restano contenute; in gennaio, l'inflazione al consumo, sia complessiva sia al netto dei beni alimentari ed energetici, si è moderata nell'insieme dei paesi dell'OCSE. Tuttavia il prezzo del petrolio ha raggiunto un nuovo massimo storico, attribuibile all'effetto congiunto di fattori temporanei e strutturali.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia continua a crescere a un ritmo vigoroso, trainata dalla vivace domanda interna. L'espansione del PIL ha rallentato in misura soltanto marginale durante il quarto trimestre del 2004 (al 3,8 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno). L'andamento sostenuto della domanda interna ha a sua volta concorso a far salire nel trimestre il disavanzo di conto corrente fino a livelli senza precedenti (6,3 per cento del PIL). Stando ai dati disponibili, la robusta dinamica dell'attività interna è proseguita nei primi mesi del 2005. Gli elevati livelli di redditività e i ridotti costi di finanziamento hanno continuato a sorreggere la crescita vivace della spesa per investimenti delle imprese e la spesa delle famiglie ha registrato tassi di incremento ancora piuttosto sostenuti. Sul mercato del lavoro l'occupazione è stata interessata da un aumento tendenziale piuttosto costante fino alla fine del primo trimestre. In prospettiva, l'espansione dell'economia statunitense dovrebbe restare vigorosa. Con riferimento ai prezzi, in febbraio il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stati destagionalizzati.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

consumo (IPC) è rimasto pari al 3,0 per cento, mentre quello calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è salito al 2,4 per cento, confermando la tendenza al rialzo evidenziatasi a partire dai primi mesi del 2004. Fino alla fine di febbraio il deflatore della spesa complessiva per consumi privati ha seguito un'evoluzione simile a quella dell'IPC, anche se lo stesso deflatore calcolato escludendo i beni alimentari ed energetici ha mostrato una minore tendenza al rialzo. Nell'insieme, sembra che negli ultimi mesi si siano accumulate pressioni sui prezzi; sarebbero presenti anche segnali di un maggior grado di discrezionalità dei fornitori nel fissare i prezzi.

Su questo sfondo, nella riunione del 22 marzo il Federal Open Market Committee ha deciso di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la settima volta consecutiva portandolo al 2,75 per cento. In tale occasione il FOMC ha dichiarato che "mediante adeguate manovre di politica monetaria, i rischi verso l'alto e verso il basso per il conseguimento di una crescita sostenibile e della stabilità dei prezzi dovrebbero mantenersi pressoché equilibrati".

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica è rimasta piuttosto debole. Stando ai dati recentemente rivisti, nel quarto trimestre dello scorso anno il PIL in termini reali è di fatto aumentato dello 0,1 per cento rispetto al periodo precedente. La rettifica, a fronte di una stima iniziale che evidenziava un calo dello 0,1 per cento, seguito ai tassi di crescita negativi nel secondo e nel terzo trimestre del 2004, ha in parte fugato i timori di una nuova recessione nel paese. Nel complesso le prospettive di breve periodo per l'economia restano relativamente deboli, rispecchiando in una certa misura il protrarsi della fase di correzione delle scorte nel settore manifatturiero e più in particolare nel comparto informatico.

Dopo aver segnato una robusta ripresa in gennaio, gran parte degli indicatori mensili dell'attività economica è tornata a indebolirsi in febbraio. L'inchiesta trimestrale Tankan della Banca del Giappone pubblicata in marzo ha evidenziato un significativo peggioramento del clima di fiducia delle imprese del settore manifatturiero rispetto allo scorso dicembre, anche se gran parte dei produttori ritiene ancora favorevoli le condizioni di mercato. Allo stesso tempo, è proseguita la decelerazione delle esportazioni iniziata alla fine del 2004. In febbraio le esportazioni sono calate ulteriormente in termini sia di valore sia di volumi.

Per quanto concerne i prezzi, sia il tasso di variazione misurato sull'IPC complessivo sia quello calcolato escludendo gli alimentari freschi sono risultati negativi in febbraio principalmente in relazione all'attuale processo di liberalizzazione delle tariffe dei servizi di pubblica utilità. L'IPC complessivo è diminuito dello 0,3 per cento sui dodici mesi (dopo essersi ridotto dello 0,1 per cento in gennaio), mentre quello al netto degli alimentari freschi ha subito una flessione dello 0,4 per cento (dopo quella dello 0,3 in gennaio). Nel contempo, gli ulteriori aumenti dei prezzi alla produzione hanno compresso i margini di profitto delle imprese.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita rimane sostenuta e sempre più equilibrata in termini delle varie componenti di spesa. L'espansione del PIL in termini reali rispetto al periodo precedente è salita allo 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2004, dallo 0,6 del terzo, portando al 2,9 per cento il tasso riferito all'insieme dell'anno. L'espansione dei consumi delle famiglie si è moderata (+0,3 per cento sul trimestre precedente), nel contesto di un ulteriore raffreddamento del mercato immobiliare. Nonostante la lieve diminuzione (allo 0,6 per cento sul trimestre precedente) osservata nel quarto trimestre, nel 2004 il tasso di incremento degli investimenti fissi lordi è aumentato, sostenuto dal miglioramento della redditività delle imprese. La crescita delle esportazioni è tornata a intensificarsi (salendo all'1,6

per cento sul trimestre precedente) ma, per il concomitante incremento delle importazioni, il contributo delle esportazioni nette all'espansione del PIL in termini reali è stato negativo. In prospettiva, la crescita del PIL in termini reali potrebbe registrare una lieve flessione nei primi mesi del 2005 per effetto dei recenti aumenti dei tassi di interesse e della moderazione dell'attività sul mercato immobiliare. Le condizioni sul mercato del lavoro restano tese: nei tre mesi terminati in gennaio, il tasso di occupazione è salito al 74,9 per cento e anche il numero di impieghi disponibili ha registrato un aumento. Il tasso di incremento delle retribuzioni medie è salito lievemente nel quarto trimestre, anche se l'impatto sul costo del lavoro per unità di prodotto è stato in parte attenuato dai forti guadagni di produttività. In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata pari all'1,6 per cento (invariata rispetto a gennaio), vale a dire al di sotto dell'obiettivo fissato dal governo al 2 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

Negli altri paesi europei la crescita permane complessivamente piuttosto robusta, benché generalmente in progressiva diminuzione rispetto ai livelli precedenti. Durante il quarto trimestre, l'incremento sul periodo precedente del PIL in termini reali è sceso allo 0,3 per cento in Svezia (dallo 0,7 per cento, che costituisce il dato rivisto per il terzo trimestre), lasciando al 3,5 per cento la media riferita all'intero anno. In Danimarca esso è invece salito allo 0,7 per cento, portando al 2,1 per cento il tasso relativo al complesso del 2004. In entrambi i paesi, la crescita è stata trainata fondamentalmente dalla domanda interna, benché le esportazioni abbiano messo a segno una pronunciata ripresa. In febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC è salita all'1,0 per cento in Danimarca e all'1,2 per cento in Svezia.

Nei nuovi Stati membri dell'UE l'attività economica è rimasta vivace durante il quarto trimestre, seppur in generale lievemente più moderata che nei trimestri precedenti. Nel quarto trimestre del 2004 l'espansione del PIL in termini reali è stata mediamente pari al 4,2 per cento in ragione d'anno. Il quadro inflazionistico è migliorato in gran parte dei paesi durante i primi mesi del 2005 e in febbraio il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si è collocato in media al 3,1 per cento. Le spinte inflazionistiche si sono attenuate per effetto da un lato dei minori incrementi dei prezzi degli alimentari e del carburante, parzialmente riconducibili al precedente apprezzamento delle rispettive monete, e dall'altro del progressivo venir meno dell'impatto, sul calcolo dell'inflazione, degli aumenti delle imposte indirette introdotti agli inizi del 2004. Sullo sfondo delle migliori prospettive per l'inflazione, alla fine di marzo le banche centrali di Ungheria, Polonia e Repubblica Ceca hanno abbassato i tassi di interesse.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Se si eccettua la Cina, nei paesi asiatici escluso il Giappone l'attività continua a rallentare progressivamente. La decelerazione, che trova riflesso nella minore crescita sul periodo corrispondente della produzione industriale e delle esportazioni osservata agli inizi del 2005, è stata particolarmente marcata nella Corea del Sud e a Taiwan. Allo stesso tempo, nelle principali economie della regione le pressioni inflazionistiche sono rimaste moderate.

La Cina è stata contraddistinta da andamenti economici notevolmente diversi da quelli del resto della regione. Rispetto ai mesi corrispondenti dell'anno precedente, nel complesso di gennaio e febbraio la produzione industriale è aumentata del 16,9 per cento, le vendite al dettaglio sono salite del 13,6 per cento e gli investimenti fissi si sono incrementati addirittura del 24,5 per cento. La forte espansione delle esportazioni (aumentate del 36,6 per cento, nel complesso dei due mesi, sul periodo corrispondente) e il brusco ridimensionamento delle importazioni hanno determinato un consistente avanzo commerciale. In parte per effetto di questa robusta fase espansiva, nello stesso periodo, l'inflazione è nuovamente aumentata.

AMERICA LATINA

Gli indicatori economici mostrano un robusto aumento dei livelli di attività in America latina, nonostante alcuni segnali di moderazione. Quest'ultima è stata accompagnata da un'espansione maggiormente trainata dalle esportazioni, dopo la crescita piuttosto generalizzata cui si era assistito in precedenza. Nei tre principali paesi il prodotto in termini reali continua a crescere: i dati più aggiornati relativi alla produzione industriale evidenziano incrementi sui dodici mesi pari al 4,4 per cento in Brasile (in gennaio), al 3,1 per cento in Messico (in gennaio) e al 4,9 per cento in Argentina (in febbraio). La conclusione ampiamente positiva del processo di ristrutturazione del debito estero argentino ha concorso ad attenuare i rischi verso il basso connessi agli elevati livelli di indebitamento del paese. Nella regione persistono spinte inflazionistiche che, pur costituendo rischi verso il basso per la crescita della domanda interna, sono in larga misura riconducibili al vigore dell'attività economica.

Il riquadro 1 descrive gli andamenti recenti dei differenziali di rendimento dei titoli di debito sovrano e delle variabili economiche fondamentali nei paesi asiatici escluso il Giappone e in America latina.

Riquadro 1

ANDAMENTI RECENTI DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DEL DEBITO DI EMITTENTI SOVRANI E DELLE VARIABILI ECONOMICHE FONDAMENTALI DEI MERCATI EMERGENTI

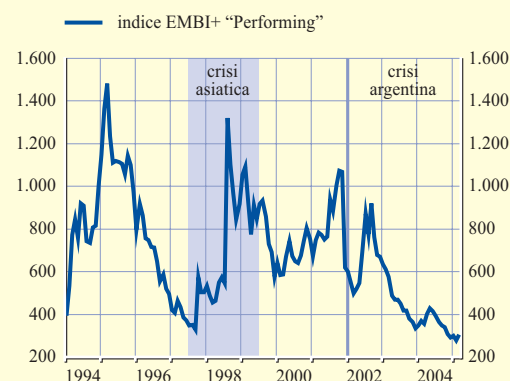
Negli ultimi anni i paesi emergenti dell'Asia e dell'America latina hanno evidenziato una sostenuta crescita economica. Di riflesso a tale andamento, i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato dei paesi delle due regioni e quelli statunitensi (differenziali del debito emesso da emittenti sovrani o "sovereign spreads") sono scesi ai livelli minimi da quando sono disponibili dati su queste serie. In effetti, collocandosi a circa 300 punti base, essi risultano notevolmente inferiori ai differenziali registrati sia durante la crisi asiatica nel periodo 1997-99, sia durante la crisi argentina della fine del 2001, quando avevano raggiunto livelli pari a 1400 e 1000 punti base rispettivamente (cfr. la figura). L'attuale quadro formato da elevati tassi di crescita e bassi differenziali è straordinariamente simile a quello prevalente prima dello scoppio della crisi asiatica. Questo riquadro esamina l'andamento delle variabili macroeconomiche di questi mercati sottostanti al livello modesto dei differenziali, confrontandolo con quello prevalente prima della crisi asiatica, al fine di chiarire se, rispetto alla metà degli anni novanta, queste economie siano oggi in una posizione più salda per fronteggiare shock esterni.

I paesi asiatici escluso il Giappone

L'Asia, Giappone escluso, evidenzia attualmente una robusta espansione economica e dinamiche dei prezzi favorevoli, analogamente a

Differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane

(punti base)



Fonte: JP Morgan.

Nota: l'Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) Performing è un indice ponderato in base alla capitalizzazione del mercato comprendente Brady bond denominati in dollari statunitensi, euroobbligazioni e prestiti scambiati appartenenti alla categoria "performing" (che esclude i titoli in default) emessi da entità sovrane dei mercati emergenti.

quanto era avvenuto prima della crisi asiatica. Quest'ultima ha prodotto effetti economici notevolmente diversi nei singoli paesi della regione: mentre Cina e Taiwan ne hanno risentito in misura pressoché trascurabile, Corea e Tailandia sono state fra le più colpite, sperimentando un netto deprezzamento della valuta, tassi di inflazione elevati e un calo significativo dell'attività economica (cfr. la tavola).

Il diverso grado di intensità con cui la crisi si è manifestata nei vari paesi è in parte riconducibile ad alcune differenze in termini di variabili economiche fondamentali. Anteriormente alla crisi, ad esempio, Corea e Tailandia presentavano un disavanzo di conto corrente, mentre Cina e Taiwan erano in avanzo. Da allora, la situazione è cambiata sensibilmente. Nel 2003 e nel 2004 tutti questi paesi hanno registrato avanzi della bilancia delle partite correnti. I saldi di bilancio sono stati negativi in due di questi paesi, ma il rapporto fra debito pubblico e PIL si è mantenuto basso.

Oltre a rafforzare le proprie variabili macroeconomiche, questi paesi hanno compiuto progressi nell'ambito delle riforme strutturali e istituzionali. Ciò vale in particolare per la Corea e la Tailandia, dove il settore bancario è stato completamente ristrutturato. Quanto al quadro di riferimento per le politiche economiche, questi due paesi hanno adottato regimi di cambio più flessibili e mantenuto l'inflazione sotto controllo. Sul piano delle variabili economiche fondamentali pertanto la posizione della maggior parte dei paesi asiatici escluso il Giappone appare oggi migliore che anteriormente alla crisi.

America latina

Analogamente, anche in America latina le attuali condizioni economiche sembrano essere in generale più positive che a metà degli anni novanta, con una vigorosa espansione del prodotto e tassi di inflazione relativamente contenuti (cfr. la tavola). Nelle tre maggiori economie – Argentina, Brasile e Messico – il saldo delle partite correnti è migliorato. Anche i saldi di bilancio sono complessivamente migliorati, ma restano ancora un elemento di problematicità, specie in Brasile e Argentina.

Indicatori macroeconomici di alcune economie emergenti

(medie annuali)

A) Asia

	Cina	Corea del sud	Taiwan	Tailandia
<i>Crescita del PIL in termini reali (valori percentuali)</i>				
1994-1996	10,9	8,5	6,5	8,0
1997-1999	7,9	2,4	5,3	-2,5
2003-2004	9,1	3,9	4,5	6,5
<i>Inflazione misurata sull'IPC (valori percentuali)</i>				
1994-1996	16,4	5,2	3,6	5,6
1997-1999	0,2	4,3	0,9	4,7
2003-2004	2,5	3,6	0,6	2,3
<i>Saldo di conto corrente (in percentuale del PIL)</i>				
1994-1996	0,8	-2,3	2,9	-7,3
1997-1999	3,2	5,2	2,2	7,4
2003-2004	3,2	3,0	8,2	5,0
<i>Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)</i>				
1994-1996	-1,7	0,3	-0,5	2,3
1997-1999	-1,8	-1,8	0,8	-2,1
2003-2004 ¹⁾	-2,5	0,9	-3,1	0,4

B) America latina

	Argentina	Brasile	Messico
<i>Crescita del PIL in termini reali (valori percentuali)</i>			
1994-1996	2,8	4,2	1,1
1997-1999	2,9	1,4	5,2
2003-2004	8,9	2,9	2,9
<i>Inflazione misurata sull'IPC (valori percentuali)</i>			
1994-1996	2,6	732,0	25,4
1997-1999	0,1	4,9	17,7
2003-2004	8,9	11,6	4,6
<i>Saldo di conto corrente (in percentuale del PIL)</i>			
1994-1996	-2,9	-2,0	-2,8
1997-1999	-4,4	-4,2	-2,9
2003-2004 ²⁾	5,8	1,4	-1,3
<i>Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)</i>			
1994-1996	-1,1	-6,4	-0,5
1997-1999	-1,9	-7,1	-1,6
2003-2004 ¹⁾	0,1	-4,0	-1,5

Fonti: Global Insight e Banco Central do Brasil.

1) I dati si riferiscono solo al 2003, a eccezione della Corea del sud e del Brasile.

2) Nel caso dell'Argentina, i dati si riferiscono solo al 2003.

Come nei paesi asiatici escluso il Giappone, anche in America latina il rafforzamento delle variabili macroeconomiche è stato accompagnato da un avanzamento delle riforme strutturali e istituzionali, il che ha accresciuto la capacità di questi mercati di far fronte agli shock. Il passaggio a regimi di cambio più flessibili ha peraltro consentito ad alcune delle maggiori economie della regione di contenere le spinte inflazionistiche a fronte della robusta espansione dell'attività.

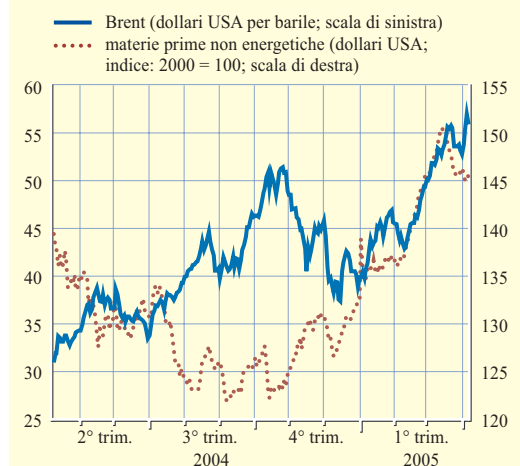
Valutazione complessiva

Nel complesso, il quadro economico presentato dai mercati emergenti delle due regioni esaminate appare più positivo che nel periodo precedente la crisi asiatica, anche se l'America latina sembra relativamente più esposta a rischi verso il basso in ragione dei più elevati livelli del debito pubblico. Sebbene i differenziali del debito sovrano di questi paesi si collochino attualmente su valori analoghi ai bassi livelli registrati prima della crisi asiatica, la valutazione dei mercati finanziari sembra ora trovare riscontro nella maggiore solidità delle condizioni economiche. Pertanto, nonostante il permanere di taluni elementi di fragilità, i migliorati fondamentali economici, sommati ai progressi nelle politiche strutturali e macroeconomiche, dovrebbero fornire a queste economie un margine contro gli shock esterni.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

All'inizio di aprile i prezzi del petrolio hanno toccato un nuovo massimo storico nel contesto di una notevole volatilità sul breve periodo. L'ondata di maltempo che ha colpito l'Europa e l'America settentrionale in febbraio si è unita alla pubblicazione di dati che segnalavano condizioni persistentemente tese dei fondamentali di mercato sospingendo verso l'alto le quotazioni, portando il greggio di qualità Brent a 57 dollari il 5 aprile. Il prezzo è poi lievemente diminuito il giorno dopo, terminando il periodo in esame con un aumento del 13,3 per cento rispetto a fine febbraio. Secondo le previsioni dell'Agenzia internazionale per l'energia (AIE), nel 2005 la domanda media giornaliera di petrolio dovrebbe aumentare di 1,8 milioni di barili rispetto all'anno precedente. Benché inferiore a quello di 2,7 milioni del 2004, tale incremento costituisce nondimeno una consistente revisione verso l'alto delle precedenti proiezioni dell'Agenzia. In un contesto in cui si prevede un aumento della produzione giornaliera dei paesi non appartenenti all'OPEC pari ad appena 0,9 milioni di barili, ciò vuol dire che nel corso del 2005 proseguiranno le pressioni della domanda sul petrolio prodotto dai paesi OPEC. Il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e, di conseguenza, la notevole sensibilità a variazioni inattese dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta dovrebbero mantenere i corsi petroliferi elevati e volatili nel breve periodo. Nelle attese degli operatori, il prezzo del petrolio dovrebbe scendere solo gradualmente verso i 50,9 dollari entro la fine del 2007.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

In costante crescita dagli inizi di febbraio, nella seconda metà di marzo i prezzi delle materie prime non energetiche hanno subito una lieve flessione. Tale risultato è principalmente riconducibile all'evoluzione dei prezzi degli alimentari e delle bevande, mentre le quotazioni delle materie prime industriali sono rimaste sostanzialmente stabili per tutto il mese di marzo. In tale mese i prezzi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, sono stati nell'insieme superiori del 7,3 per cento al livello registrato un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE GENERALI PER IL CONTESTO ESTERNO

L'economia mondiale e la domanda esterna dell'area dell'euro dovrebbero continuare a crescere a un ritmo relativamente sostenuto. Condizioni di finanziamento ancora favorevoli e i miglioramenti strutturali nei bilanci delle imprese in numerosi paesi, assieme alla robusta espansione dei profitti, dovrebbero sostenere ulteriori incrementi di attività. Anche gli indicatori anticipatori disponibili attestano il possibile protrarsi della fase espansiva, in un contesto in cui il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è ulteriormente aumentato in gennaio dopo i minimi dello scorso ottobre. Ciò nonostante, il prezzo persistentemente elevato del petrolio e la notevole volatilità dello stesso nel breve periodo rappresentano un rischio significativo per le prospettive economiche.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In febbraio la crescita sui dodici mesi di M3 è lievemente calata, rimanendo però sostanzialmente vigorosa sui livelli osservati negli ultimi mesi. L'effetto di stimolo derivante dal basso livello dei tassi di interesse ha continuato a rappresentare la principale determinante delle dinamiche monetarie, più che compensando l'impatto frenante della perdurante, ma graduale, normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro. Il livello contenuto dei tassi ha inoltre favorito il protratto vigore della dinamica dei prestiti. Nel complesso, la liquidità nell'area dell'euro è ancora significativamente più elevata di quanto necessario a finanziare una crescita economica non inflazionistica, il che potrebbe comportare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

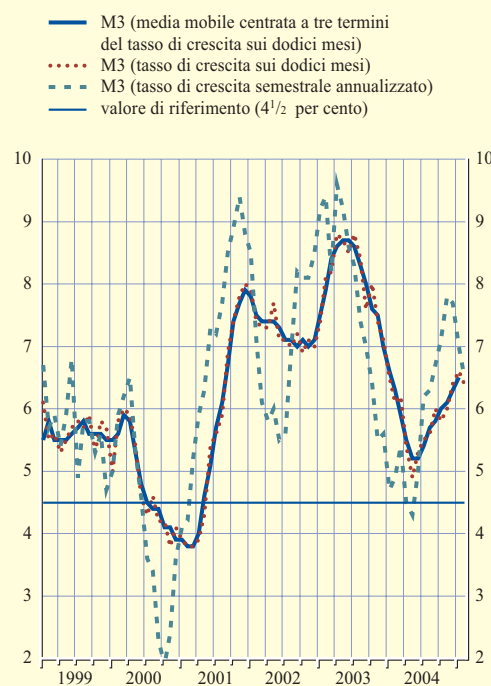
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso in febbraio al 6,4 per cento, dal 6,6 di gennaio, mentre la media a tre mesi è ulteriormente salita, al 6,5 per cento nel periodo tra dicembre 2004 e febbraio 2005, dal 6,3 di novembre 2004-gennaio 2005 (cfr. figura 3). Sebbene la crescita sui dodici mesi di M3 sia rimasta robusta, il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno è passato in febbraio al 6,5 per cento, dal 7,0 del mese precedente, riflettendo la lieve moderazione del ritmo dell'espansione monetaria in febbraio rispetto a quanto osservato nella seconda metà del 2004.

Per quanto riguarda i fattori all'origine delle dinamiche monetarie, i dati di febbraio confermano le valutazioni dei mesi precedenti. Gli andamenti monetari risultano ancora influenzati da due forze opposte. Da un lato, il basso livello prevalente dei tassi ha continuato ad alimentare le dinamiche monetarie tramite l'effetto di stimolo impresso sia sulle componenti liquide di M1 sia sui prestiti al settore privato. Dall'altro, la normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio, dopo il periodo di eccezionale preferenza per la liquidità tra il 2001 e la metà del 2003, ha continuato a esercitare un effetto contrapposto di contenimento sulla crescita di M3. Questo processo di normalizzazione continua tuttavia a procedere più lentamente di quanto prevedibile sulla base delle passate regolarità, e non è stato abbastanza forte da produrre un significativo assorbimento della liquidità in eccesso accumulata negli ultimi anni.

Al momento nell'area dell'euro è disponibile un livello di liquidità significativamente superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Una chiara riduzione di questa liquidità in eccesso dipenderà in maniera cruciale da un'ulteriore normalizzazione delle scelte di portafoglio del settore detento-

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.

re di moneta dell'area. In una prospettiva di medio termine, potrebbero manifestarsi dei rischi per la stabilità dei prezzi qualora una parte significativa di questa liquidità fosse impiegata per l'acquisto di beni e servizi nel contesto di un progressivo rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività economica. Di più, l'elevata liquidità in eccesso, unitamente a una forte crescita del credito, potrebbe divenire fonte di forti rincari delle attività, specie nei mercati degli immobili residenziali.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La dinamica di M1 ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3 in febbraio (cfr. tavola 1). A livello di singole componenti, rispetto a gennaio la crescita sui dodici mesi del circolante ha segnato una lieve moderazione (passando dal 18,5 al 18,3 per cento), mentre quella dei depositi a vista è ulteriormente aumentata (all'8,5 per cento, dal 7,7 del mese precedente). L'incremento di questi depositi sembra derivare in parte da uno spostamento di fondi dagli strumenti negoziabili, un movimento interno a M3 che non si è pertanto ripercosso sulla dinamica complessiva dell'aggregato ampio. La crescita dei depositi a breve diversi da quelli a vista è scesa in febbraio al 4,1 per cento, dal 4,4 di gennaio. Considerando congiuntamente i depositi a vista, gli altri depositi a breve e i contratti pronti contro termine inclusi fra gli strumenti negoziabili, si nota come in febbraio l'accumulo di questi strumenti sia diminuito, essenzialmente per effetto degli andamenti nei settori comprendenti le imprese non finanziarie e assicurative, in parte controbilanciati da un maggiore accumulo di disponibilità da parte delle famiglie.

Il contributo delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari alle dinamiche di M3 è diminuito in febbraio, proseguendo la tendenza al ribasso osservabile da metà 2004. Insieme all'ulteriore rafforzamento della domanda di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, questo andamento è indicativo della normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro, che stanno trasferendo fondi da strumenti liquidi verso attività più rischiose e a più lungo termine. Questo processo prosegue tuttavia più lentamente di quanto ci si potrebbe attendere in base alla passata esperienza.

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 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 gen.	2005 feb.
M1	45,3	11,0	10,2	9,6	9,3	9,3	9,9
Banconote e monete in circolazione	7,2	24,0	21,6	20,3	19,1	18,5	18,3
Depositi a vista	38,1	9,1	8,5	7,9	7,6	7,7	8,5
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,4	3,3	1,7	2,0	3,5	4,4	4,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,5	-4,4	-7,0	-5,8	-2,4	0,6	0,3
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	24,9	9,2	8,1	7,6	7,5	7,0	6,7
M2	85,7	7,2	6,0	5,8	6,4	6,9	7,1
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,3	2,3	2,0	4,0	3,8	4,7	2,2
M3	100,0	6,4	5,4	5,6	6,0	6,6	6,4
Credito a residenti nell'area dell'euro		5,8	6,0	6,2	6,0	6,5	6,6
Credito alle Amministrazioni pubbliche		6,0	6,4	6,4	3,7	3,5	3,9
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche		1,2	2,3	2,4	0,7	0,3	0,2
Credito al settore privato		5,7	5,9	6,2	6,6	7,3	7,3
Prestiti al settore privato		5,4	5,6	6,2	6,8	7,3	7,2
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		7,2	8,3	8,6	8,9	9,1	9,7

Fonte: BCE.

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

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, in febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto sostenuto, al 7,2 per cento, contro il 7,3 del mese precedente, di riflesso non soltanto all'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse, ma anche al miglioramento delle condizioni di offerta del credito. Il vigore della crescita dei prestiti ha interessato l'insieme dei principali settori non finanziari (cfr. tavola 2). Nel caso delle famiglie esso ha ricevuto il maggiore contributo dalla crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, invariata al 10,1 per cento sui dodici mesi in febbraio. Il considerevole aumento dei prestiti alle imprese non finanziarie in febbraio deriva in parte dalla ristrutturazione di passività, con una trasformazione delle scadenze dal medio-lungo al più breve termine, a fronte di un ulteriore rafforzamento della domanda di prestiti con scadenza pari o inferiore all'anno.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche è salito in febbraio al 3,9 per cento, dal 3,5 del mese precedente (cfr. tavola 1), principalmente a causa di un forte aumento delle disponibilità delle IFM in titoli non azionari emessi da queste Amministrazioni.

Fra le altre contropartite di M3, la crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) delle IFM è ancora cresciuta in febbraio, al 9,7 per cento, dopo il 9,1 di gennaio (cfr. tavola 1). Come già accennato, questo andamento fornisce un'ulteriore conferma all'interpretazione secondo cui le scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro hanno continuato a normalizzarsi, con il trasferimento di fondi da strumenti liquidi ad attività più rischiose e a più lungo termine.

In febbraio il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero si è mantenuto sui livelli positivi e sostanzialmente sostenuti osservati da metà 2004 (cfr. figura 4). Il protrarsi di un flusso positivo è in linea non soltanto con una riallocazione dei portafogli dei non residenti nell'area dell'euro

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 gen.	2005 feb.
Società non finanziarie	41,7	3,2	4,0	4,5	5,4	5,7	5,7
Fino a 1 anno	31,0	-2,5	-2,1	-0,6	2,5	2,9	3,4
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,5	3,6	6,4	6,1	6,2	7,9	6,9
Oltre 5 anni	51,6	6,9	7,2	7,2	6,9	6,7	6,7
Famiglie ²⁾	50,4	6,6	7,3	7,8	7,8	8,1	8,1
Credito al consumo ³⁾	13,4	4,3	5,7	6,2	5,8	6,5	6,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	68,3	8,4	9,0	9,8	10,0	10,1	10,1
Altri prestiti	18,3	2,3	2,3	1,8	1,7	2,4	2,3
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	8,6	18,8	17,5	37,1	16,5	25,5
Altri intermediari finanziari non monetari	7,2	9,0	8,7	8,7	9,3	9,7	8,9

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.

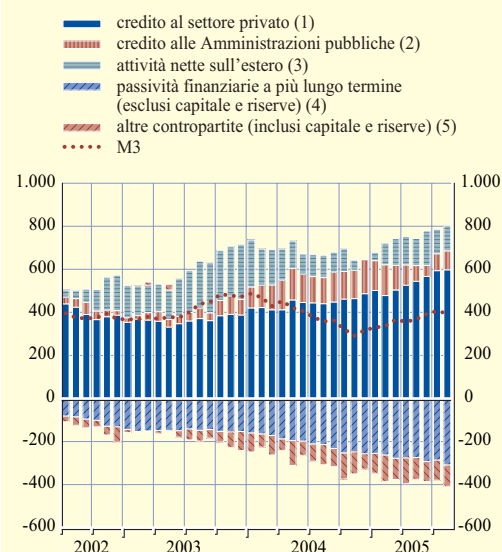
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

verso attività denominate in euro, ma anche con la riluttanza da parte del settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere. L'andamento delle attività nette sull'estero sottolinea così la lentezza del processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio di questo settore.

Sintetizzando le informazioni provenienti dalle contropartite di M3, il protrarsi dei flussi positivi delle attività nette sull'estero, insieme al perdurare vigore della domanda di prestiti delle IFM, hanno continuato a esercitare un forte effetto positivo sulla crescita di M3. Questo è stato controbilanciato dalla robusta espansione delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) delle IFM. Nonostante le indicazioni di una riallocazione dei portafogli da attività liquide verso attività più rischiose e a più lungo termine, il grado apparentemente ancora piuttosto elevato di avversione al rischio, la struttura dei tassi di interesse e le incertezze in merito all'evoluzione dei tassi di cambio sembrano impedire una più rapida normalizzazione delle scelte di portafoglio.

Figura 4 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

Nota: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In gennaio le emissioni di titoli di debito di residenti dell'area dell'euro sono cresciute sui dodici mesi a un tasso elevato, del 7,2 per cento, mentre quelle di azioni quotate sono rimaste contenute.

TITOLI DI DEBITO

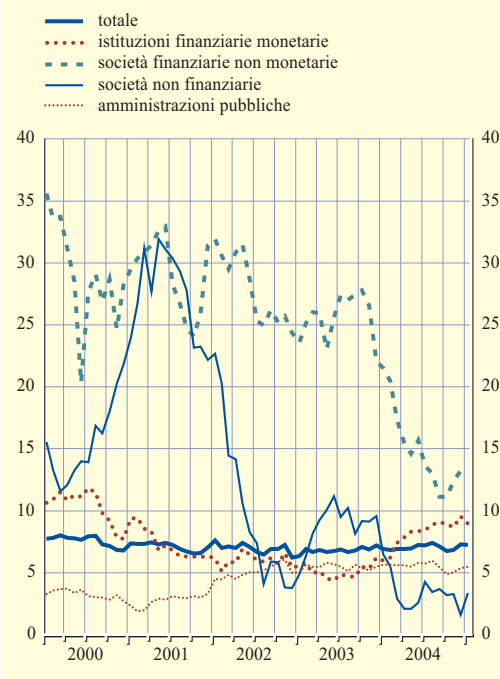
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è diminuito solo leggermente in gennaio, al 7,2 per cento, dal 7,3 del mese precedente (cfr. figura 5). Alla base di questo risultato vi è stato un considerevole calo nel tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli a breve termine, sceso di circa 3 punti percentuali all'1,9 per cento, mentre le emissioni di titoli a lungo termine hanno continuato a crescere vigorosamente, a un tasso del 7,8 per cento.

A livello settoriale, malgrado il lieve calo di gennaio, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto elevato, al 9,0 per cento, superiore alla media, già elevata, dell'8 per cento del 2004 (cfr. tavola 3). Come nei mesi precedenti, la crescita dei collocamenti netti delle IFM si deve soprattutto ai titoli di debito a lungo termine e a tasso variabile. Ciò potrebbe essere ricondotto al fatto che le IFM hanno approfittato dei rendimenti molto bassi sul segmento a breve della struttura per scadenze per rifinanziare le loro attività di prestito a più lungo termine.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle imprese diverse dalle IFM è aumentato di 0,8 punti percentuali, all'8,6 per cento in gennaio, riflettendo una crescita sostanzialmente invariata delle emissioni delle società finanziarie non monetarie e un'accelera-

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

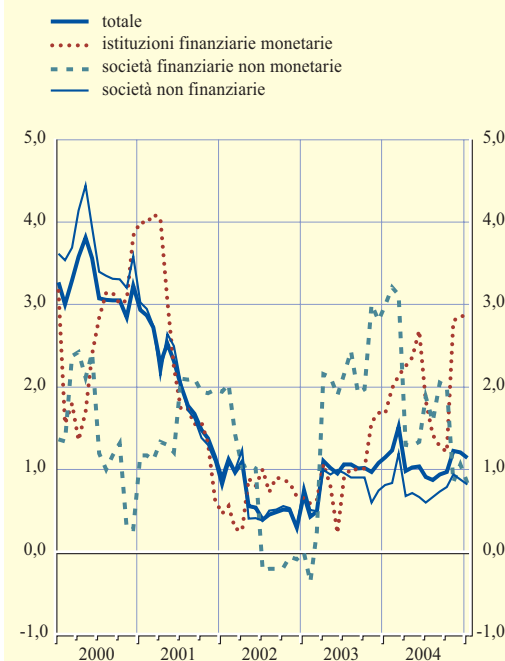
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

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.

zione di quelle delle società non finanziarie. Il tasso di crescita dei titoli emessi dalle società finanziarie non monetarie, che tipicamente forniscono finanziamenti indiretti alle IFM e alle società non finanziarie per il tramite di consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicle*), si è collocato al 13,1 per cento. I dati recenti segnalano che l'attività di emissione del settore è rimasta sostenuta, seppur inferiore alla media del 15 per cento circa del 2004.

La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie dell'area dell'euro è aumentata di 1,8 punti percentuali al 3,4 per cento in gennaio, compensando così il calo temporaneo del mese precedente. Il tasso di gennaio si è pertanto avvicinato a quello medio del 2004, pari al 3,7 per cento circa, ma rimane significativamente inferiore alla media del 2003, pari al 9 per cento. Il livello relativamente basso dell'attività di emissione delle imprese non finanziarie potrebbe ricondursi al miglioramento degli utili nel 2004, che ha accresciuto il risparmio interno e, di conseguenza, potrebbe aver ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Queste sembrano inoltre aver gradualmente incrementato la domanda di prestiti bancari a partire dalla seconda metà del 2004.

Per quanto riguarda il settore pubblico, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle Amministrazioni pubbliche è rimasto sostanzialmente invariato al 5,5 per cento in gennaio. Tale andamento riflette il livello relativamente moderato della crescita delle emissioni delle Amministrazioni centrali (5,0 per cento) e quello decisamente più elevato delle altre Amministrazioni pubbliche, pari al 14,8 per cento.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2004 4° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2004 dic.	2005 gen.
Emissione di titoli di debito:	9.307	6,9	7,0	7,3	6,9	7,3	7,2
IFM	3.592	6,3	8,0	8,7	9,0	9,5	9,0
Società finanziarie non monetarie	758	20,5	15,5	13,3	11,9	13,2	13,1
Società non finanziarie	594	6,0	2,3	3,6	3,0	1,6	3,4
Amministrazioni pubbliche	4.362	5,6	5,6	5,8	5,1	5,4	5,5
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.113	4,8	5,0	5,2	4,6	4,9	5,0
Altre amministrazioni pubbliche	249	21,4	18,5	16,4	14,4	14,1	14,8
Emissione di azioni quotate:	4.035	1,2	1,1	0,9	1,1	1,2	1,1
IFM	644	1,9	2,3	1,7	2,0	2,9	2,9
Società finanziarie non monetarie	406	3,1	1,6	1,7	1,5	1,1	0,8
Società non finanziarie	2.984	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8

Fonte: BCE.

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

AZIONI QUOTATE

Così come negli ultimi due anni, anche in gennaio l'attività nel mercato azionario primario è stata contenuta, come indica la crescita sui dodici mesi sostanzialmente invariata delle azioni quotate emesse dai residenti dell'area dell'euro, all'1,1 per cento (cfr. figura 6 e tavola 3). In particolare, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle imprese non finanziarie è rimasto modesto, allo 0,8 per cento, mentre il corrispondente tasso per le imprese finanziarie non monetarie (comprese le società di assicurazione) è leggermente calato di 0,3 punti percentuali, allo 0,8 per cento. Allo stesso tempo la crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è rimasta invariata al 2,9 per cento. Nel complesso, la modesta attività nel mercato azionario primario rispecchia probabilmente la bassa domanda di finanziamento esterno dovuta al miglioramento in atto degli utili societari e a una ripresa solo graduale degli investimenti nell'area dell'euro.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

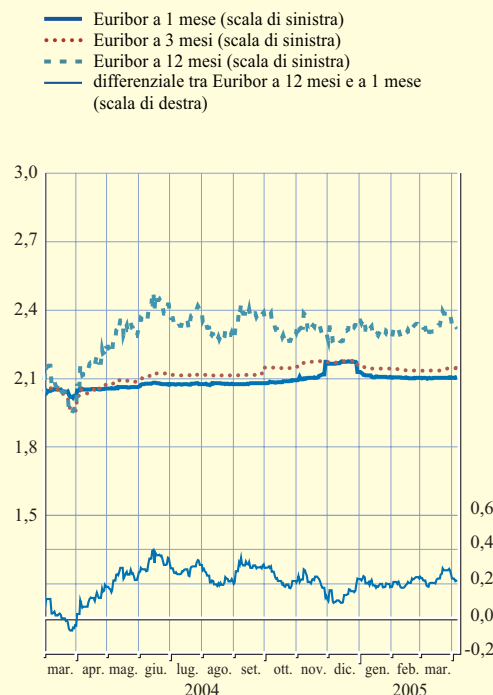
In marzo i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario sono rimasti molto stabili, mentre quelli a più lungo termine sono gradualmente aumentati per poi calare all'inizio di aprile al livello dell'inizio di marzo. La curva dei rendimenti del mercato monetario si è pertanto mantenuta sostanzialmente invariata fra l'inizio di marzo e l'inizio di aprile.

In marzo i tassi del mercato monetario nel segmento a breve della curva dei rendimenti sono rimasti molto stabili. Nello stesso periodo, l'Euribor a dodici mesi è inizialmente salito per poi calare, dopo l'inizio di aprile, al livello dell'inizio di marzo. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è mantenuta sostanzialmente invariata fra l'inizio di marzo e l'inizio di aprile. Il 6 aprile il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è collocato a 22 punti base (cfr. figura 7).

Nello stesso periodo i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti future con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2005 sono diminuiti leggermente, raggiungendo rispettivamente il 2,20, 2,30 e 2,43 per cento il 6 aprile.

Figura 7 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

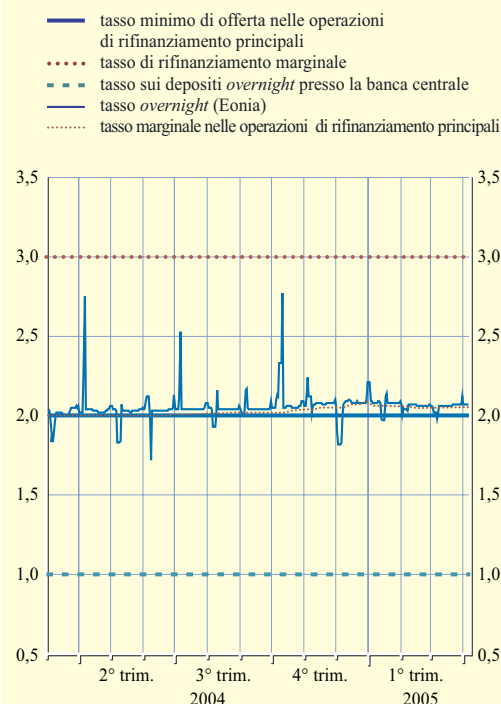
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

I tassi marginale e medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema (ORP) si sono stabilizzati, attestandosi al 2,05 per cento in tutte le operazioni prima di Pasqua. Il tasso medio ponderato è aumentato di un punto base nell'operazione regolare settimanale del 29 marzo 2005 per l'effetto di fine trimestre. L'Eonia si è mantenuto stabile a circa il 2,07 per cento per la maggior parte del mese con l'eccezione degli ultimi giorni del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 7 marzo. L'ultimo giorno di tale periodo l'Eonia è sceso al 2,01 per cento, un livello molto prossimo al tasso minimo di offerta dell'ORP dell'Eurosistema. L'esecuzione di un'operazione di *fine tuning* di assorbimento di liquidità per un ammontare di 3,5 miliardi di euro il 7 marzo ha contribuito a ripristinare condizioni di liquidità più equilibrate e ha impedito una flessione più marcata dei tassi di interesse *overnight* l'ultimo giorno del periodo di mantenimento. L'Eonia è cresciuto leggermente in prossimità della Pasqua e in modo più pronunciato verso la fine del mese a causa dell'effetto di fine trimestre. Il 31 marzo l'Eonia è salito al 2,12 per cento per poi scendere nei giorni seguenti al livello registrato prima della fine del mese, ossia al 2,07-2,08 per cento, parallelamente al rapido riassorbimento dell'effetto di fine trimestre (cfr. figura 8).

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 30 marzo, i tassi marginale e medio ponderato si sono portati al 2,09 e al 2,10 per cento, superiori di un punto base a quelli dell'operazione precedente (24 febbraio 2005) e inferiori rispettivamente di 6 e 5 punti base ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti il 30 marzo.

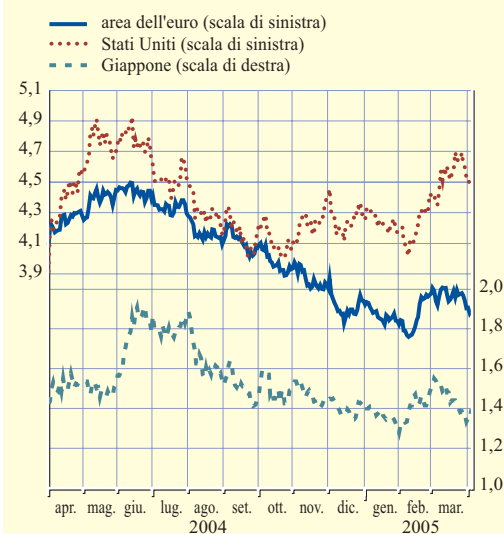
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono diminuiti leggermente in marzo e all'inizio di aprile, mentre quelli dei titoli statunitensi hanno concluso il periodo in esame su livelli più elevati, probabilmente riflettendo in certa misura mutamenti delle percezioni degli operatori circa le prospettive di crescita delle due economie. Nel contempo gli aumenti dei tassi di inflazione di pareggio suggeriscono un certo acuirsi dei timori degli investitori riguardanti l'inflazione, in particolare su orizzonti più brevi, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, presumibilmente a causa degli elevati e crescenti corsi petroliferi.

L'andamento dei tassi di interesse a lungo termine nelle ultime settimane è stato divergente nei principali mercati internazionali. Mentre i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti sono aumentati di circa 5 punti base fra la fine di febbraio e il 6 aprile, quelli di titoli analoghi nell'area dell'euro e in Giappone sono entrambi diminuiti di circa 10 punti base rispettivamente (cfr. figura 9). Il differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si è pertanto ampliato, collocandosi a circa 80 punti base il 6 aprile. Le differenti dinamiche nei maggiori mercati sembrano ascrivibili principalmente a mutamenti nelle aspettative di crescita degli investitori, a seguito della pubblicazione degli ultimi dati sull'attività nelle economie interessate, leggermente migliori delle attese degli operatori per gli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro e al Giappone. Inoltre, un ulteriore incremento delle quotazioni petrolifere nel periodo in esame sembra aver determinato più acuti timori di inflazione fra gli investitori, soprattutto su orizzonti temporali più brevi, come riflesso dai più alti tassi di inflazione di pareggio. L'incertezza degli operatori circa

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

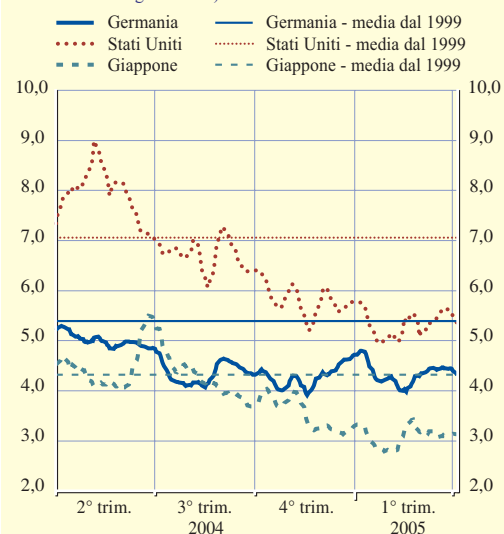


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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.

l'andamento a breve termine dei mercati obbligazionari, indicata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è rimasta relativamente contenuta nelle maggiori economie (cfr. figura 10).

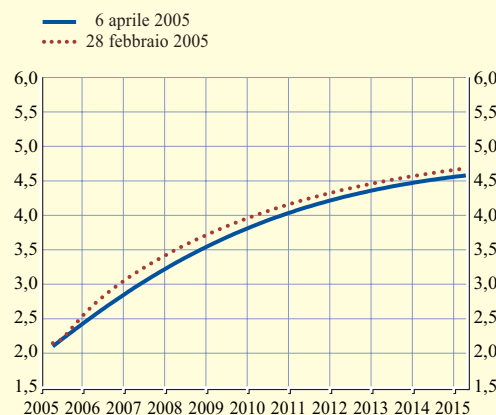
Negli Stati Uniti i tassi di interesse sono aumentati su tutte le scadenze in marzo e all'inizio di aprile, alla luce di preoccupazioni apparentemente maggiori fra gli operatori per quanto riguarda l'inflazione nonché della divulgazione di dati nel complesso favorevoli per quanto riguarda le prospettive economiche. Inoltre la curva dei rendimenti ha assunto un profilo più piatto, rispecchiando aspettative di un ritmo di inasprimento della politica monetaria lievemente più rapido di quanto atteso in precedenza. I rendimenti dei titoli a due anni, per esempio, sono cresciuti piuttosto marcatamente a seguito della decisione della Federal Reserve di aumentare l'obiettivo per il tasso sui *federal funds* di altri 25 punti base, al 2¾ per cento, il 22 marzo. Sebbene tale misura fosse ampiamente scontata dai mercati, gli operatori sono stati sorpresi dal comunicato del FOMC che ha accompagnato tale decisione in cui si affermava che le pressioni inflazionistiche sono aumentate negli ultimi mesi e che la capacità di fissazione dei prezzi da parte delle imprese si è rafforzata. Pertanto, il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è salito a circa il 2,9 per cento il 6 aprile. Nel contempo le aspettative del mercato circa la crescita economica negli Stati Uniti potrebbero essere state in certa misura riviste al rialzo in seguito alla pubblicazione di dati favorevoli sull'attività economica, come indicato da un leggero incremento, in marzo, dei rendimenti dei titoli indicizzati a dieci anni.

A differenza che negli Stati Uniti, nell'area dell'euro sembra che gli operatori di mercato abbiano leggermente corretto al ribasso le aspettative di crescita, probabilmente a causa del protrarsi di elevati e crescenti corsi petroliferi e della pubblicazione di dati macroeconomici generalmente contrastanti. Di conseguenza, il rendimento del titolo di Stato francese indicizzato allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco con scadenza nel 2012 è diminuito di circa 25 punti base fra la fine di febbraio e il 6 aprile. Tuttavia, il fatto che il rendimento dell'analogo titolo di Stato indicizzato italiano con scadenza nel 2008 sia diminuito in misura maggiore (di 40 punti base) suggerisce che i timori degli investitori siano divenuti più acuti per quanto riguarda le prospettive di crescita di breve-medio periodo nell'area dell'euro. Tale interpretazione è altresì in linea con il fatto che la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine implicita per l'area si è spostata verso il basso principalmente sugli orizzonti di breve e medio periodo (cfr. figura 11). Nondimeno, non si può escludere che alcune variazioni dei tassi reali e nominali in marzo come nei mesi precedenti abbiano anche rispecchiato fattori diversi dalle grandezze economiche fondamentali (cfr. riquadro 2).

Nel contempo i timori degli operatori relativamente alle pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro potrebbero essere leggermente aumentati, come suggerito da un incremento di circa 15 punti base del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni (misurato dal differenziale tra i rendimenti nominali dei titoli di Stato francesi con scadenza nel 2012 e quelli dei titoli indicizzati comparabili) fra la fine di febbraio e il 6 aprile, data in cui si è collocato attorno al 2,2 per cento.

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. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

Tuttavia, il tasso di inflazione di pareggio a più breve scadenza calcolato a partire dai titoli nominali e indicizzati italiani con scadenza nel 2008 è aumentato in misura maggiore (di circa 30 punti base), indicando che i timori inflazionistici degli operatori potrebbero essere cresciuti principalmente per quanto riguarda gli orizzonti temporali più brevi. L'incremento dei tassi di inflazione di pareggio dell'area dell'euro sembra essere soprattutto ascrivibile al recente andamento dei prezzi del petrolio.

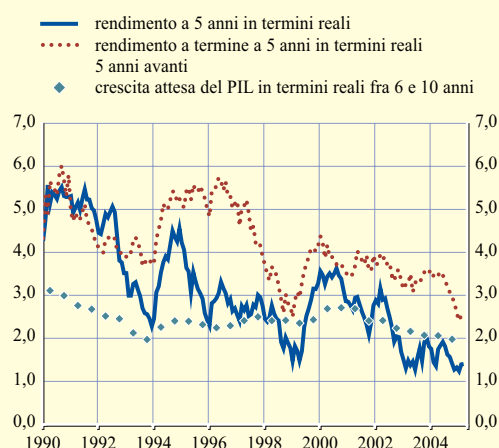
Riquadro 2**ANDAMENTI RECENTI DEI TASSI DI INTERESSE REALI A LUNGO TERMINE**

Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i tassi di interesse reali a lungo termine hanno subito un forte calo tra la metà del 2004 e la metà di febbraio 2005. La riduzione ha interessato in particolare i tassi reali a termine di lungo periodo, che hanno toccato livelli molto bassi in termini storici, mentre i tassi a pronti a più breve termine sono diminuiti meno nell'area dell'euro e sono persino aumentati negli Stati Uniti. Nonostante la recente ripresa, sia i tassi a pronti a lungo termine sia i tassi a termine permangono a livelli bassi rispetto alle aspettative di crescita estratte dalle indagini. Questo riquadro valuta i fattori che possono aver determinato i recenti andamenti dei tassi di interesse reali a lungo termine.

Le figure A e B riportano i rendimenti reali a pronti sulle obbligazioni a cinque anni e i rendimenti reali a termine (impliciti) a cinque anni sulle obbligazioni a cinque anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti negli ultimi 14 anni ¹⁾. Dalla metà del 2004, il rendimento quinquennale reale a termine è diminuito molto più marcatamente del corrispondente rendimento a pronti. Ciò è degno di nota in quanto i tassi a pronti a più breve termine tendono a variare mediamente in misura maggiore dei tassi

Figura A Rendimenti a pronti e a termine a cinque anni in termini reali e aspettative di crescita del PIL in termini reali fra sei e dieci anni per l'area dell'euro

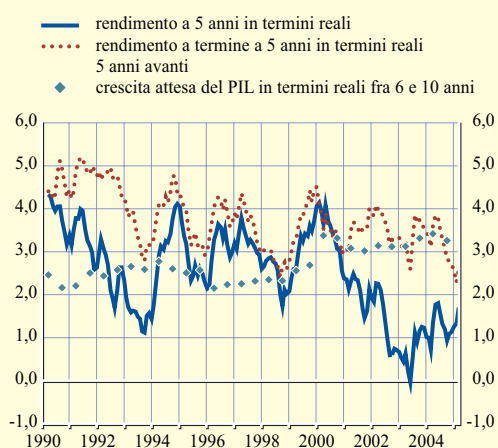
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Consensus Economics, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni della BCE.

Figura B Rendimenti a pronti e a termine a cinque anni in termini reali e aspettative di crescita del PIL in termini reali fra sei e dieci anni per gli Stati Uniti

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



Fonti: Consensus Economics, BRI ed elaborazioni della BCE.

1) Il rendimento reale a pronti *ex ante* sulle obbligazioni a cinque anni e il rendimento reale a termine (implicito) *ex ante* a cinque anni sulle obbligazioni a cinque anni sono derivati rispettivamente scontando il rendimento dei titoli di Stato quinquennali a cedola zero e il rendimento dei titoli di Stato quinquennali a cedola zero a termine a cinque anni con le aspettative di inflazione per periodi comparabili pubblicate da Consensus Economics.

a termine. Di fatto, sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti i tassi quinquennali reali a termine a cinque anni sono rimasti piuttosto stabili negli anni precedenti, malgrado alcuni bruschi movimenti del tasso quinquennale reale a pronti.

Le spiegazioni avanzate di recente per la riduzione dei tassi a termine di lungo periodo possono essere raggruppate in tre ampie categorie. In primo luogo, una prospettiva macroeconomica sottolinea l'importanza dei fattori fondamentali di lungo periodo nella determinazione dei tassi di interesse. In secondo luogo, si è argomentato che fattori strutturali hanno stimolato la domanda di obbligazioni e possono pertanto avere eroso il premio per il rischio sulle obbligazioni, particolarmente per quelle a più lungo termine. Infine, l'assunzione di posizioni speculative può aver esacerbato il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, mentre anche le condizioni di abbondante liquidità nell'economia globale a seguito di protratti periodi di politica monetaria accomodante sono state menzionate come possibile fattore di agevolazione del calo dei rendimenti.

Per quanto riguarda le determinanti macroeconomiche fondamentali, sembra che le preoccupazioni degli operatori di mercato circa le prospettive di crescita a lungo termine nelle principali economie abbiano svolto un ruolo piuttosto modesto nei recenti andamenti dei mercati obbligazionari. Nonostante la delusione del mercato per i dati sulla crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre in alcuni paesi dell'area dell'euro e per numerosi nuovi dati, inferiori alle attese, resisi disponibili, le prospettive di crescita a lungo termine a sei-dieci anni misurate da *Consensus Economics*, ad esempio, non hanno riportato flessioni significative nell'area dell'euro (cfr. figura A). Negli Stati Uniti sembra che la percezione della maggior parte degli operatori di mercato sia di una crescita economica vigorosa e nel contempo i tassi di riferimento sono stati innalzati. Pertanto, l'andamento delle aspettative di crescita a lungo termine non appare giustificare il calo dei rendimenti obbligazionari in termini reali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro.

Ciò implica che sono altri i fattori alla base dei recenti andamenti nei mercati obbligazionari, attinenti prevalentemente a modifiche dei premi per il rischio. Le modifiche strutturali, che sembrano aver generalmente incrementato la domanda di obbligazioni a più lungo termine, possono aver portato a un premio per il rischio complessivamente inferiore per le obbligazioni. Nell'area dell'euro, sembra che i fondi pensione in particolare abbiano incrementato le proprie disponibilità di titoli a lungo termine, come illustrato dalla figura C, che mostra gli acquisti netti cumulati sui dodici mesi di titoli a più lungo termine e azioni quotate da parte dei fondi pensione e delle società di assicurazione nell'area dell'euro²⁾. Gli acquisti di titoli a lungo termine da parte dei fondi pensione e delle società di assicurazione sono aumentati nel periodo successivo allo scoppio della cosiddetta "bolla" dei titoli tecnologici all'inizio del 2000. Nel contempo i loro acquisti di azioni sono significativamente rallentati. Sebbene i dati sui flussi di fondi per acquisti di titoli a lungo termine (con scadenza superiore a un anno) da parte dei fondi pensione e delle società di assicurazione siano disponibili solo fino al terzo trimestre del 2004, l'evidenza aneddotica suggerisce un protrarsi della tendenza al rialzo degli acquisti di titoli a lungo termine.

Varie modifiche dell'assetto regolamentare per i fondi pensione e le società di assicurazione sulla vita sono state avviate nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, nell'intento di ridurre i problemi di non corrispondenza nella durata delle loro attività e delle loro passività. La percezione generale è che tali modifiche regolamentari favoriranno un incremento degli acquisti di obbligazioni rispetto ad altre classi di attività per i fondi pensione e le società di assicurazione sulla vita. A causa di tali modifiche e degli effetti anticipatori della legislazione proposta potrebbe essersi verificato un incremento della

2) I dati sui flussi di fondi includono anche le società di assicurazione diverse dal ramo vita. Tuttavia, ci si attende che la distorsione causata da tale settore nelle tendenze complessive sia relativamente modesta.

domanda strutturale di obbligazioni con scadenze più lunghe da parte dei fondi pensione e delle società di assicurazione sulla vita.

Nel contempo i risparmi a fini pensionistici sono aumentati, quantomeno nell'area dell'euro, ed è probabile che tale tendenza continui, specialmente in considerazione delle sfide demografiche poste dall'invecchiamento della popolazione nella maggior parte delle economie sviluppate. Ciò potrebbe aver determinato un premio per il rischio inferiore sulle obbligazioni a lungo termine.

Inoltre negli Stati Uniti, i massicci acquisti di titoli di Stato da parte delle banche centrali asiatiche hanno probabilmente avuto un impatto significativo sui rendimenti obbligazionari a lungo termine³⁾. Vi sono tuttavia indicazioni secondo cui questo fattore avrebbe svolto un ruolo meno rilevante nei più recenti andamenti dei rendimenti obbligazionari poiché, come indicato dai dati pubblicati dalla Federal Reserve, la domanda di titoli del Tesoro statunitensi da parte di investitori ufficiali e istituzionali esteri si è stabilizzata agli inizi del 2005.

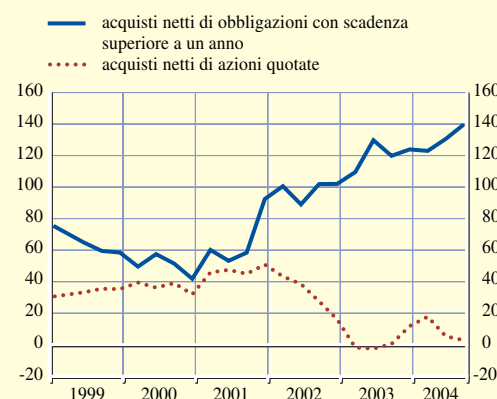
Sebbene alcuni di questi fattori più strutturali indichino la possibilità di una modifica permanente dei tassi di interesse reali a lungo termine, la rapidità del calo che si è registrato dalla metà del 2004 potrebbe suggerire che anche altri fattori di mercato temporanei collegati a comportamenti speculativi abbiano svolto un ruolo. Il presunto ampio utilizzo delle cosiddette operazioni di *carry trade*, che generano reddito da interessi, giacché implicano indebitamento a bassi tassi di interesse a breve termine e investimenti in strumenti a più lungo termine, potrebbe avere amplificato la tendenza calante dei rendimenti avviata da fattori più strutturali. Dato che tali operazioni sembrano sfruttare le tendenze di mercato, è possibile che abbiano accentuato l'indebolimento dei tassi di interesse a lungo termine. È probabile che tali flussi speculativi si invertano a un certo punto e non abbiano quindi un effetto permanente sul livello dei tassi a lungo termine.

Non si può escludere che il basso premio per il rischio sulle obbligazioni a lungo termine possa anche essere connesso alle condizioni di ampia liquidità presenti nel sistema finanziario globale a seguito dei protratti periodi di politica monetaria accomodante. Tuttavia va sottolineato che l'opinione secondo cui l'abbondanza di liquidità darebbe origine a inflazione dei prezzi delle attività, sebbene intuitivamente plausibile, è molto difficile da corroborare a livello empirico.

Nel complesso, il recente calo dei tassi di interesse reali a lungo termine potrebbe non essere riconducibile a modifiche significative delle attese di crescita degli operatori di mercato, e appare più probabilmente connesso a una diminuzione dei premi per il rischio richiesti sulle obbligazioni a lungo termine, originata da fattori strutturali e temporanei. Tale dinamica richiede un atteggiamento di costante vigilanza e un'analisi approfondita delle determinanti dei prezzi delle attività finanziarie.

Figura C Acquisti cumulati netti su un anno di obbligazioni a lungo termine e azioni da parte di istituzioni assicurative e fondi pensione nell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati trimestrali)



Fonte: BCE.

3) B. S. Bernanke, V. R. Reinhart e B. P. Sack, *Monetary policy alternatives at the zero Bound: an empirical assessment*, settembre 2004, *Finance and Economics Discussion Series* del Federal Reserve Board.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

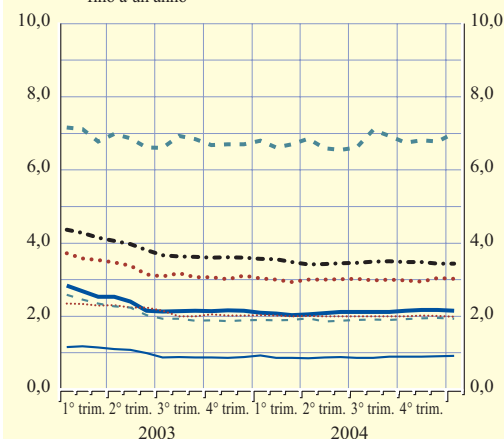
In gennaio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata, mentre i tassi a lungo termine hanno mostrato andamenti differenziati.

In gennaio 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). L'unica eccezione di rilievo è stata l'aumento di 23 punti base del tasso a breve termine sul credito al consumo delle famiglie, dovuto principalmente all'incremento di tale tasso in due paesi. Tuttavia, si dovrebbe notare che questo tasso applicato dalle IFM è molto volatile e che i movimenti a breve termine sono di difficile interpretazione. Da gennaio 2004 i tassi a breve delle IFM sui depositi hanno teso a crescere leggermente, rispecchiando variazioni dei corrispondenti tassi del mercato monetario, mentre la maggior parte dei tassi comparabili sui prestiti sono lievemente calati. Per esempio, fra gennaio 2004 e gennaio 2005 i tassi a breve termine sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (a

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 ¹⁾)

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



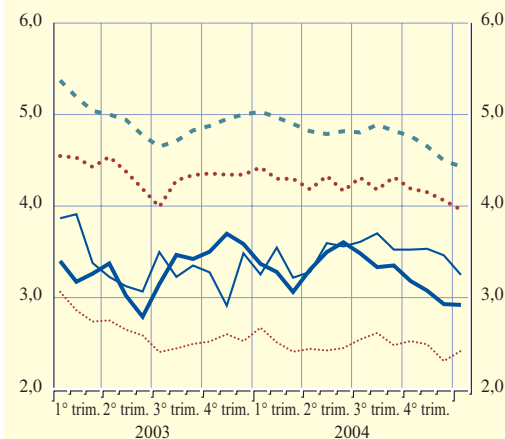
Fonte: BCE.

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 ¹⁾)

- rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni
- prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- - - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni



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.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati ¹⁾)

							Variazione in punti base fino a gennaio 2005			
	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.	2005 gen.	2003 gen.	2004 gen.	2004 ott.	2004 dic.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi										
Depositi delle famiglie										
con durata prestabilita fino a un anno	1,92	1,90	1,92	1,94	1,95	1,94	-65	4	2	-1
con durata prestabilita oltre due anni	2,61	2,48	2,53	2,49	2,31	2,42	-64	-25	-11	11
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	2,00	2,00	2,02	2,01	1,98	-36	-5	-2	-3
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,53	2,52	2,52	2,51	2,52	2,49	-79	-16	-3	-3
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,87	0,90	0,89	0,89	0,91	0,92	-24	-1	3	1
Depositi detenuti da società non finanziarie										
con durata prestabilita fino a un anno	1,98	2,00	2,04	2,04	2,08	2,04	-68	5	0	-4
con durata prestabilita oltre due anni	3,70	3,52	3,53	3,53	3,46	3,25	-62	-1	-28	-21
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti										
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,09	6,93	6,75	6,81	6,78	7,01	-16	21	26	23
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,49	3,50	3,49	3,48	3,44	3,43	-93	-13	-6	-1
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,89	4,82	4,76	4,65	4,50	4,43	-94	-60	-33	-7
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,40	5,38	5,40	5,37	5,27	5,36	-84	-29	-4	9
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,02	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	-89	-7	-3	0
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,71	4,70	4,65	4,55	4,44	4,46	-69	-39	-19	2
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,98	3,00	2,98	2,95	3,04	3,03	-70	0	5	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,18	4,32	4,19	4,15	4,06	3,96	-59	-46	-23	-10
Per memoria										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	-68	6	0	-2
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,53	2,60	2,47	2,41	2,36	2,39	-25	-2	-8	3
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,33	3,35	3,18	3,08	2,93	2,92	-48	-45	-26	-1

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.

tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale fino a un anno) sono complessivamente diminuiti di oltre 10 punti base, mentre i tassi a breve sui prestiti di importo contenuto (non superiori al milione di euro) a società non finanziarie sono scesi di circa 5 punti base. Per contro, il tasso di mercato monetario a tre mesi è aumentato di 6 punti base nello stesso periodo.

I tassi di interesse a lungo termine delle IFM sulle nuove operazioni hanno mostrato andamenti differenziati in gennaio 2005 (cfr. figura 13 e tavola 4). Ad esempio, i tassi sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni sono cresciuti di circa 10 punti base, mentre quelli sui depositi di società non finanziarie con la stessa scadenza sono scesi di circa 20 punti base. Tale dinamica è principalmente riconducibile agli andamenti eterogenei dei tassi di interesse nei singoli paesi.

Considerando un orizzonte temporale più lungo, tra gennaio 2004 e gennaio 2005 la maggior parte dei tassi a lungo termine sui prestiti e sui depositi è diminuita, benché nel complesso il calo dei primi sia stato lievemente più marcato di quello dei secondi. 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 40 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 60 punti base. Nel contempo i tassi delle IFM sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni sono scesi soltanto di 25 punti base e i tassi sui depositi di società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati, facendo pertanto sì che il differenziale fra i tassi sui depositi e quelli di mercato con scadenze analoghe si ampliasse. Ad esempio, nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni hanno mostrato una flessione di 45 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

Nel complesso, la tendenza al rialzo delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro osservata dalla metà del 2004 si è arrestata in marzo allorché i corsi azionari dell'area sono rimasti sostanzialmente invariati, in linea con gli andamenti dei mercati azionari mondiali. Le quotazioni azionarie internazionali in marzo e all'inizio di aprile sono state influenzate da diversi fattori talvolta contrastanti. Da un lato, i nuovi timori circa gli elevati e crescenti prezzi del petrolio sembrano aver avuto un impatto frenante; dall'altro, la protratta forte redditività delle imprese, in particolare nell'area dell'euro, ha probabilmente esercitato una concomitante pressione al rialzo.

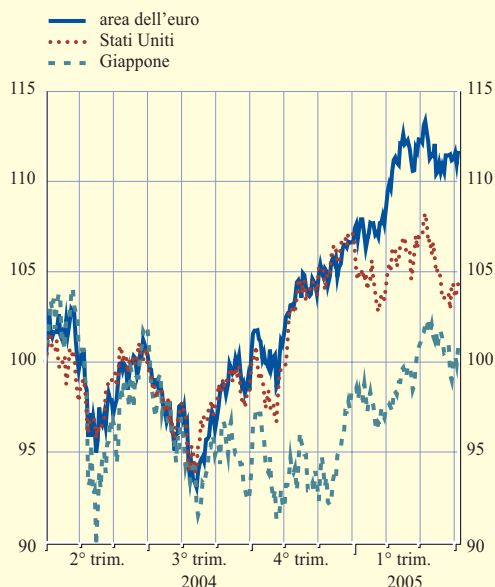
Le quotazioni azionarie nelle principali economie sono diminuite leggermente in marzo, interrompendo la generale tendenza al rialzo osservata da agosto 2004 (cfr. figura 14). Nel complesso, i corsi azionari nell'area dell'euro e in Giappone, misurati dagli indici azionari Dow Jones Euro Stoxx e Nikkei 225, sono variati solo marginalmente fra la fine di febbraio e il 6 aprile, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è diminuito dell'1,5 per cento. Nel contempo l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sugli indici azionari, è cresciuta notevolmente soltanto negli Stati Uniti e si è mantenuta essenzialmente invariata nell'area dell'euro. I livelli della volatilità implicita del mercato azionario all'inizio di aprile erano ancora piuttosto bassi in termini storici in tutti i mercati (cfr. figura 15).

Diversi fattori hanno influenzato i corsi azionari negli Stati Uniti. In particolare il forte incremento dei prezzi del petrolio sembra aver esercitato un effetto di contenimento. La reazione delle quotazioni azionarie a tale incremento dovrebbe riflettere, fra l'altro, attese di più elevati costi degli input delle imprese che, a loro volta, tendono ad abbassare le aspettative sugli utili societari. Inoltre, anche l'aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, operando come un fattore di sconto per le azioni, potrebbe aver esercitato una pressione al ribasso sulle quotazioni azionarie statunitensi.

Come negli Stati Uniti, i corsi petroliferi elevati e crescenti in tutto il periodo in esame hanno avuto un effetto negativo anche sulle quotazioni azionarie nell'area dell'euro. Nel contempo la protratta notevole redditività delle imprese dell'area ha probabilmente sortito un effetto contrario. I dati sugli utili di Thomson Financial Datastream indicano che gli utili aggregati delle società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx hanno continuato a crescere in marzo, a un tasso sui dodici mesi pari a circa il 35 per cento. L'incertezza degli operatori di mercato circa le prospettive di breve termine per i corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow

Figura 14 Indici dei corsi azionari

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

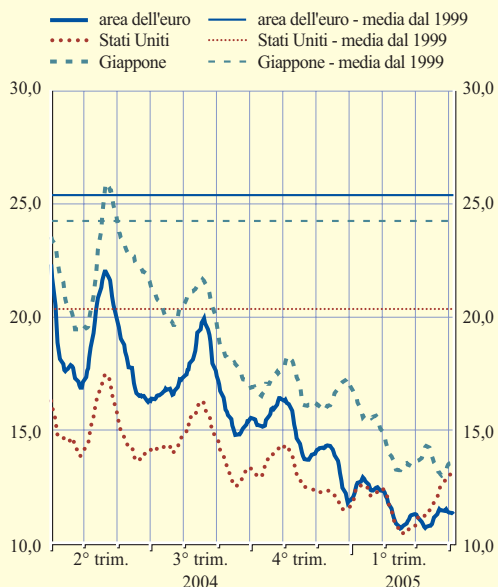


Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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.

Jones Euro Stoxx 50, è rimasta per lo più invariata nell'area dell'euro nell'ultimo mese (cfr. figura 15), rimanendo pertanto ben al di sotto della media storica dal 1999.

A livello settoriale, i risultati sono stati differenziati. In particolare, il comparto dei servizi sanitari ha conseguito risultati superiori a quelli dell'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx. Allo stesso tempo, i prezzi delle azioni nei settori tecnologico e delle telecomunicazioni sono diminuiti, rispecchiando in parte i timori degli investitori sul fatto che le imprese di tali settori possano non soddisfare le attese di utili relativamente elevati implicite in queste quotazioni.

3 PREZZI E COSTI

In febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,1 per cento, dall'1,9 del mese precedente, per effetto della pressione al rialzo esercitata dai prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati. Tuttavia, al netto di queste due componenti, l'inflazione armonizzata è scesa all'1,6 per cento. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta invariata al 2,1 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è aumentato in febbraio per il secondo mese consecutivo, al 4,2 per cento. Questo nuovo rialzo è attribuibile principalmente al rincaro del greggio che si riflette in maggiori aumenti dei prezzi alla produzione dei beni energetici. Gli indicatori del costo del lavoro diffusi di recente confermano che nel 2004 la crescita salariale è stata moderata. In prospettiva, è probabile che i corsi petroliferi determinino effetti di breve periodo dell'inflazione dell'area dell'euro. Nell'insieme, gli indicatori più recenti non indicano nell'area un rafforzamento delle pressioni inflazionistiche di fondo di origine interna.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER MARZO 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in marzo l'inflazione armonizzata dell'area dell'euro è rimasta invariata al 2,1 per cento (cfr. tavola 5). Sebbene non siano attualmente disponibili dati disaggregati, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici dovrebbe essere aumentata, per effetto del recente andamento dei corsi petroliferi, mentre potrebbe essere diminuita quella dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, a causa di un effetto base relativo all'introduzione di imposte sui tabacchi in alcuni paesi dell'area nel marzo dello scorso anno. Tale stima è tuttavia caratterizzata da un significativo grado d'incertezza, data la natura preliminare dei dati disponibili.

INFLAZIONE ARMONIZZATA A FEBBRAIO 2005

In febbraio l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è salita al 2,1 per cento, 0,2 punti percentuali in più del mese precedente (cfr. figura 16) e 0,1 punti percentuali in più della stima rapida dell'Eurostat. Tale aumento riflette soprattutto l'incremento relativamente marcato delle

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.	2005 gen.	2005 feb.	2005 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1
Beni energetici	3,0	4,5	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	.
Servizi	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	4,1	3,7	3,5	3,9	4,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	39,4	34,5	30,0	33,6	35,2	40,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	3,7	0,4	-0,2	3,1	3,1	-0,4

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

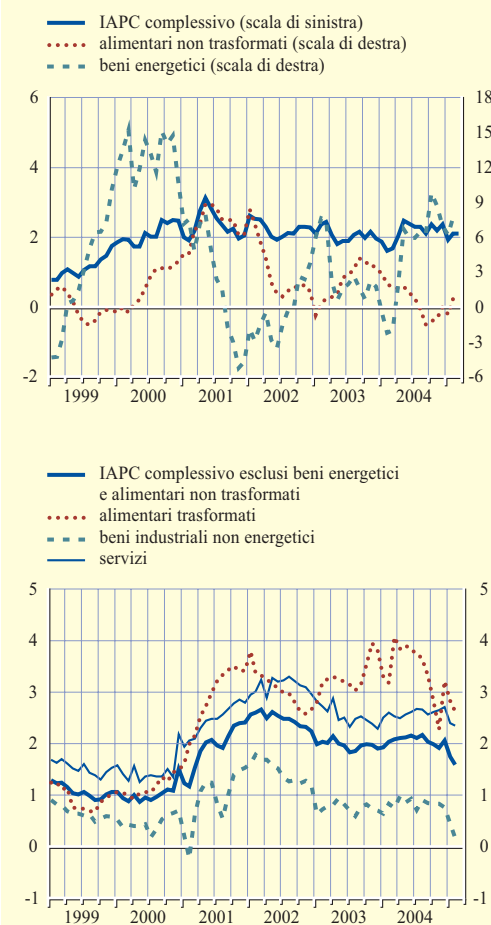
1) L'inflazione armonizzata di marzo 2005 fa riferimento alla stima rapida dell'Eurostat.

componenti più volatili, ossia beni energetici e prodotti alimentari non trasformati. Il tasso di variazione dei prezzi dei beni energetici, in particolare, è cresciuto a causa dell'aumento dei corsi petroliferi di febbraio. L'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati è riconducibile sia a un effetto base sia alle condizioni climatiche sfavorevoli di febbraio in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Sempre in febbraio, la crescita dello IAPC al netto degli alimentari non trasformati e dei beni energetici è scesa di 0,1 punti percentuali, all'1,6 per cento. Questa flessione, tuttavia, è principalmente imputabile ai contributi negativi dei prezzi di alcune componenti variabili e fortemente stagionali, quali abbigliamento, calzature e vacanze organizzate. Anche la crescita dei prodotti alimentari trasformati è diminuita, forse per effetto delle recenti diminuzioni dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati. Il tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è ulteriormente sceso in febbraio allo 0,2 per cento, dallo 0,5 di gennaio. In questa fase è ancora difficile valutare se questo andamento sia dovuto a modifiche nella variabilità dei saldi di fine stagione o se rifletta una moderazione più duratura. Infine, la crescita dei prezzi dei servizi è rimasta stabile in febbraio, al 2,4 per cento, nonostante un netto calo rispetto al mese precedente dei prezzi delle vacanze organizzate, caratterizzati da forte variabilità stagionale.

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Quanto ai dati di indagini congiunturali sull'inflazione percepita dai consumatori, il riquadro 3 analizza la discrepanza fra l'inflazione percepita, rilevata dall'indagine presso i consumatori della Commissione europea, e l'andamento effettivo dell'inflazione armonizzata negli ultimi anni.

Riquadro 3

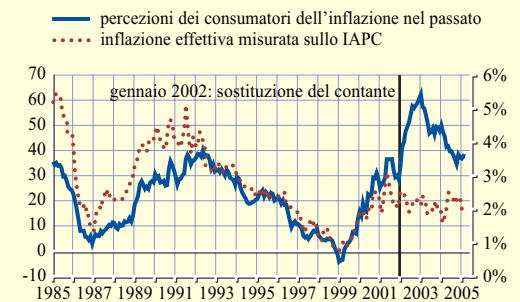
L'INFLAZIONE PERCEPITA DAI CONSUMATORI SI DISCOSTA ANCORA DALLE STATISTICHE UFFICIALI?

A partire dall'introduzione delle banconote e delle monete in euro nel gennaio 2002 sembra essersi spezzato lo stretto legame prima esistente fra l'inflazione percepita dai consumatori e quella effettiva misurata sullo IAPC (cfr. figura). Le percezioni sull'inflazione da parte dei consumatori sono oggetto di un'indagine mensile della Commissione europea, che poi ne ricava un

indicatore qualitativo. Quest'ultimo corrisponde alla differenza fra la quota ponderata dei partecipanti all'indagine che affermano che i prezzi al consumo sono aumentati negli ultimi dodici mesi e la quota ponderata di quelli che affermano che nello stesso periodo i prezzi sono diminuiti o sono rimasti sostanzialmente invariati. Pertanto, l'indicatore dell'inflazione percepita si configura come un saldo percentuale e fornisce solo informazioni qualitative sulle percezioni della variazione di segno dell'inflazione negli ultimi dodici mesi. Mentre agli inizi del 2002 non si è osservata nessuna variazione sostanziale dell'inflazione effettiva, l'indicatore qualitativo dell'inflazione percepita è nettamente aumentato per raggiungere un picco nel gennaio 2003. Da allora, le percezioni sull'inflazione si sono moderate, riducendo gradualmente lo scarto con l'andamento effettivo dei prezzi. L'aggiustamento al ribasso dell'inflazione percepita nell'area dell'euro, pur essendo proseguito nel 2004, lascia spazio per ulteriori correzioni.

Percezioni dei consumatori sull'inflazione nel passato e andamento effettivo dell'inflazione misurata sullo IAPC

(saldi percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Commissione europea.

Nota: l'ultimo dato relativo all'inflazione effettiva misurata sullo IAPC si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat per marzo 2005.

Sono state avanzate una serie di motivazioni per spiegare la discordanza fra l'inflazione percepita e l'andamento effettivo dell'inflazione osservata nel periodo immediatamente successivo alla sostituzione del contante¹⁾. In particolare, i prezzi di alcuni articoli, cui i consumatori attribuirebbero maggior peso della quota effettiva assegnata nello IAPC in quanto acquistati più di frequente (ad es. beni alimentari ed energetici), sono effettivamente cresciuti in misura maggiore, in termini relativi, all'epoca della sostituzione del contante. Sebbene alcuni fra tali rincari non fossero collegati all'introduzione delle banconote e delle monete in euro, molti consumatori li avrebbero associati a tale evento. Di fatto, l'Eurostat ha stimato che l'impatto della sostituzione del contante nel 2002 è compreso fra 0,12 e 0,29 punti percentuali dell'inflazione armonizzata complessiva dell'area dell'euro.

Nell'ultima indagine della Commissione europea sui cittadini e l'euro, pubblicata nel dicembre 2004²⁾, il 95 per cento dei cittadini dell'area ritiene che l'introduzione dell'euro abbia favorito l'aumento dei prezzi. È notevole che questa valutazione sia condivisa fra le classi di età e sesso, i livelli di istruzione, le categorie sociali e i contesti geografici.

Studi empirici recenti hanno messo in luce il ruolo dei fattori psicologici nello spiegare la discordanza fra l'inflazione percepita dai consumatori e l'andamento effettivo dell'inflazione. Fra questi rientrano, in particolare, il ruolo delle attese a priori. Ad esempio, la ferma convinzione che i prezzi sarebbero stati aumentati o arrotondati a discapito dei consumatori avrebbe influito in maniera considerevole e significativa sulle successive percezioni di inflazione³⁾.

1) Per maggiori dettagli, si vedano i riquadri del Bollettino mensile sull'inflazione percepita nell'area dell'euro pubblicati nel luglio 2002 e nell'ottobre 2003.

2) Commissione europea (2004), "The Euro, three years later", *Flash Eurobarometer 165*, dicembre.

3) Traut-Mattausch, E., Schulz-Hardt, S., Greitemeyer, T., Frey, D. (2004), "Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increases due to the introduction of the euro", *European Journal of Social Psychology*, vol. 34, n. 6, pagg. 739-760.

Vi sono altresì evidenze che la lentezza con cui i cittadini si sono adattati all'euro potrebbe aver giocato un ruolo. Infatti, è stato dimostrato che le percezioni sull'inflazione sembrano essere influenzate dalla difficoltà dei consumatori di adattarsi alla nuova valuta ⁴⁾. Una ragione dell'inerzia nella correzione delle percezioni sull'inflazione potrebbe quindi risiedere nel fatto che quasi la metà dei cittadini dell'area dell'euro continua a segnalare "molte" o "alcune" difficoltà nell'usare l'euro, secondo l'indagine della Commissione europea di dicembre 2004 sui cittadini e l'euro.

Infine, le valute nazionali rimangono un forte punto di riferimento per una gran parte dei cittadini dell'area. Nell'indagine del dicembre 2004 condotta dalla Commissione europea, il 25 per cento degli intervistati ha riferito di contare mentalmente, nelle normali transazioni quotidiane, solo nella valuta nazionale e un altro 22 per cento di pensare in euro e/o in valuta nazionale. La proporzione di persone che usano come riferimento unità in valuta nazionale aumentava sostanzialmente per acquisti eccezionali, come l'acquisto di un'automobile o di una casa, per i quali solo il 19 per cento contava mentalmente solo in euro. Potrebbe quindi persistere un grado di confusione fra il livello dei prezzi di riferimento in valuta nazionale, che è rimasto "congelato nel tempo" nelle menti dei consumatori, e quello in euro dodici mesi prima che i consumatori dovrebbero avere a mente nel rispondere alle indagini sull'inflazione percepita.

Un'analisi più dettagliata degli andamenti nei paesi dell'area dell'euro

L'inflazione percepita dai consumatori è aumentata, seppure in misura diversa, in tutti i paesi dell'euro all'epoca della sostituzione del contante (cfr. tavola). Tuttavia, dalla metà del 2003 si è potuto osservare un'evidente tendenza calante dell'indicatore in Germania, Italia, Irlanda e Paesi Bassi. In misura minore è diminuita anche l'inflazione percepita in Spagna, Lussemburgo e Portogallo, mentre è rimasta sostanzialmente stabile in Grecia, Francia, Austria e Finlandia. Un andamento al rialzo dell'inflazione percepita è stato registrato solo in Belgio. La tendenza a un adeguamento al ribasso in gran parte dei paesi dell'area dell'euro può essere spiegata da

Percezioni d'inflazione nel corso degli ultimi 12 mesi nei diversi paesi dell'area dell'euro

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)

	2001	2002	2003	2004	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	Differenza 4° trim. 2004- 4° trim. 2001
Belgio	40	39	45	49	48	47	48	52	18
Germania	39	68	47	28	34	28	27	24	-16
Grecia	28	36	67	67	67	67	68	67	49
Spagna	31	44	59	54	59	54	52	53	28
Francia	21	43	45	47	52	46	46	43	16
Irlanda	48	51	60	47	55	45	44	46	10
Italia	29	38	67	51	67	53	42	40	24
Lussemburgo	-	35	39	39	42	38	38	40	-
Paesi Bassi	44	73	72	37	50	37	33	29	-15
Austria	16	30	37	39	42	41	36	38	27
Portogallo	37	42	51	45	47	48	41	44	7
Finlandia	-13	0	-7	-8	-11	-9	-9	-5	11
Area dell'euro	31	51	51	41	48	41	38	37	8

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

4) Mastrobuoni, G. (2004), *The effect of the euro-conversion on prices and price perceptions*, Working Paper del CEPS, n. 101, settembre.

due fattori. In primo luogo, in alcuni casi, soprattutto in Italia, Paesi Bassi e Portogallo, l'aggiustamento al ribasso dell'inflazione percepita ha coinciso con una flessione dell'inflazione effettiva misurata sullo IAPC. In secondo luogo, in alcuni paesi esso sembra essere una reazione all'eccessiva sopravvalutazione dell'inflazione percepita nel 2002 e 2003. In particolare, questa potrebbe essere la spiegazione della flessione dell'inflazione percepita in Germania negli ultimi due anni. Tuttavia, nonostante il recente calo dell'inflazione percepita in gran parte dei paesi dell'area, è degno di nota il fatto che la maggioranza dei consumatori abbia ancora l'impressione di un'inflazione elevata, rispetto alla percentuale che pensava altrettanto alla fine del 2001. Solo nel caso della Germania e dei Paesi Bassi il livello dell'indicatore qualitativo dell'inflazione percepita è attualmente inferiore rispetto all'epoca dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro.

Nel complesso dell'area, nonostante i differenti andamenti fra paesi, sembra esserci spazio per ulteriori correzioni al ribasso dello scostamento fra inflazione percepita ed inflazione misurata, man mano che, con il passare del tempo aumenti, l'abitudine all'uso dell'euro.

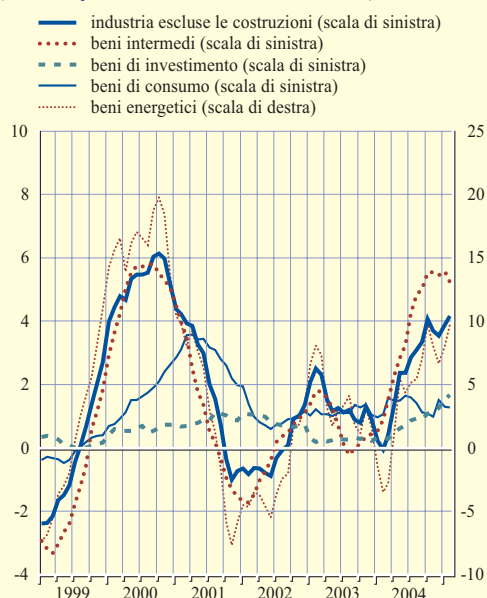
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

In febbraio la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione, al netto delle costruzioni, è aumentata al 4,2 per cento, dal 3,9 del mese precedente (cfr. figura 17). Quest'ulteriore accelerazione è principalmente riconducibile all'elevato, e crescente, tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici, che riflette i contestuali rincari petroliferi; esso è salito al 9,7 per cento, dall'8,1 di gennaio. Al contrario, sempre in febbraio, la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria, al netto delle costruzioni e dell'energia, è lievemente diminuita, al 2,8 per cento. Per quanto concerne le diverse componenti dell'indice dei prezzi alla produzione, la crescita dei prezzi dei beni intermedi, pur essendo lievemente calata al 5,2 per cento dal 5,6 del mese precedente, è rimasta relativamente elevata, probabilmente riflettendo i livelli crescenti dei prezzi delle materie prime negli ultimi mesi. Il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è rimasto stabile all'1,3 per cento; è proseguita dunque la tendenza di crescita relativamente modesta osservata negli ultimi due anni. Ciò suggerisce che finora sono state molto contenute le pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo derivanti dall'aumento dei prezzi alla produzione. Quanto ai prezzi alla produzione dei beni d'investimento, la crescita è salita all'1,7 per cento dall'1,5 di gennaio, confermando la tendenza di graduale rialzo in atto dagli inizi del 2004.

Per quanto riguarda le indagini congiunturali, l'Eurozone Input Price Index (EPI), basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero, ha mostrato in marzo un'ulteriore flessione (cfr. figura 18); rimane tuttavia al di sopra di 50, indicando una continua, sebbene più lenta, crescita dei prezzi degli input. Ciò è probabilmente la conseguenza degli elevati prezzi del petrolio e di alcune materie prime, come l'acciaio. In marzo è diminuito anche l'indice dei prezzi dell'output nel settore manifatturiero, che tuttavia rimane superiore a 50, segnalando un continuo, seppure più moderato, incremento dei prezzi alla produzione. Ciò suggerisce che i produttori hanno continuato a trasferire parte degli incrementi dei prezzi degli input lungo la catena di formazione dei prezzi. Nel settore dei servizi sono scesi, sempre in marzo, entrambi gli indici dei prezzi degli input e dell'output, che tuttavia restano superiori a 50, suggerendo la prosecuzione dell'espansione.

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

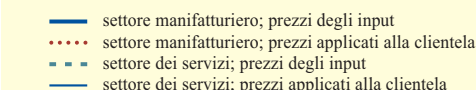
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 18 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Research.

Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori del costo del lavoro nel quarto trimestre del 2004 continuano a segnalare una dinamica salariale moderata. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali nel quarto trimestre, pari al 2,2 per cento, è risultato superiore di 0,2 punti percentuali rispetto al trimestre precedente ma leggermente inferiore rispetto alla prima metà dell'anno (cfr. tavola 6).

Gli altri indicatori del costo del lavoro confermano il quadro complessivo di moderata crescita salariale nell'area dell'euro (cfr. figura 19). La crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

nel settore delle imprese non agricole è aumentata al 2,2 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno, dall'1,8 del trimestre precedente. Questo quadro complessivo di crescita moderata può essere osservato con maggiore chiarezza in una prospettiva di più lungo termine, con la crescita del costo orario del lavoro nell'intero 2004 pari al 2,3 per cento, in calo dal 3,4 e 2,7, rispettivamente, del 2002 e del 2003.

Quanto ai redditi per occupato, è prevedibile una certa ripresa nel quarto trimestre per l'attenuarsi dell'impatto eccezionale dei dati del settore pubblico italiano nel terzo trimestre. Ciò nonostante, in una prospettiva di più lungo termine, anche in questo caso il quadro complessivo è quello di una crescita moderata, diffusa nei settori dell'industria, dei servizi e, sebbene in misura minore, delle costruzioni. L'incremento sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è sceso allo 0,9 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno, dall'1,3 del trimestre precedente; prosegue dunque il rallentamento ciclico. Questo andamento dovrebbe comportare, nel quarto trimestre, un aumento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, seppure su livelli ancora storicamente contenuti.

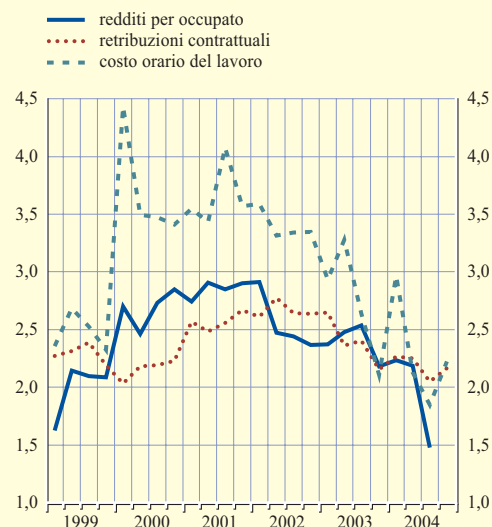
Nel complesso, le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro fino alla fine del 2004 sono state molto limitate.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere leggermente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, con un andamento a breve termine determinato dalle variazioni dei corsi petroliferi. Nel medio termine, gli indicatori più recenti non segnalano nell'area dell'euro l'accumularsi di forti pressioni inflazionistiche di fondo di origine interna. In particolare, gli incrementi salariali dovrebbero rimanere contenuti, rispecchiando la modesta crescita economica e il perdurare di condizioni di debolezza del mercato del lavoro. Nel contempo, tuttavia, si devono prendere in considerazione alcuni rischi al rialzo. Vanno tenuti sotto stretta osservazione i vigorosi aumenti dei corsi petroliferi nonché l'andamento delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Occorre rimanere vigili anche per il potenziale rischio che gli scorsi aumenti dell'inflazione inducano effetti di secondo impatto nel processo di fissazione di salari e prezzi. A questo riguardo è particolarmente importante il senso di responsabilità delle parti sociali. Inoltre, si deve tenere sotto osservazione l'andamento delle attese sull'inflazione a più lungo termine.

Figura 19 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nella seconda metà del 2004 il tasso medio di incremento sul trimestre precedente del PIL in termini reali nell'area dell'euro è sceso allo 0,2 per cento, a fronte di un incremento dello 0,6 per cento nel primo semestre dello scorso anno. La debole crescita nel quarto trimestre è ascrivibile al contributo negativo della variazione delle scorte e delle esportazioni nette che hanno parzialmente controbilanciato il contributo positivo della domanda interna. La produzione industriale ha ripreso slancio al volgere dell'anno, benché i dati più recenti delle indagini appaiano incerti. Anche gli indicatori della spesa delle famiglie hanno fornito segnali contrastanti per quanto riguarda l'andamento dei consumi privati all'inizio dell'anno. Per quanto attiene al mercato del lavoro, i dati e gli indicatori disponibili suggeriscono che le condizioni sono rimaste sostanzialmente invariate all'inizio del 2005.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

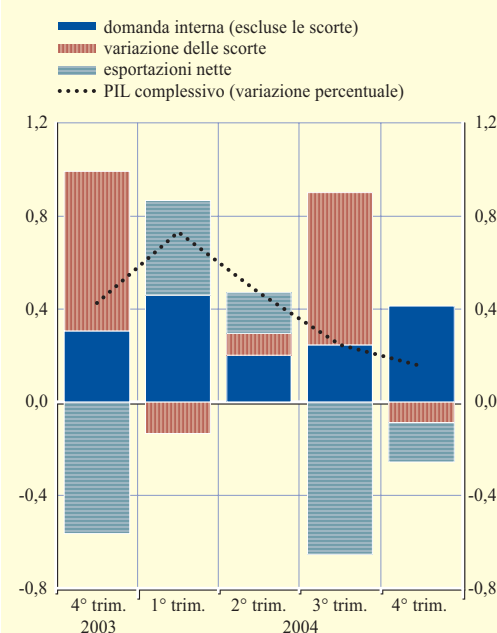
Nel secondo semestre del 2004 la crescita del PIL nell'area sarebbe scesa, collocandosi sia nel terzo trimestre che nel quarto allo 0,2 per cento sul periodo precedente, a fronte di un incremento medio dello 0,6 per cento nella prima metà dell'anno.

La scomposizione della crescita nel quarto trimestre per componenti di spesa rivela l'andamento relativamente positivo della domanda interna (escluse le scorte), in contrasto con la dinamica meno favorevole delle scorte e delle esportazioni nette. Il contributo alla crescita della domanda interna (escluse le scorte) si è rafforzato nel quarto trimestre, mentre quello fornito dalla variazione delle scorte e dalle esportazioni nette è stato negativo (cfr. figura 20). Il maggiore contributo della domanda interna è connesso alla ripresa dei consumi privati dopo due trimestri di stagnazione, mentre la crescita degli investimenti ha mantenuto il suo slancio. Il contributo negativo delle scorte nel quarto trimestre potrebbe riflettere una parziale inversione rispetto all'eccezionale incremento nel trimestre precedente. Sul versante esterno, il ridimensionamento della crescita delle esportazioni nel quarto trimestre, riconducibile al rallentamento della domanda esterna e alle conseguenze dell'apprezzamento dell'euro, è stato più che compensato da un sensibile calo della crescita delle importazioni. Pertanto, le esportazioni nette hanno avuto un impatto meno negativo sulla crescita nel quarto trimestre rispetto a quanto fatto nel terzo.

Gli effetti statistici connessi alle giornate lavorative potrebbero aver contribuito a determinare la stima di una crescita del PIL contenuta nel quarto trimestre. Nel complesso del 2004, a causa del numero eccezionalmente elevato di giornate lavorative, il PIL sarebbe aumentato dell'1,8 per cento secondo il calcolo corretto per il numero dei giorni lavorativi e del 2 per cento in assenza di tali aggiustamenti.

Figura 20 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Il calo della crescita tra la prima e la seconda metà del 2004 ha interessato tutti i settori. Tuttavia, mentre il settore dei servizi sembra abbia recuperato un certo slancio tra il terzo e il quarto trimestre, quello dell'industria nel suo complesso avrebbe continuato a rallentare. Più in particolare, il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni ha fatto segnare un ulteriore rallentamento nel quarto trimestre, mentre il settore delle costruzioni avrebbe in parte recuperato.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Dopo una contrazione nel quarto trimestre del 2004, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha avuto un avvio favorevole nel 2005, a conferma della valutazione secondo cui sarebbe lecito attendersi una ripresa nel primo trimestre. La produzione industriale è aumentata sul mese precedente sia in dicembre che in gennaio, determinando un livello di partenza elevato per il primo trimestre: a gennaio, infatti, ha sopravanzato dello 0,6 per cento il suo valore medio nel quarto trimestre del 2004. Segnali di un lieve miglioramento si possono ricavare anche dalla minore variabilità della media mobile a tre mesi: in termini di variazioni sui tre mesi, la crescita della produzione industriale si è riportata su valori positivi nel periodo fino a gennaio, dopo essere calata in precedenza.

Per quanto riguarda le principali categorie industriali, in gennaio la produzione è cresciuta sul mese precedente per i beni di investimento e intermedi, mentre è ristagnata nel settore dei beni di consumo ed è diminuita in quello energetico. In gennaio la crescita è stata più vigorosa nel settore dei beni di investimento, dove nel quarto trimestre il calo era stato particolarmente pronunciato. Nondimeno, in base alla media mobile a tre mesi, la produzione nel settore dei beni di investimento è diminuita fortemente dal novembre 2004 al gennaio 2005 rispetto al precedente periodo di tre mesi, mentre nello stesso periodo è aumentata la produzione nei settori dei beni intermedi e di consumo (cfr. figura 21). Per quanto riguarda il settore dei beni di consumo, il miglioramento è il risultato di andamenti differenti tra le industrie che producono beni durevoli e quelle produttrici di beni non durevoli: mentre le prime hanno subito una contrazione, le seconde hanno evidenziato un lieve miglioramento.

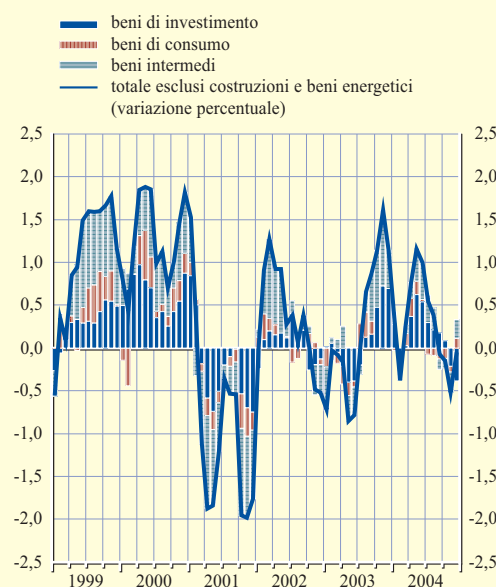
In gennaio i nuovi ordini effettivi nel settore manifatturiero sono notevolmente diminuiti. Il calo, tuttavia, non ha annullato completamente il forte incremento del mese precedente, pertanto l'andamento dei nuovi ordini sembra ancora in linea con la tendenza al rialzo osservata nel 2004. Tale interpretazione è suffragata dal fatto che il picco registrato in dicembre sembrerebbe riconducibile al significativo incremento di nuovi ordini nel settore dei trasporti in alcuni paesi dell'area.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I dati delle indagini nei settori dell'industria e dei servizi indicano il protrarsi della crescita, benché moderata, nel primo trimestre del 2005. Per quanto

Figura 21 Crescita della produzione industriale e contributi

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

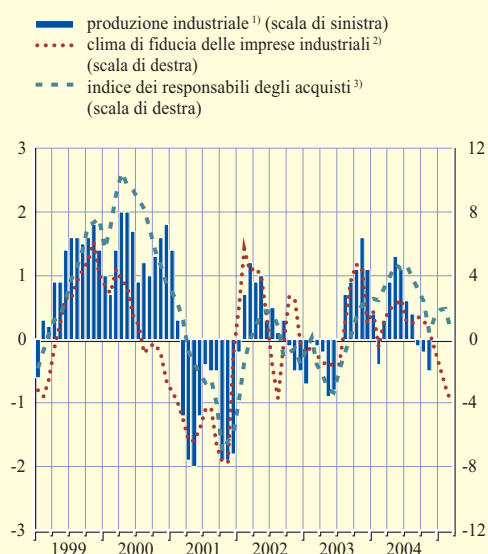


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

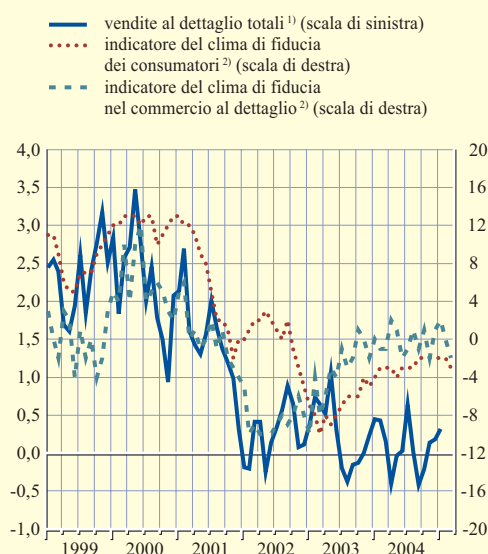
1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Figura 23 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.

riguarda l'industria, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) e l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea indicano che, nella migliore delle ipotesi, le condizioni potrebbero essersi stabilizzate nel primo trimestre (cfr. figura 22). Dopo una lieve ripresa al volgere dell'anno, il PMI ha registrato un nuovo calo in marzo, imputabile all'insieme delle sue componenti. In media, il PMI è rimasto invariato nel primo trimestre rispetto al periodo precedente e ha sopravanzato solo lievemente il valore soglia per l'espansione dell'attività. Lo scenario desunto dal PMI è sostanzialmente confermato dall'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea. In marzo tale indicatore ha continuato il calo degli ultimi mesi ed è sceso al livello registrato alla fine del 2003, annullando tutti i miglioramenti osservati nel 2004. Il peggioramento del clima di fiducia nell'industria in marzo ha interessato tutte le componenti dell'indicatore.

Le condizioni nel settore dei servizi sembrano essere rimaste sostanzialmente invariate dal quarto trimestre del 2004, nel quale il valore aggiunto in questo settore aveva segnato un'espansione dello 0,4 per cento sul trimestre precedente. Il PMI per il settore dei servizi è rimasto sostanzialmente costante nel primo trimestre di quest'anno rispetto al quarto trimestre del 2004. L'indicatore del clima di fiducia per il settore dei servizi elaborato dalla Commissione europea è calato in marzo pur rimanendo sostanzialmente invariato dalla fine del 2003.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori della spesa delle famiglie disponibili forniscono segnali contrastanti riguardo alla tenuta nel primo trimestre di quest'anno del rafforzamento della crescita dei consumi privati re-

gistrato alla fine del 2004. La ripresa dei consumi delle famiglie nel quarto trimestre, dopo due trimestri di stagnazione, era stata riconducibile a un vigoroso incremento delle immatricolazioni di nuove autovetture e al contributo positivo del consumo di beni non al dettaglio. Nello stesso periodo l'andamento delle vendite al dettaglio era rimasto su livelli modesti. Tuttavia, nei primi due mesi di quest'anno, così come nel dicembre del 2004, l'indicatore delle immatricolazioni di nuove autovetture, caratterizzato da un'elevata variabilità, è diminuito rispetto al mese precedente, rendendo improbabile nel primo trimestre dell'anno un rinnovato contributo positivo della vendita di nuove autovetture alla crescita dei consumi privati. Per contro, il volume delle vendite al dettaglio è aumentato in gennaio e febbraio, fornendo alcune indicazioni positive per il primo trimestre. Tuttavia, la debolezza del clima di fiducia dei consumatori, che è peggiorato in marzo, rimane un fattore che grava sulla crescita dei consumi privati all'inizio del 2005 (cfr. figura 23).

4.2 MERCATO DEL LAVORO

I dati sull'occupazione indicano una crescita invariata nella seconda metà dello scorso anno (cfr. figura 24). Le indagini e i dati sulla disoccupazione disponibili indicano che le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste sostanzialmente invariate all'inizio del 2005.

DISOCCUPAZIONE

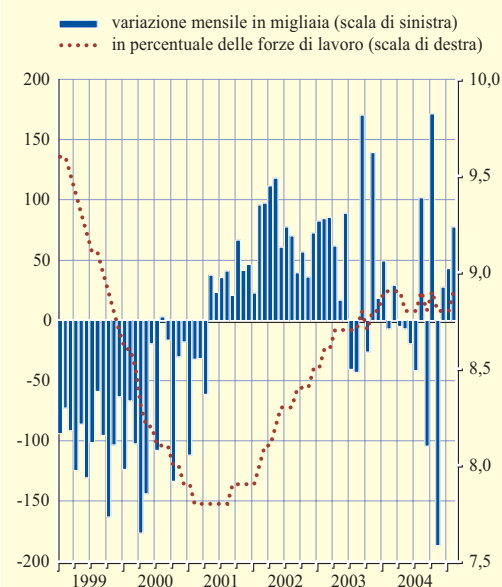
Si stima che il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area sia salito all'8,9 per cento in febbraio dall'8,8 del mese precedente. In termini di scomposizione per classi di età, in febbraio il tasso di disoccupazione per la popolazione di età pari o superiore a 25 anni è aumentato di 0,1 punti percentuali, collocandosi al 7,6 per cento, mentre per i minori di 25 anni è rimasto invariato al 18,5 per cento.

Con la pubblicazione dei dati di gennaio, le precedenti statistiche sulla disoccupazione nell'area sono state riviste sensibilmente per tenere conto delle numerose modifiche metodologiche introdotte nel calcolo dei tassi di disoccupazione armonizzati in Germania e Italia. Le modifiche metodologiche nel calcolo dei tassi di disoccupazione armonizzati in Germania si sono rese necessarie al fine di evitare gravi discontinuità nei dati dell'area a seguito del riordinamento del sistema di sussidi alla disoccupazione nel quadro della riforma *Hartz IV*. Le modifiche metodologiche riguardanti i dati tedeschi consistono in alcune correzioni apportate alla fonte dei dati utilizzati. Nel complesso, le revisioni in Germania e Italia hanno determinato una riduzione media di 0,2 punti percentuali del tasso di disoccupazione nell'area dalla metà degli anni novanta.

La variazione della fonte dei dati tedeschi ha determinato un significativo incremento della volatilità dei dati sulla disoccupazione nell'area rispetto alle precedenti statistiche. Questa accre-

Figura 24 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

sciuta variabilità richiede cautela nell'interpretazione degli andamenti di breve periodo. In febbraio il numero di disoccupati nell'area è salito di 77.600 unità, dopo incrementi più contenuti a gennaio e dicembre e un significativo calo in novembre.

OCCUPAZIONE

Nel quarto trimestre del 2004 l'occupazione nell'area è salita dello 0,2 per cento sul periodo precedente, un incremento analogo a quello del trimestre precedente (cfr. tavola 7). Tale andamento è il risultato di un incremento più vigoroso nell'industria, controbilanciato da un rallentamento nel settore dei servizi. Nel complesso del 2004, si stima che l'occupazione sia aumentata dello 0,5 per cento, rispetto allo 0,2 per cento del 2003.

Le attese sull'occupazione sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi mesi, segnalando il perdurare, seppur a ritmi moderati, della crescita dell'occupazione. Le attese sull'occupazione nell'industria rilevate dalla Commissione europea sono lievemente migliorate nei primi due mesi ma sono peggiorate in marzo. L'indice PMI relativo all'occupazione nell'industria è calato in marzo, dopo un lieve recupero in febbraio. Per quanto riguarda il settore dei servizi, secondo le indagini della Commissione europea e l'indice PMI le attese sull'occupazione sono migliorate lievemente nel primo trimestre dell'anno.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Dopo la modesta crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2004, i dati macroeconomici e le informazioni dalle indagini disponibili per l'inizio del 2005 forniscono segnali contrastanti. In generale, i dati segnalano il perdurare della crescita economica a un ritmo moderato nel breve periodo, ma non forniscono ancora alcun chiaro segnale di rafforzamento delle dinamiche di fondo. In prospettiva, permangono le condizioni per il protrarsi di una moderata crescita economica. Dal lato esterno, le esportazioni dovrebbero sostenere l'espansione dell'area dell'euro di riflesso alla vivace crescita mondiale. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero trarre beneficio dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli e dall'incremento degli utili societari. I consumi privati dovrebbero registrare un andamento in linea con la ripresa del reddito disponibile reale. Tuttavia, il prezzo persistentemente elevato del petrolio rappresenta un rischio al ribasso per la crescita.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In marzo e agli inizi di aprile l'euro si è deprezzato in termini effettivi di quasi l'1 per cento rispetto al livello di fine febbraio. Il periodo è stato per lo più contraddistinto dall'indebolimento della moneta unica europea nei confronti del dollaro dopo qualche movimento iniziale nella direzione opposta. Il deprezzamento dell'euro sul dollaro (e sulle valute asiatiche agganciate a quest'ultimo) è stato solo in parte compensato dal suo apprezzamento sulle monete di vari Stati membri dell'UE.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

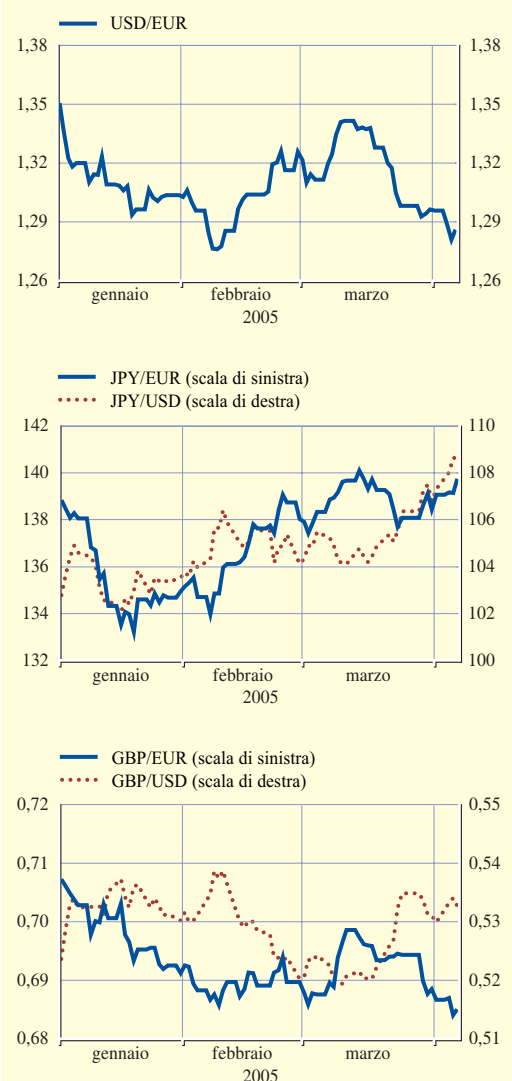
Dopo essersi apprezzato rispetto al dollaro statunitense nella prima metà di marzo, l'euro si è successivamente deprezzato fino a situarsi, il 6 aprile, su un livello inferiore a quello di fine febbraio. Le oscillazioni del cambio con il dollaro sarebbero riconducibili al fatto che l'attenzione degli operatori si è spostata dai timori per gli squilibri mondiali al differenziale sempre più elevato fra i rendimenti obbligazionari statunitensi e quelli dell'area dell'euro.

Più nel dettaglio, agli inizi di marzo la moneta statunitense ha continuato a evidenziare una flessione generalizzata nonostante i riscontri di risultati economici positivi e di rendimenti obbligazionari crescenti negli Stati Uniti. Ciò sembra imputabile a due fattori principali. Il primo sarebbe rappresentato dalle preoccupazioni degli operatori riguardo all'entità dei disavanzi di bilancio e di parte corrente degli Stati Uniti, che pesano sul dollaro fin dal 2002 e che sono risultate acute in marzo dopo le notizie di un ulteriore ampliamento del disavanzo commerciale statunitense di gennaio e di ingenti deflussi per investimenti diretti esteri nel quarto trimestre del 2004. In secondo luogo, anche le speculazioni del mercato circa la possibile diversificazione valutaria delle riserve ufficiali da parte di alcune banche centrali potrebbe aver influito in senso negativo sull'atteggiamento degli operatori nei confronti del dollaro.

Nel prosieguo di marzo e agli inizi di aprile tuttavia, tali fattori sono stati progressivamente oscurati dallo spostamento di attenzione dei mercati verso elementi a sostegno del dollaro e più in particolare verso il crescente differen-

Figura 25 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

ziale di tasso di interesse fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Inoltre, anche la pubblicazione di dati che mostravano cospicui afflussi netti di capitali negli Stati Uniti in gennaio avrebbe attenuato le preoccupazioni degli operatori circa il finanziamento del disavanzo corrente statunitense. Nell'insieme, il 6 aprile l'euro era scambiato a 1,29 dollari, un valore inferiore del 3,0 per cento a quello di fine febbraio e superiore del 3,4 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo avere oscillato entro intervalli piuttosto ristretti fra la metà di gennaio e la prima settimana di febbraio, fino alla metà di marzo lo yen giapponese ha perso terreno nei confronti dell'euro. Il calo va ricondotto principalmente alla percezione del mercato di andamenti dell'attività economica più deboli delle attese in Giappone. Successivamente, nella seconda metà del mese la revisione al rialzo dei precedenti dati sulla crescita del PIL nel quarto trimestre del 2004 e alcuni timidi segnali di una possibile graduale ripresa dell'economia nipponica nel corso del 2005 avrebbero consentito allo yen di recuperare parte delle perdite precedenti. Verso la fine di marzo e agli inizi di aprile, tuttavia, risultati economici inferiori alle attese hanno di nuovo determinato un indebolimento della moneta giapponese. Il 6 aprile l'euro è stato quotato a 139,8 yen, un livello superiore dell'1,2 per cento a quello di fine febbraio e del 3,9 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, la corona danese e il tallero sloveno hanno oscillato entro intervalli estremamente ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali (cfr. figura 26). 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.

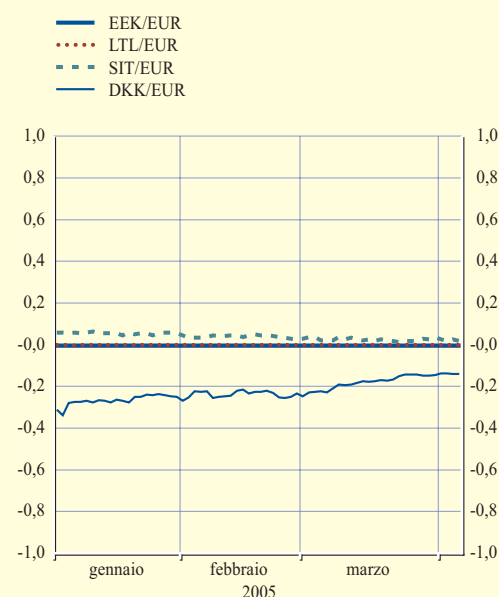
Per quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'UE, tra la fine di febbraio e il 6 aprile l'euro si è deprezzato dello 0,7 per cento nei confronti della sterlina britannica, mentre si è moderatamente apprezzato sulla corona svedese. Esso si è inoltre rafforzato rispetto allo zloty polacco (del 5,6 per cento) e, in misura inferiore, alla corona slovacca (2,7 per cento), al fiorino ungherese (2,2 per cento) e alla corona ceca (0,7 per cento). Nello stesso periodo, la moneta unica europea è rimasta sostanzialmente invariata sulla sterlina cipriota, il lat lettone e la lira maltese.

ALTRE VALUTE

Con riferimento ad altre valute, tra la fine di febbraio e il 6 di aprile l'euro ha guadagnato quasi l'1 per cento sul franco svizzero. Altri andamenti di rilievo hanno riguardato il perdurante deprezzamento dell'euro (di quasi il 4 per cento) nei confronti del dollaro canadese.

Figura 26 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 $\pm 15\%$.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 6 aprile 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 di quasi l'1 per cento a quello di fine febbraio e superiore dell'1,0 per cento alla media del 2004 (cfr. figura 27). Il moderato deprezzamento dell'euro in termini effettivi è stato determinato principalmente dal suo indebolimento sul dollaro statunitense, il renminbi cinese, la sterlina britannica, il dollaro di Hong Kong e il dollaro canadese, che è stato in una certa misura controbilanciato dal suo rafforzamento sullo yen giapponese e sulle valute di vari Stati membri dell'UE.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In gennaio il valore delle esportazioni di beni dell'area dell'euro è cresciuto rispetto al mese precedente, in linea con la ripresa osservata nell'ultimo trimestre del 2004, mentre quello delle importazioni è rimasto invariato. Nel contempo sia le esportazioni sia le importazioni di servizi sono aumentate dopo due trimestri consecutivi di calo. Con riferimento al conto finanziario dell'area, in gennaio il saldo cumulato su dodici mesi dell'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio è stato pressoché nullo. Tale risultato fa seguito al progressivo calo dei deflussi netti di capitali nella seconda metà del 2004, a sua volta riconducibile ai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari nello stesso periodo.

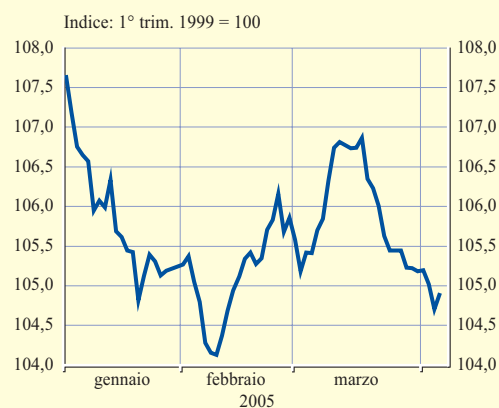
CONTO CORRENTE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in gennaio un avanzo di 3,2 miliardi di euro a seguito di avanzi nel conto dei beni (8,7 miliardi) e in quello dei servizi (2,3 miliardi), in parte compensati da un disavanzo dei trasferimenti correnti (7,8 miliardi). Per la prima volta da quando sono disponibili dati sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (vale a dire dal 1999), il conto dei redditi è stato in pareggio invece che in disavanzo come in precedenza. Questo risultato è riconducibile al fatto che, in parte per gli andamenti favorevoli sui mercati azionari esteri, gli introiti sono aumentati più degli esborsi.

Il valore delle esportazioni di beni dell'area dell'euro è aumentato dell'1,7 per cento in gennaio rispetto al mese precedente, in linea con la ripresa osservata nell'ultimo trimestre del 2004 (come si evince dalla figura 28, in gennaio la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni

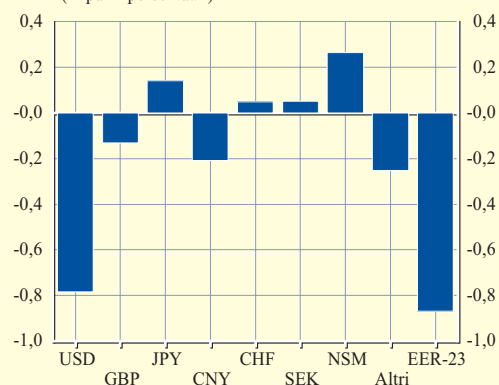
Figura 27 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾

Dal 28 febbraio al 6 aprile 2005
(in punti percentuali)



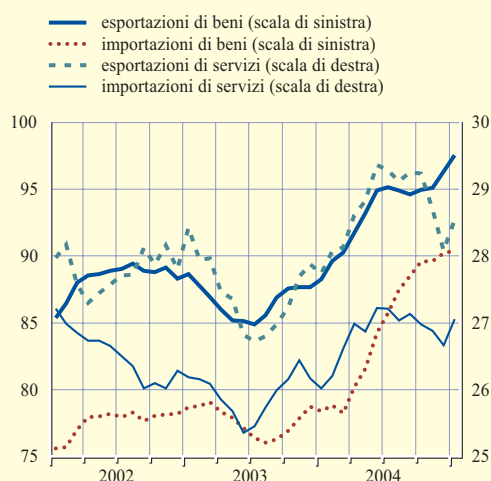
Fonte: BCE.

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 singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "NSM" si riferisce al contributo aggregato delle valute dei dieci nuovi Stati membri che sono entrati a far parte dell'UE il 1° maggio 2004. La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sette partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-23. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-23.

Figura 28 Area dell'euro: esportazioni e importazioni di beni e servizi

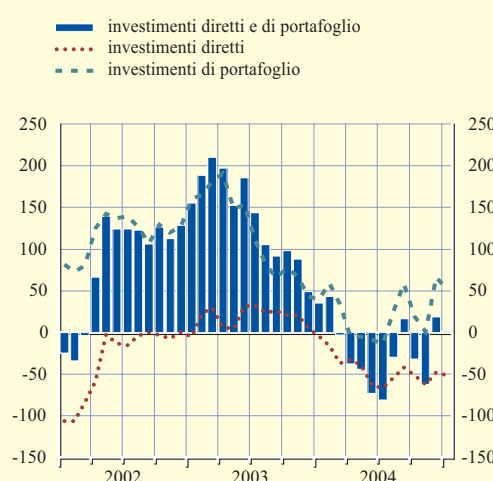
(miliardi di euro; medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 29 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.

era superiore del 2,7 per cento a quella del precedente periodo di tre mesi). Ciò riflette in parte il perdurante vigore della domanda estera, soprattutto negli Stati Uniti. Un'analisi più completa degli andamenti recenti dell'interscambio di beni con il resto del mondo, in particolare con indicazioni sulla sua scomposizione per area geografica e sulle prospettive a più lungo termine, è contenuta nel riquadro 4. Il valore delle importazioni di beni è invece rimasto invariato in gennaio, proseguendo la fase di debolezza che è seguita al forte incremento del terzo trimestre (in gennaio la media mobile a tre mesi del valore delle importazioni di beni era superiore di appena lo 0,9 per cento rispetto a quella del precedente periodo di tre mesi). Sempre in gennaio, sia le esportazioni sia le importazioni di servizi sono tornate ad aumentare in termini di valore dopo essere calate per due trimestri consecutivi, con una flessione particolarmente pronunciata delle esportazioni (-4 per cento sul periodo precedente) durante gli ultimi tre mesi del 2004.

In gennaio l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è stato pari a 37,8 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,5 per cento del PIL), contro i 24,9 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente. L'aumento va imputato al minore disavanzo dei redditi e al maggiore avanzo dei servizi, in parte compensati dal minore avanzo dei beni. Il disavanzo dei trasferimenti correnti è rimasto sostanzialmente invariato.

CONTO FINANZIARIO

In gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme ingenti deflussi netti per 31,2 miliardi di euro, che costituiscono la risultante dei flussi netti in uscita per investimenti diretti (13,1 miliardi) e per investimenti di portafoglio in titoli azionari (5,5 miliardi) e in strumenti di debito (12,6 miliardi).

Se si considera l'andamento cumulato nei dodici mesi fino a gennaio, gli investimenti diretti e di portafoglio si sono pressoché bilanciati nel loro insieme dopo aver fatto registrare afflussi netti per 20,3 miliardi di euro nello stesso periodo un anno prima (cfr. la figura 29). Tale andamento va

imputato ai maggiori deflussi netti per investimenti diretti e investimenti di portafoglio in titoli di debito. L'aumento dei flussi netti in uscita per investimenti diretti è principalmente riconducibile al calo dei flussi in entrata, che potrebbe essere in parte connesso alle migliori prospettive di crescita dell'economia mondiale rispetto a quelle dell'area dell'euro. Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, l'andamento di maggiore rilievo ha riguardato la crescita degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti. Come segnalato nei numeri precedenti di questo Bollettino, le indagini di mercato mostrano che – in termini relativi – i prezzi di tali titoli erano considerati più appetibili.

Riquadro 4

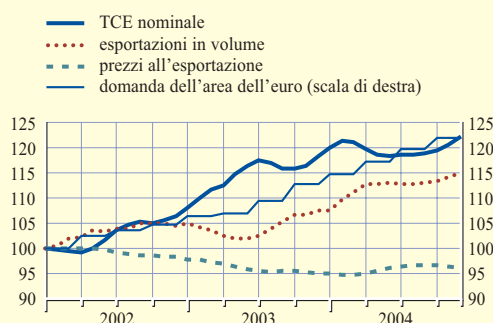
EVOLUZIONE RECENTE DEI VOLUMI E DEI PREZZI DELL'INTERSCAMBIO COMMERCIALE FRA L'AREA DELL'EURO E IL RESTO DEL MONDO

Questo riquadro descrive gli andamenti più recenti dei volumi e dei prezzi (approssimati dagli indici di valore unitario) dell'interscambio commerciale dell'area dell'euro a livello aggregato e con alcuni paesi partner. L'analisi si riferisce unicamente al commercio di beni e i dati non comprendono gli scambi all'interno dell'area. Nel complesso, le esportazioni dell'area hanno continuato a mostrare una certa debolezza nella seconda metà del 2004, nonostante un moderato recupero nell'ultimo trimestre dell'anno. Per quanto riguarda le importazioni, i prezzi non sono calati in modo significativo da quando l'euro ha avviato la sua fase di apprezzamento, mentre il forte incremento dei volumi nel terzo trimestre del 2004 ha principalmente riflesso una crescita robusta delle componenti della domanda dell'area a maggior intensità di importazioni. Sotto il profilo geografico, le recenti dinamiche dell'interscambio confermano la crescente importanza assunta nel commercio con l'area dall'Asia e dai paesi che hanno aderito all'UE il 1° maggio 2004.

Nell'ultimo trimestre del 2004 le esportazioni in termini reali hanno segnato un moderato recupero, crescendo dell'1,8 per cento sul trimestre precedente, contro lo 0,1 nel terzo trimestre. Lo scarso vigore delle esportazioni nella seconda metà del 2004 è imputabile principalmente a due fattori: da un lato, il rallentamento della domanda estera di prodotti dell'area

Figura A Esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro

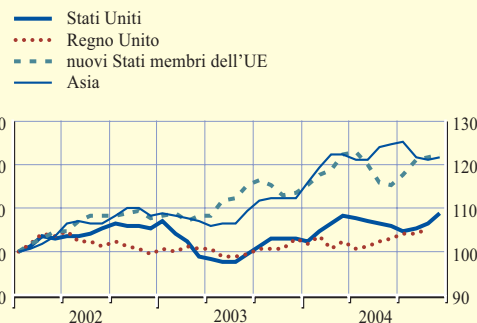
(indice: gennaio 2002=100; medie mobili a tre mesi tranne che per i dati relativi alla domanda dell'area dell'euro)



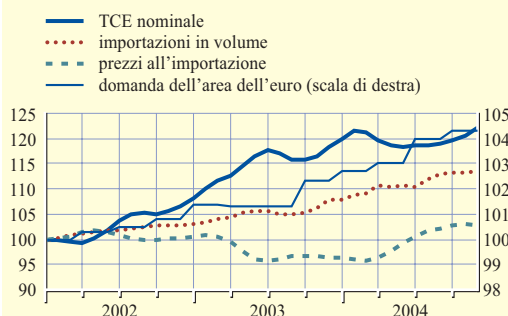
Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2004.

Figura B Esportazioni in volume verso l'esterno dell'area dell'euro suddivise per partner commerciale

(indice: gennaio 2002=100; medie mobili a tre mesi; dati mensili)

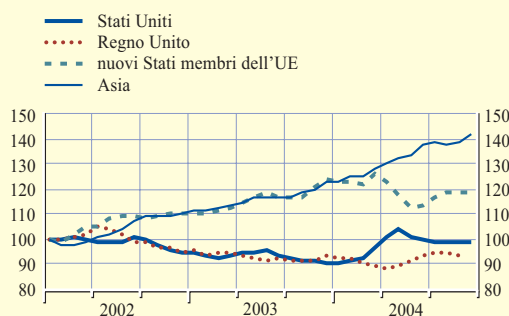


Fonte: Eurostat.
Nota: l'ultimo dato si riferisce a dicembre 2004 a eccezione di quello per il Regno Unito per il quale si riferisce a novembre 2004.

**Figura C Importazioni dall'esterno
dell'area dell'euro**(indice: gennaio 2002=100; medie mobili a tre mesi tranne che
per i dati relativi alla domanda dell'area dell'euro)

Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2004.

**Figura D Importazioni in volume
dall'esterno dell'area dell'euro
suddivise per partner commerciale**(indice: gennaio 2002=100; medie mobili a tre mesi;
dati mensili)

Fonte: Eurostat.

Nota: l'ultimo dato si riferisce a dicembre 2004 a eccezione di quello
per il Regno Unito per il quale si riferisce a novembre 2004.

nel periodo, dall'altro, gli effetti dell'apprezzamento dell'euro, aggravati dagli aumenti dei prezzi all'esportazione (espressi in euro) nel secondo e terzo trimestre. Tali aumenti potrebbero a loro volta essere connessi con la crescita dei costi, risultante in particolare dal rincaro del petrolio.

Per quanto concerne le importazioni, nel quarto trimestre i volumi sono aumentati dello 0,7 per cento rispetto al periodo precedente, con un marcato rallentamento rispetto al terzo trimestre (cfr. figura C). L'andamento è principalmente riconducibile all'evoluzione della domanda dell'area, e in particolare delle categorie di spesa ad alta intensità di importazioni, come le scorte, che dopo aver segnato una vigorosa crescita nel terzo trimestre sono diminuite nel quarto. Gli effetti del rafforzamento dell'euro sui volumi delle importazioni paiono essere stati relativamente modesti; in particolare ciò è ascrivibile al fatto che, nell'insieme, i prezzi all'importazione (espressi in euro) non sono diminuiti significativamente dal 2002. Nonostante un calo di circa il 5 per cento dei prezzi all'importazione dei beni manufatti, i prezzi all'importazione complessivi sono lievemente aumentati in ragione del deciso rialzo delle quotazioni petrolifere iniziato nel 2003. Dopo aver registrato notevoli aumenti nel secondo e nel terzo trimestre dello scorso anno (del 3,5 e del 3,1 per cento rispettivamente), i prezzi all'importazione sono cresciuti solo moderatamente nel quarto trimestre (0,4 per cento). Quest'ultimo contenuto incremento è probabilmente risultato da un rincaro del petrolio meno marcato nell'ultimo trimestre del 2004 rispetto ai due precedenti trimestri. È da attribuirsi inoltre all'effettiva diminuzione nel quarto trimestre dei prezzi all'importazione dei beni manufatti (dello 0,8 per cento); questa flessione, in linea con il sensibile rafforzamento dell'euro nello stesso periodo, si contrappone agli aumenti che questi prezzi avevano segnato nel secondo e nel terzo trimestre (dell'1,5 e dell'1,3 per cento rispettivamente), probabilmente di riflesso ai maggiori costi generati dall'elevato prezzo del greggio per le imprese che esportano verso l'area dell'euro.

Considerando un orizzonte temporale più esteso, dal 1999 l'Asia e i nuovi Stati membri dell'UE hanno guadagnato importanza come partner commerciali dell'area dell'euro. Dal 2002 le esportazioni verso ciascuna di queste due regioni a elevato ritmo di sviluppo sono aumentate di circa il 20 per cento, mentre quelle verso il Regno Unito e gli Stati Uniti sono cresciute

di meno del 10 per cento (cfr. figura B). Se, da un lato, le esportazioni verso gli Stati Uniti sono state stimolate dalla rapida espansione dell'economia del paese nel 2003 e soprattutto nel 2004, dall'altro esse avrebbero risentito dell'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. Dal 2002 anche i flussi di importazioni dall'Asia e dai nuovi Stati membri dell'UE sono stati più vivaci di quelli dal Regno Unito e dagli Stati Uniti (cfr. figura D).

Le dinamiche osservate sono coerenti con i cambiamenti strutturali in atto dal 1995. Fra il 1995 e il 2004 le quote dell'Asia e dei nuovi Stati membri dell'UE nel totale dell'interscambio commerciale dell'area dell'euro con gli altri paesi (pari alla somma delle importazioni e delle esportazioni totali in valore) sono salite dal 18,5 al 20 per cento e dal 7,1 al 10,6 per cento, rispettivamente. Nel caso dell'Asia, il diminuito peso del Giappone (dal 5,7 al 3,9 per cento) è stato più che compensato dalla crescita delle quote di altri paesi asiatici, in particolare la Cina (dal 2,9 a quasi il 6 per cento). Per contro, nel 2004 la quota degli Stati Uniti è stata approssimativamente uguale a quella del 1995, lievemente inferiore al 13 per cento, mentre quella del Regno Unito si è ridotta nello stesso periodo da quasi il 18 al 15,6 per cento. Questi cambiamenti rispecchiano in parte la sempre più rapida internazionalizzazione della produzione e il processo di convergenza, specie con riferimento alla notevole intensificazione degli scambi commerciali dell'area dell'euro con i nuovi Stati membri dell'UE.

BOLLE DEI PREZZI DELLE ATTIVITÀ E POLITICA MONETARIA

Talvolta, i prezzi delle attività sembrano aumentare oltre i livelli considerati in linea con una valutazione appropriata dell'attività sottostante. Tali evoluzioni possono indicare l'esistenza di una "bolla" nel mercato delle attività, vale a dire un aumento rapido e persistente dei prezzi destinato a invertirsi, con ogni probabilità in modo destabilizzante, ad un certo punto nel futuro. L'esperienza ha mostrato che i cicli di forte rialzo e successiva brusca caduta (boom-bust) dei prezzi delle attività possono danneggiare l'intera economia. Qualora, come spesso succede, la crescita di una bolla si associa alla creazione di un eccesso di credito e di liquidità, la riduzione dei prezzi delle attività può diventare la causa di tendenze deflazionistiche, come si è osservato in alcune economie in passato.

L'obiettivo primario della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Sebbene la BCE non fissi un obiettivo per i prezzi delle attività, essa ne segue con attenzione le dinamiche per via dei costi potenzialmente molto elevati per la stabilità dei prezzi e per l'insieme dell'economia che sono collegati a forti apprezzamenti e successive rapide inversioni dei prezzi delle attività.

I INTRODUZIONE

Le oscillazioni dei prezzi delle attività sono riconducibili a diversi fattori. Ad esempio, incrementi persistenti sono spesso semplicemente il frutto di un aggiustamento dei prezzi a un aumento del loro valore fondamentale. Quest'ultimo può essere definito come il valore attuale della "reale" capacità reddituale di tale attività o il valore "reale" dei servizi che il detentore di tale attività riceverà utilizzandola nel tempo.

Tuttavia, un forte rialzo della valutazione delle attività può essere causato anche da fattori non fondamentali. In talune occasioni, come diversi esempi storici tendono a indicare, la realizzazione di elevati rendimenti azionari o di plusvalenze patrimoniali sulla compravendita di immobili residenziali potrebbero indurre un crescente numero di investitori a entrare nel mercato nella convinzione che i profitti delle imprese e il prezzo delle azioni, o il prezzo delle abitazioni, continueranno ad aumentare ¹⁾. L'aumento del numero di operatori può far rialzare i prezzi per un certo periodo di tempo. Le visibili plusvalenze patrimoniali generate da questo processo tendono inizialmente a convalidare le aspettative di poter rivendere sistematicamente le azioni o gli immobili a prezzi più elevati. Tuttavia, man mano che sempre più operatori di mercato vengono motivati dai profitti a breve termine che prevedono di ottenere mediante la pura contrattazione nell'attività, anziché tramite il suo utilizzo o la sua capacità reddituale

sul più lungo periodo, i prezzi di mercato iniziano ad allontanarsi sempre più dalle determinanti fondamentali di lungo periodo.

Le tendenze dei prezzi delle attività diventano fragili e sensibili alle informazioni prevalenti quando sono sospinte da fattori non fondamentali. È probabile che allorché i rendimenti cominciano a diminuire al di sotto dei livelli storici il clima di fiducia del mercato si capovolga causando un'ondata di vendite generalizzata.

La formazione di bolle offusca il contenuto informativo dei prezzi delle attività. In condizioni normali, i prezzi delle attività sono delle variabili informative molto importanti. Si tratta di variabili intrinsecamente orientate al futuro, nel senso che sono determinate principalmente dalle aspettative degli operatori di mercato circa l'evoluzione futura dei flussi di cassa generati dall'attività sottostante ²⁾. Tuttavia, come dianzi indicato, quando si forma una bolla le aspettative del potenziale produttivo dell'attività sottostante potrebbero in realtà rispecchiare convinzioni eccessivamente ottimistiche.

La formazione di bolle può distorcere l'allocazione delle risorse nell'economia e compromettere

1) Cfr., fra l'altro, C. Kindleberger (1978), *Manias, panics and crashes*, Basic Books, New York.

2) Cfr. l'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

la stabilità macroeconomica per un prolungato periodo di tempo. Date le implicazioni per la stabilità macroeconomica, un crollo dei prezzi delle attività – dovuto ad una brusca correzione delle aspettative dei rendimenti eccessivi – può segnare l’inizio di una fase di contrazione economica. È possibile che la liquidazione delle posizioni imprudenti nel mercato si verifichi in modo disordinato. In condizioni di perdite pesanti, in particolare sui prezzi degli immobili, e di accresciuta incertezza, vi è un rischio che la deflazione dei prezzi delle attività si traduca in una deflazione dei prezzi al consumo. In connessione all’indebolimento della domanda, a un clima di fiducia del mercato negativo e a rischi eccessivi nei bilanci delle banche, la caduta dei prezzi di beni e servizi può porre una sfida particolarmente impegnativa per una banca centrale orientata alla stabilità.

Questo articolo presenta la questione delle bolle dei prezzi delle attività e della relativa politica monetaria, incentrandosi sulle bolle positive. La formazione di bolle negative è parimenti possibile, ma queste sono spesso il risultato di un processo di inversione di un precedente aumento insostenibile dei prezzi. Pertanto, le argomentazioni presentate in questo articolo sono in ampia misura applicabili anche alle bolle negative. L’articolo verte in particolare sui mercati delle azioni e delle abitazioni, poiché in tali mercati è determinato il valore di una proporzione sempre maggiore della ricchezza di un’economia. Esso analizza innanzi tutto il problema dell’individuazione che le banche centrali devono affrontare ogniqualvolta i prezzi delle azioni e delle abitazioni si apprezzano rapidamente, nonché il motivo per cui tali apprezzamenti repentini possono mettere a rischio la stabilità macroeconomica. Delinea poi le opzioni a disposizione della politica monetaria in tali circostanze e il modo in cui la BCE, in particolare, tiene conto degli andamenti anomali dei prezzi delle attività nell’ambito della sua strategia di politica monetaria.

2 LA QUESTIONE DELL’INDIVIDUAZIONE DI UNA BOLLA SUI PREZZI DELLE ATTIVITÀ

Un’analisi delle determinanti dei prezzi di un’attività rivela la difficoltà posta dall’individuazione

di una bolla nelle dinamiche dei prezzi. Il prezzo di un’attività che verrà detenuta per un dato periodo di tempo è determinato da quattro fattori principali: in primo luogo, il flusso atteso dei rendimenti che un’attività potrebbe fruttare (ad esempio, dividendi, canoni di locazione, ecc.); in secondo luogo, il flusso atteso dei rendimenti che un investimento alternativo, ad esempio un titolo di Stato, produrrebbe; in terzo luogo, il prezzo a cui il proprietario dell’attività prevede di rivenderla in futuro; in quarto luogo, il rischio percepito (relativo) associato alla detenzione di tale particolare attività e i servizi di liquidità che è probabile essa fornisca ai detentori.

Una delle principali difficoltà nell’individuazione di una bolla risiede nel fatto che tutte le determinanti del prezzo di un’attività dipendono da aspettative soggettive di individui privati circa grandezze incerte. È pertanto molto difficile scindere la componente puramente psicologica del prezzo dalla valutazione oggettiva dell’attività. In particolare, difficilmente un analista può presumere che il proprio giudizio in merito alla valutazione “corretta” di un’attività sia più valido di quello che emerge dalle decisioni di un gran numero di operatori di mercato specializzati che agiscono in un contesto competitivo. Di conseguenza, è ben possibile che sussistano opinioni diverse sulla valutazione appropriata di prezzi di azioni e abitazioni.

La difficoltà di esprimere un giudizio è aggravata dal fatto che spesso le bolle si manifestano come reazioni eccessive a notizie sulle grandezze economiche fondamentali. Le notizie positive possono innanzi tutto provocare la bolla e generare aspettative ottimistiche ampiamente condivise che la bolla, per un certo periodo di tempo, tende a confermare. Di fatto, la letteratura accademica sulle bolle riflette questo dilemma. Un’opinione teorica estrema, conosciuta come l’ “ipotesi di mercato efficiente”, afferma che una persona razionale orientata ai profitti consapevole dell’esistenza di una bolla tenterebbe di vendere l’attività gonfiata allo scoperto. In tale contesto, la bolla sarebbe rimossa tramite arbitraggio e potrebbe pertanto non essere rilevata nel mondo reale. Dal lato empirico, le ricerche econometriche esistenti sono nel migliore dei casi inconcludenti nel ten-

tare di individuare l'esistenza di bolle dei prezzi delle attività nei dati storici ³⁾.

Tuttavia, benché sia difficile fornire una solida evidenza sistematica a favore dell'ipotesi dell' "irrazionalità", persino un confronto di massima con alcuni episodi storici offre alcune indicazioni ragguardevoli. Ad esempio, la figura B del riquadro 1 presenta un raffronto tra i rapporti prezzi/utili prevalenti nel mercato azionario statunitense durante un esteso periodo di tempo e nel mercato azionario dell'area dell'euro dal 1973, con le rispettive medie di lungo periodo. Il riquadro evidenzia le variazioni estreme delle recenti valutazioni in connessione con l'aumento dei corsi azionari internazionali alla fine degli anni novanta, in un periodo in cui l'introduzione delle nuove tecnologie dell'informazione e delle telecomunicazioni, unitamente a concreti segnali

di guadagni di produttività, avevano indotto molti operatori di mercato a credere nell'avvento di una "nuova economia". La figura A del riquadro 2 riporta il rapporto fra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione nel mercato immobiliare giapponese dal 1970. Il massimo raggiunto dall'indicatore agli inizi degli anni novanta è anche in questo caso piuttosto evidente. Gli indicatori delle valutazioni, ad ogni modo, non erano chiaramente in linea con le loro medie di lungo periodo. Quando le convinzioni esagerate che sospingevano le valutazioni di mercato si sono dimostrate erranee, i prezzi sono calati significativamente.

- 3) Per una presentazione recente dei tentativi empirici di individuare bolle dei prezzi delle attività, cfr. ad esempio R. Gürkaynak (2005), *Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock*, Finance and Economics Discussion Series n. 2005-04, Federal Reserve Board.

Riquadro 1

METODI DI STIMA DELLE VALUTAZIONI DEI PREZZI DELLE AZIONI

Questo riquadro descrive le determinanti fondamentali delle quotazioni azionarie sulla base di uno schema che è spesso utilizzato per valutare le azioni, il cosiddetto modello dei dividendi attualizzati (*dividend discount model*).

Questa tipologia di modello applica un approccio basato sul valore attuale dei corsi azionari. Il prezzo corrente dell'azione, P_t , è la somma scontata di tutti i dividendi futuri attesi, D_{t+i} :

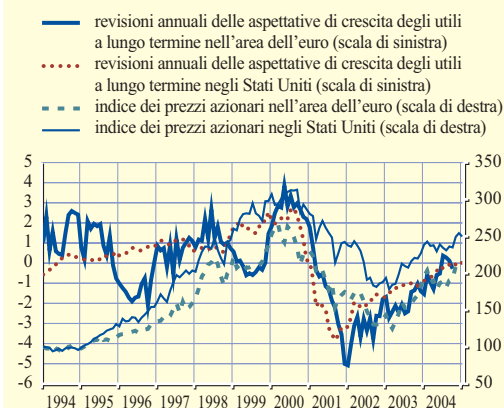
$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{E_t \{D_{t+i}\}}{(1+r)^i} \right)$$

dove E_t indica le aspettative razionali basate su informazioni disponibili nel periodo t ed r il tasso di sconto, che per facilità di esposizione è ipotizzato costante. Le determinanti fondamentali dei prezzi delle azioni sono pertanto la crescita attesa dei dividendi e il tasso di sconto. Il tasso di sconto è in genere scomposto in una misura dei costi opportunità, che sono i rendimenti attesi su un investimento in attività prive di rischio e un corrispondente premio per il rischio azionario specifico. Poiché tutte queste componenti fondamentali dei prezzi delle azioni non sono direttamente osservabili, la valutazione delle azioni è caratterizzata nella pratica da un ampio grado di incertezza.

Per le variabili del modello dei dividendi attualizzati si potrebbero ottenere dei sostituti (*proxy*) da svariate fonti. La crescita attesa degli utili, quale riportata dagli analisti del mercato azionario, è spesso utilizzata come *proxy* per la crescita attesa dei dividendi, basandosi sull'ipotesi di un tasso di pagamento dei dividendi costante. La figura A illustra le revisioni annuali delle aspettative di crescita degli utili a lungo termine e i prezzi delle azioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nell'ultimo decennio. Essa mostra che le aspettative di utili sembrano di fatto svolgere un ruolo importante per gli andamenti dei

Figura A Revisioni delle aspettative di crescita degli utili a lungo termine e prezzi delle azioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(dati mensili; indice dei prezzi azionari: gennaio 1994=100; revisioni espresse in punti percentuali)

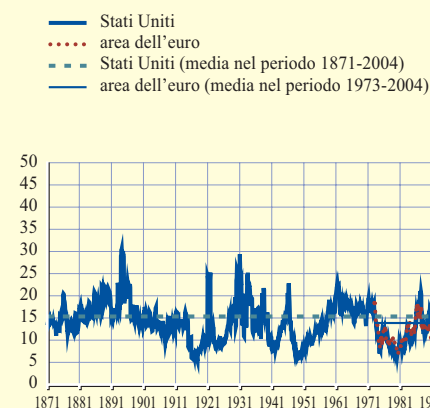


Fonte: Datastream.

Nota: l'indice dei prezzi azionari per l'area dell'euro è l'indice globale MSCI EMU, e per gli Stati Uniti è l'indice Standard & Poor's 500.

Figura B Rapporto prezzo/utigli del mercato azionario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(dati mensili; area dell'euro: 1973-2004; Stati Uniti: 1871-2004)



Fonte: Thomson Financial Datastream (area dell'euro) e Global Financial Data (Stati Uniti).

Note: per l'area dell'euro, si utilizza il rapporto tra l'indice di mercato Datastream EMU e gli utili Datastream, e per gli Stati Uniti il rapporto tra l'indice di Standard & Poor's 500 e gli utili annunciati.

prezzi delle azioni. La figura indica anche che tra il 1998 e il 2000 (un periodo spesso definito della "bolla delle punto com") il forte aumento delle quotazioni azionarie ha apparentemente rispecchiato continue revisioni al rialzo delle aspettative di crescita degli utili a lungo termine. Nel momento in cui i mercati azionari toccarono un massimo storico nel 2000, le aspettative di utili a lungo termine avevano raggiunto valori molto elevati (revisioni annuali al rialzo comprese tra 2 e 4 punti percentuali, con una sottostante crescita attesa degli utili a lungo termine pari a circa il 17 per cento). Ciò potrebbe aver suscitato alcuni timori circa la sostenibilità di una tale impennata degli utili.

Per quanto riguarda il tasso di sconto, la componente premio per il rischio azionario rimane un valore difficile da determinare in modo certo. Tale premio riflette sia le preferenze di rischio degli investitori che le percepite proprietà di rischio della redditività del capitale rispetto ad altre attività. Un tasso di sconto implicito può essere derivato dal modello dei dividendi attualizzati, ipotizzando certi valori per il flusso atteso dei dividendi, ossia i pagamenti dei dividendi correnti e la crescita degli utili attesa (a lungo termine)¹⁾. In una seconda fase, una misura del premio per il rischio azionario implicito potrebbe essere derivata sottraendo una misura del tasso di interesse privo di rischio dal tasso di sconto. Differenze significative fra questo premio per il rischio azionario implicito e la sua media di più lungo periodo potrebbero segnalare una possibile anomalia nella fissazione dei prezzi del mercato azionario, quantomeno rispetto al tasso di sconto. Tuttavia, dato che il premio per il rischio azionario potrebbe essere influenzato da molti fattori, un tale esercizio permane altamente incerto.

Il modello dei dividendi attualizzati può anche, ponendo certe ipotesi, essere utilizzato per derivare indicatori popolari della valutazione del mercato azionario, quali il rapporto prezzi/utigli e il rapporto dividendi/capitalizzazione²⁾. I valori prevalenti di questi indicatori della valutazione del mercato

1) Cfr. anche l'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

2) Cfr. anche l'appendice dell'articolo *Il mercato azionario e la politica monetaria* nel numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.

azionario sono in genere raffrontati con le loro medie storiche per calcolare il valore giusto (*fair value*) di un mercato azionario³⁾. L'idea è che questi indicatori di valutazione dovrebbero, nel tempo, finire col tornare a un qualche livello di equilibrio di lungo periodo, determinato dal potenziale di crescita a lungo termine dei dividendi e dal livello di lungo periodo del tasso di sconto.

La figura B mostra i rapporti prezzi/utigli e le loro medie storiche per l'area dell'euro e gli Stati Uniti. I rapporti prezzi/utigli nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono situati ben al di sopra delle loro medie storiche negli anni attorno al volgere del secolo. Ciò potrebbe avere suscitato quantomeno qualche sospetto circa l'esistenza di una bolla.

Ciò nonostante, questo approccio è soggetto a molti motivi di cautela. Un rapporto prezzi/utigli non in linea con le sue medie storiche non è necessariamente un segnale che le quotazioni azionarie stiano eccedendo i propri valori fondamentali. Potrebbe essere riconducibile a variazioni strutturali delle determinanti fondamentali dei corsi azionari. Inoltre, il rapporto prezzi/utigli dipende dall'indice azionario considerato e, ancora più importante, dalla misura degli utigli utilizzata.

In sintesi, le determinanti fondamentali dei corsi azionari, ossia la crescita dei dividendi (o degli utigli delle imprese) e il tasso di sconto, che incorpora un premio per il rischio azionario specifico, non sono direttamente osservabili, e ciò rende difficile l'individuazione del valore fondamentale dei prezzi delle azioni. Ciò nondimeno, una verifica incrociata di vari approcci per la stima delle valutazioni dei prezzi delle azioni può aiutare a valutare tali prezzi, sempre tenendo conto della corrispondente incertezza.

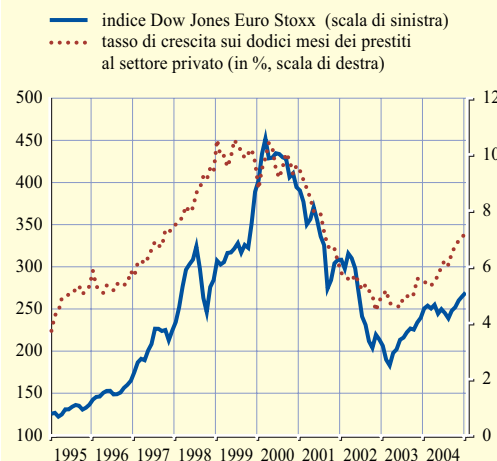
3) Un altro importante metodo per valutare il mercato azionario consiste nel raffrontare i rendimenti degli utigli, ossia il rapporto prezzi/utigli invertito, con il tasso di interesse nominale a lungo termine. Per un'analisi critica di questo indicatore della valutazione del mercato azionario, cfr. C. Asness (2003), *Fight the Fed model: the relationship between future returns and stock and bond market yields*, Journal of Portfolio Management, Vol. 30 (1), pagg. 11-24.

In sintesi, sebbene i semplici dati sulla lievitazione dei prezzi delle attività siano spesso un indicatore insufficiente dell'esistenza di forze non fondamentali in atto, concomitanti segnali di "eccessi" che si rafforzano vicendevolmente possono fungere da campanello di allarme.

Inoltre, gli indicatori aggregati di squilibri monetari e finanziari possono fornire indicazioni utili per valutare la sostenibilità di una forte ascesa dei prezzi delle attività. Fra tali indicatori, intense ricerche empiriche hanno permesso di selezionare diverse variabili monetarie e finanziarie che sembrano avere una chiara correlazione con l'inflazione dei prezzi delle attività, in particolare in presenza di bolle dei prezzi che terminano con turbative finanziarie. Ad esempio, il volume del credito aggregato dimostra una relazione anticipatrice piuttosto sistematica con gli episodi di turbolenza dei prezzi delle attività. La figura 1 fornisce evidenza del nesso tra la crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato e un indice di valutazione azionaria

nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta. Questa correlazione positiva può essere il frutto di vari motivi. In particolare, è possibile che entrambi

Figura 1 Crescita dei prestiti e mercato azionario



Fonte: BCE.

gli indicatori reagiscano nello stesso modo alla politica monetaria o a shock ciclici nell'economia. Ad esempio, una vigorosa crescita della moneta e del credito può essere indicativa di una politica monetaria accomodante, che può a sua volta alimentare rialzi dei prezzi nei mercati azionari. In aggiunta, è abbastanza probabile che la correlazione rifletta un reciproco rapporto di causalità. Da un lato, un incremento del credito favorisce gli investimenti in attività finanziarie e non finanziarie. Dall'altro lato, un aumento del valore delle attività si traduce in migliore merito di credito, poiché tali attività possono essere utilizzate come garanzia sui prestiti⁴⁾.

Diversi studi confermano questa relazione in una prospettiva storica⁵⁾. Essi indicano che le misure della deviazione del credito aggregato dalla tendenza passata, in connessione con indicatori di sopravvalutazione dei prezzi delle attività (ad esempio deviazione da tendenze storiche), possono migliorare la prevedibilità delle crisi finanziarie che seguono lo scoppio della bolla.

La stretta associazione tra forti rialzi potenzialmente destabilizzanti dei prezzi delle attività e creazione di un eccesso di credito e liquidità è particolarmente importante per le banche centra-

li poiché potrebbe segnalare un orientamento di politica monetaria troppo espansivo in periodi in cui nessun altro indicatore invierebbe chiari segnali in tal senso. Di fatto, alcuni episodi storici indicano che sostanziali ascese dei prezzi delle attività possono essere incoraggiate da condizioni monetarie accomodanti che non si riflettono immediatamente in una crescita dell'inflazione dei prezzi al consumo. Vi sono varie spiegazioni possibili per tale evidenza. In primo luogo, maggiori investimenti e previsioni di forti miglioramenti di produttività durante la formazione di una bolla potrebbero contribuire a ridurre i costi di produzione e incoraggiare pertanto una moderazione nelle politiche di prezzo delle imprese. In secondo luogo, se il miglioramento delle prospettive interne che accompagna la formazione della bolla attraesse investitori esteri, il tasso di cambio potrebbe apprezzarsi e favorire condizioni di aumenti contenuti dei prezzi interni.

4) Cfr. il riquadro *Il legame fra i prezzi delle attività e gli andamenti monetari* nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino e i riferimenti bibliografici in esso citati.

5) Cfr. ad esempio, C. Borio e P. Lowe (2004), *Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?*, Working Paper della BRI n. 157. Cfr. anche i riferimenti bibliografici citati nel riquadro 3 del presente articolo.

Riquadro 2

METODI DI STIMA DELLE VALUTAZIONI DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI

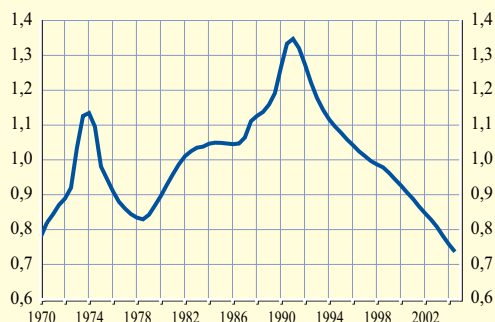
Questo riquadro descrive due comuni approcci utilizzati per valutare se i prezzi delle abitazioni sono in linea con le determinanti del loro equilibrio.

L'approccio basato sulla determinazione dei prezzi delle attività (asset pricing approach) utilizza le somiglianze esistenti fra un investimento immobiliare e un investimento azionario. Quando un individuo acquista un'abitazione (o un'azione), riceve un flusso di proventi dalla sua locazione (o di pagamenti di dividendi) e realizza un guadagno/una perdita allorché rivende l'abitazione (o l'azione). Di conseguenza, il prezzo di un'abitazione non dovrebbe essere molto diverso dal flusso scontato di tutti i canoni di locazione futuri. In questo modello, il rapporto tra il prezzo (P_t) e il canone di locazione (R_t) è positivamente correlato al tasso di crescita dei canoni di locazione (g) e negativamente correlato al tasso di sconto, che corrisponde alla somma di un tasso privo di rischio (i) e di un premio per il rischio immobiliare (*housing risk premium* – HRP). Questa relazione può essere rappresentata come segue:

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{(1+g)}{i + HRP_t - g}$$

**Figura A Rapporto tra prezzo
delle abitazioni e canone di locazione
in Giappone**

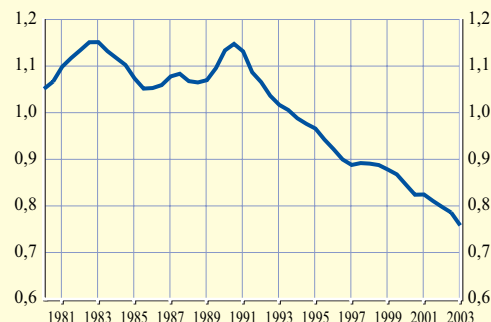
(media nel periodo 1970-2004=1)



Fonte: Statistics Bureau e Japan Real Estate Economic Research Institute.
Nota: per i prezzi delle abitazioni, è stata utilizzata una serie dei prezzi dei terreni urbani.

**Figura B Rapporto tra prezzo
delle abitazioni e reddito disponibile
delle famiglie in Giappone**

(media nel periodo 1970-2004=1)



Fonte: Real Estate Economic Research Institute e dati di contabilità nazionale.

Mentre il tasso privo di rischio può essere sostituito con un rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, è difficile valutare sia il premio per il rischio immobiliare sia il tasso di incremento futuro dei canoni di locazione. Pertanto, gli operatori tendono a utilizzare il rapporto prezzi/canoni di locazione direttamente come indicatore di valutazione. Ad esempio, un rapporto prezzi/canoni di locazione significativamente al di sopra della sua media storica potrebbe essere visto come un segnale di una sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni.

Questo approccio è soggetto a diversi motivi di cautela. In primo luogo, i mercati immobiliari hanno diversa liquidità, ad esempio a causa della presenza di sostanziali costi di transazione e vincoli di indebitamento. Tali diversità possono spiegare il perdurare di differenze fra i prezzi delle abitazioni e i canoni di locazione. Infatti, il modello presume che i proprietari di immobili possano modificare i canoni di locazione rapidamente per compensare le variazioni dei prezzi delle abitazioni, ma specifiche regolamentazioni nazionali spesso non consentono tali modifiche. In secondo luogo, non si può escludere che un disallineamento dei prezzi, quando osservato, sia dovuto alla violazione di una delle ipotesi poste nel modello, in particolare le ipotesi di una crescita costante del reddito da locazione, di un premio per il rischio immobiliare invariato o di un fattore di sconto immutato.

Malgrado detti motivi di cautela, i rapporti prezzi delle abitazioni/canoni di locazione sono spesso utili indicatori di valutazione delle abitazioni. A titolo di esempio, la figura A mostra il rapporto prezzi delle abitazioni/canoni di locazione in Giappone dall'inizio degli anni settanta. La bolla del mercato immobiliare alla fine degli anni ottanta e all'inizio degli anni novanta è chiaramente visibile, in quanto tale rapporto è quasi raddoppiato dal minimo della fine degli anni settanta al massimo dei primi anni novanta.

Un secondo metodo comunemente utilizzato per la valutazione dei prezzi delle abitazioni è rappresentato dalla stima tramite un *modello economico* più *strutturale*. Questo comprende le equazioni della domanda e dell'offerta per il mercato immobiliare residenziale. In genere, l'offerta di abitazioni è determinata dalla redditività della produzione di abitazioni e le imprese edili tentano di conseguire un livello massimo di profitti dall'edilizia residenziale. Tuttavia, nel breve termine l'offerta è relativamente stabile, a indicazione che la principale determinante dei prezzi delle abitazioni su tale orizzonte temporale è costituita dalla domanda. In aggiunta, dato che

alcuni fattori di produzione (ad esempio i terreni) sono fissi, l'offerta potrebbe anche reagire con particolare lentezza persino nel lungo periodo.

Sebbene l'insieme delle variabili esplicative incluse in un'equazione della domanda di abitazioni possa variare sostanzialmente, essa include in genere il reddito disponibile delle famiglie e i tassi di interesse sui mutui ipotecari, mentre la domanda di abitazioni può anche essere influenzata da tendenze demografiche. Alternativamente, le misure dell'accessibilità finanziaria sono spesso utilizzate per misurare lo stato e la probabile evoluzione futura della domanda di abitazioni. Una misura semplice dell'accessibilità finanziaria è il rapporto fra prezzi delle abitazioni e reddito disponibile delle famiglie. Si possono anche utilizzare le variazioni dei tassi sui mutui ipotecari al fine di calcolare l'accessibilità finanziaria corretta per gli interessi. Un calo dell'accessibilità finanziaria o dell'accessibilità finanziaria corretta per gli interessi potrebbe indicare che le dinamiche dei prezzi delle abitazioni stanno divergendo da quanto suggerirebbero gli andamenti del reddito e dei tassi sui mutui ipotecari. In tali circostanze, questo potrebbe essere un segnale di una sopravvalutazione dei prezzi delle abitazioni.

Anche nell'utilizzo dell'approccio basato sul modello strutturale si impone una certa cautela. In primo luogo, l'insieme di variabili esplicative è spesso limitato e potrebbe non tenere conto di tutte le informazioni rilevanti. In secondo luogo questo metodo, come tutti gli approcci econometrici, è basato su un comportamento medio e potrebbe essere fuorviante in presenza di modifiche strutturali della domanda o dell'offerta di abitazioni.

Ciò nondimeno, i rapporti di accessibilità finanziaria sono utili indicatori di valutazione del mercato delle abitazioni. A titolo illustrativo, la figura B mostra il rapporto fra i prezzi delle abitazioni e il reddito disponibile delle famiglie in Giappone dall'inizio degli anni ottanta. La bolla del mercato immobiliare dei primi anni novanta è visibile anche in questo caso, seppur meno chiaramente che nel precedente caso del rapporto prezzi/canoni di locazione.

Nel complesso, i motivi di cautela di ciascun metodo dovrebbero sempre essere tenuti in considerazione. Tali elementi di cautela indicano quantomeno che i valori delle abitazioni dovrebbero essere stimati con approcci diversi e tramite verifica incrociata delle diverse informazioni derivate da vari indicatori.

In tale contesto, le previsioni di inflazione potrebbero divenire un indicatore impreciso degli squilibri che si stanno accumulando nell'economia. Più in generale, è molto difficile costruire previsioni che incorporino un probabile profilo futuro per la bolla, a causa della difficoltà di caratterizzare la distribuzione di probabilità assegnata a scenari alternativi riguardanti la possibile evoluzione futura di un processo di bolla⁶. Questo problema è aggravato dal fatto che la struttura dei modelli macroeconomici non permette in genere di cogliere adeguatamente le reciproche interrelazioni fra variabili finanziarie e reali, in quanto queste spesso passano attraverso intricati canali di asimmetrie nell'informazione e nella fiducia, la cui in-

serzione in un modello è intrinsecamente difficile. Di conseguenza, è improbabile che le proiezioni macroeconomiche siano in grado di individuare con un accettabile grado di precisione gli effetti dei problemi di bilancio che accompagnerebbero un processo di bolla e, in particolare, la sua risoluzione.

A tal riguardo, un allungamento dell'orizzonte di proiezione volto a includere idealmente l'intero periodo della bolla è sicuramente utile da

6) Cfr. D. Gruen, M. Plumb e A. Stone (2003), *How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles?*, *Research Discussion Paper* della Reserve Bank of Australia, 03-11.

un punto di vista concettuale. Allo stesso tempo però, una tale raccomandazione è difficilmente attuabile, perché la difficoltà di assegnare probabilità a diversi processi di evoluzione della bolla aumenta con la lunghezza dello scenario. Pertanto, qualsiasi previsione standard di inflazione deve essere integrata da una più ampia prospettiva degli andamenti macroeconomici. Come sostenuto in precedenza, gli indicatori del credito e della moneta sono componenti fondamentali di una tale prospettiva macroeconomica di più ampio respiro.

3 BOLLE SUI PREZZI DELLE ATTIVITÀ E INSTABILITÀ MACROECONOMICA

Le bolle dei prezzi delle attività sono motivo di preoccupazione per le banche centrali orientate alla stabilità per una serie di motivi. Come dianzi ricordato, le bolle possono distorcere le decisioni economiche e finanziarie. A causa di varie frizioni economiche, le attività sono utilizzate non solo come riserve di valore, ma possono anche essere mobilitate come garanzia a fronte di prestiti. Pertanto, allorché il prezzo di mercato dello stock di capitale di imprese o famiglie sale al di sopra dei livelli coerenti con i flussi di reddito futuri, il costo del capitale può risultare alterato, in quanto potrebbe essere più facile per le imprese raccogliere fondi sul mercato dei capitali. Nel contempo, dato che le famiglie sono di norma incoraggiate a spendere le proprie plusvalenze patrimoniali quando i prezzi delle attività aumentano, bolle ampie e prolungate possono accrescere considerevolmente la spesa per consumi.

L'improvvisa correzione di una bolla, tuttavia, altera le condizioni economiche alla base dei piani di consumo e di investimento. I bilanci di imprese e famiglie si deteriorano. Molte imprese potrebbero ritrovarsi nell'impossibilità di rimborsare i prestiti, il che causerebbe un deterioramento dei bilanci delle banche. Inoltre, una brusca correzione del costo del capitale può portare alla realizzazione che l'ammontare degli investimenti effettuati durante il periodo di ascesa dei prezzi delle attività era probabil-

mente sproporzionato. Il risultante accumulo di eccesso di capacità produttiva di strutture e attrezzature può scoraggiare gli operatori economici dall'effettuare ulteriori investimenti e contribuire a bassi livelli di utilizzo dello stock esistente per un protratto periodo di tempo. Entrambi questi fenomeni possono rallentare la ripresa economica.

I consumatori potrebbero a loro volta essere spinti a ridurre i propri piani di consumo, poiché il calo dei prezzi delle attività farebbe diminuire il valore della loro ricchezza. Quanti avevano contratto debiti ipotecari eccessivi su immobili sopravvalutati potrebbero ritrovarsi a dover destinare al pagamento a titolo di interessi e di capitale una quota di reddito troppo elevata per le proprie disponibilità finanziarie. A tal riguardo, l'evidenza empirica tende a indicare che lo scoppio di una bolla dei prezzi nel mercato degli immobili residenziali è più costosa di un crollo di pari entità nel mercato azionario, perché il capitale immobiliare è più ampiamente diffuso e più intensamente utilizzato come collaterale per l'ottenimento di credito. Il riquadro 3 presenta una tassonomia dei principali fatti stilizzati relativi a cicli di forte rialzo e successiva brusca caduta con il potenziale per una correzione disordinata.

Le difficoltà riscontrate dai mutuatari per il pagamento del servizio del debito e il deprezzamento degli investimenti diretti possono causare gravi problemi di bilancio agli intermediari finanziari. In un tentativo di risanare i propri bilanci, le banche potrebbero diventare restie ad esporsi a ulteriori rischi, rafforzando così l'impatto negativo di una deflazione dei prezzi delle attività sul ciclo economico.

In casi estremi, come nella Grande Depressione del secolo scorso, una combinazione di tutti i precedenti fattori ha creato una situazione in cui è divenuto molto difficile ripristinare la fiducia e far ripartire la spesa. Ci vollero anni per correggere la crisi finanziaria che seguì lo scoppio della bolla. Il problema è stato spesso aggravato dall'impossibilità per una banca centrale di ridurre il tasso di interesse nominale al di sotto dello zero.

ALCUNI FATTI STILIZZATI SUI CICLI DI *BOOM-BUST* DEI PREZZI DELLE ATTIVITÀ

Recentemente una serie di studi ha analizzato i cicli di forte ascesa e repentino calo (*boom-bust*) dei prezzi delle attività al fine di rilevare le regolarità circa il comportamento dei costi connessi alle forti crescite dei prezzi e di valutare la possibilità di individuare ascese dei prezzi pericolose a uno stadio iniziale ¹⁾.

Una recente indagine dell'FMI ²⁾ analizza i periodi di repentino calo (*bust*) dei mercati delle azioni e delle abitazioni e raggiunge le seguenti conclusioni:

- I cali improvvisi dei prezzi delle abitazioni si verificano meno spesso rispetto a quelli dei prezzi delle azioni. I periodi che intercorrono fra il massimo e il minimo dei prezzi delle abitazioni sono in media più lunghi rispetto a quelli dei prezzi delle azioni (quattro anni contro due anni e mezzo). I cali durante le fasi di caduta dei prezzi delle abitazioni (azioni) rientrano in media nell'ordine del 30 (45) per cento circa. Il 40 (25) per cento dei forti rialzi dei prezzi delle abitazioni (azioni) è seguito da un'improvvisa caduta.
- Le perdite di prodotto associate alle improvvise cadute dei prezzi delle attività sono sostanziali. La perdita subita durante una tipica fase di caduta dei prezzi delle abitazioni (azioni) ammonta all'8 (4) per cento del PIL.
- I sistemi finanziari basati su banche subiscono perdite più elevate rispetto a quelli basati sul mercato durante le fasi di repentina caduta dei prezzi delle abitazioni, mentre l'opposto vale per le fasi di improvviso calo dei prezzi delle azioni. Tutte le principali crisi bancarie dei paesi industriali nel dopoguerra sono coincise con fasi di repentina caduta dei prezzi delle abitazioni.

Un Working Paper della BCE ³⁾ si incentra sui periodi di forte crescita (*boom*) dei valori aggregati dei prezzi delle attività. Distinguendo tra *boom* ad alto e basso costo ⁴⁾ deriva i seguenti fatti:

- Gli episodi a costo elevato durano all'incirca un anno più a lungo di quelli a basso costo (quattro anni rispetto a tre), provocano un accumulo di più ampi squilibri reali e finanziari e sono accompagnati da più forti aumenti dei prezzi immobiliari e da maggiore inflazione verso la fine della fase di rialzo.
- Durante le fasi iniziali dei *boom* la crescita reale della moneta e quella del credito risultano maggiori per gli episodi a costo elevato.
- Verso la fine degli episodi a costo elevato l'orientamento della politica monetaria è in genere più espansivo che durante i *boom* a basso costo ⁵⁾.

1) Cfr. il *Workshop* della BCE *Asset Prices and Monetary Policy* sul sito Internet www.ecb.int/events/conferences/html/assetmp.en.html.

2) T. Helbling e M. Terrones (2003), *When Bubbles Burst*, World Economic Outlook, FMI, aprile 2003, Capitolo II. Gli autori basano i propri risultati su un campione di 14 (per i prezzi delle abitazioni) o 19 (per i prezzi delle azioni) paesi industrializzati tra il 1959 e il 2002. Le fasi di forte caduta sono definite come diminuzioni dei prezzi reali da un massimo a un minimo nel quartile inferiore.

3) C. Detken e F. Smets (2004), *Asset Price Booms and Monetary Policy*, Working Paper della BCE n. 364. Gli autori utilizzano valori aggregati degli indici dei prezzi delle attività (fonte: BRI), relativi a prezzi degli immobili privati residenziali e commerciali e a quotazioni azionarie per 18 paesi industrializzati nel periodo compreso tra il 1970 e il 2002. I *boom* sono definiti come periodi in cui i prezzi reali aggregati delle attività eccedono un *trend* (stocastico) ricorsivo e persistente di oltre il 10 per cento.

4) I *boom* a costo elevato sono definiti come un calo superiore a 3 punti percentuali della crescita media triennale del PIL reale dopo il *boom* rispetto alla crescita media del PIL reale durante gli anni del *boom*.

5) Questo risultato è confermato, nel caso della Grande Depressione statunitense, da L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno (2003), *The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis*, Journal of Money, Credit and Banking 35(6), Parte 2, pagg. 1119-1197.

4 RISPOSTE DELLA BANCA CENTRALE ALLE BOLLE SUI PREZZI DELLE ATTIVITÀ

Il timore che una bolla sui prezzi possa, se lasciata seguire indisturbata il suo corso, degenerare in una grave fonte di danno per l'economia potrebbe fornire motivazioni per un ruolo attivo da parte

della politica monetaria qualora ci fosse il sospetto di un disallineamento dei prezzi nei mercati delle attività. Le questioni relative a un eventuale intervento della banca centrale in tali circostanze e alla misura e alla forma dell'intervento, sono oggetto di controversie. Il riquadro 4 illustra il recente dibattito accademico relativo a tali questioni.

Riquadro 4

IL DIBATTITO ACCADEMICO SULLA POLITICA MONETARIA E LA FISSAZIONE DI OBIETTIVI PER I PREZZI DELLE ATTIVITÀ

La proposta più radicale per quanto riguarda l'importanza dei prezzi delle attività nella conduzione della politica monetaria è quella che prospetta l'inclusione diretta dei prezzi delle attività nell'indice dei prezzi che definisce la stabilità dei prezzi. Tale proposta è stata originariamente presentata da Alchian e Klein (1973), secondo cui da una prospettiva di benessere una banca centrale dovrebbe preoccuparsi della stabilità dei prezzi dei beni di consumo sia correnti che futuri incentrandosi su un indice del "costo della vita". Si è ipotizzato che i prezzi delle attività fungessero da sostituto (*proxy*) per i prezzi dei consumi futuri, che non sono infatti osservabili. Di recente è stata presentata un'argomentazione a favore dell'inclusione quantomeno dei prezzi delle abitazioni per via delle loro buone proprietà di previsione dell'inflazione futura dei prezzi al consumo¹⁾. Inoltre, si è sottolineato che soltanto un indice del "costo della vita" non sarebbe distorto in periodi di mutamento delle preferenze tra consumi correnti e futuri²⁾.

La letteratura accademica sull'argomento individua chiaramente diversi problemi concettuali e di attuazione in merito all'inclusione dei prezzi delle attività nell'indice dei prezzi rilevante per la politica monetaria.

1. È probabile che i prezzi delle attività siano un sostituto inadeguato dei prezzi dei beni futuri per almeno due motivi. In primo luogo, l'indice dei prezzi delle attività rilevante dovrebbe in teoria coprire tutte le attività, incluso il capitale umano e il valore dei beni di consumo durevoli. In secondo luogo, i prezzi delle attività possono muoversi in direzioni che non hanno alcun nesso con le attese di inflazione futura. Al fine di misurare il tasso di crescita dei prezzi delle attività e reagire in maniera appropriata la banca centrale dovrebbe essere in grado di determinare il valore fondamentale delle attività³⁾.
2. La fissazione di obiettivi (*targeting*) per i prezzi delle attività, includendo questi ultimi nell'indice dei prezzi rilevante, e stabilendo quindi una risposta di politica monetaria più o meno meccanicistica, crea problemi di *moral hazard* per quanto riguarda il comportamento

1) Cfr. A. Alchian e B. Klein (1973), *On a Correct Measure of Inflation*, Journal of Money, Credit and Banking, 5(1), pagg. 173-191. Per le argomentazioni a favore dell'inclusione di un indice dei prezzi delle abitazioni nell'indice utilizzato da una banca centrale, cfr. C. Goodhart (2001), *What Weight Should Be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?*, The Economic Journal, 111, pagg. 335-356, nonché C. Goodhart e B. Hofmann (2000), *Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?*, The Manchester School Supplement, 68, pagg. 122-140.

2) Cfr. M. Bryan, S. Cecchetti e R. O'Sullivan (2003), *A Stochastic Index of the Cost of Life*, in: W. Hunter, G. Kaufmann e M. Pomerleano (ed.), *Asset price bubbles*, MIT Press, Cambridge.

3) Cfr. A. Filardo (2000), *Monetary Policy and Asset Prices*, Economic Review, Federal Reserve Bank di Kansas City, terzo trimestre. Cfr. anche E. Diewert (2002), *Harmonized Indexes of Consumer Prices: Their Conceptual Foundations*, Swiss Journal of Economics and Statistics, 138 (4), pagg. 547-637, nonché F. Smets (1997), *Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence*, Discussion paper del CEPR, 1751.

degli investitori nei confronti del rischio. L'assunzione di rischi aumenterebbe in previsione dei tentativi di stabilizzazione dei prezzi delle attività da parte della politica monetaria⁴⁾.

3. Si potrebbe creare un fenomeno di "indeterminatezza dell'inflazione" (*inflation indeterminacy*) a causa di una circolarità fra la determinazione dei prezzi delle attività e un orientamento di politica monetaria *forward-looking*. Se le banche centrali conducono la propria politica in risposta agli andamenti dei prezzi delle attività e questi stessi sono almeno in parte il risultato delle aspettative degli operatori privati circa l'orientamento futuro della politica monetaria ne consegue che, in certe condizioni, le attese di inflazione possono divenire "auto-realizzate" (*self-fulfilling*). Il tasso di inflazione diverrebbe "indeterminato" e potrebbe potenzialmente essere molto volatile⁵⁾.
4. Se la banca centrale è efficace e credibile nel perseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi al consumo, ciò stabilizza anche le attese circa i tassi di inflazione futuri. Non è quindi chiaro quale vantaggio si otterrebbe tramite un targeting esplicito di una *proxy* (necessariamente imprecisa) dei prezzi al consumo futuri⁶⁾. Di fatto, questa potrebbe essere considerata una situazione che determina un doppio conteggio delle pressioni sui prezzi al consumo nella serie di informazioni utilizzata dalla banca centrale.
5. Si dovrebbe determinare il peso attribuito ai correnti prezzi dei beni di consumo e delle attività. Sulla base delle quote della spesa tradizionali, il peso dei prezzi delle attività potrebbe facilmente eccedere il 90 per cento, il che porterebbe a una politica monetaria estremamente volatile. Altri metodi collegano le quote alla capacità di previsione dei prezzi al consumo futuri. I risultati differiscono in maniera sostanziale a seconda del metodo prescelto⁷⁾.
6. La politica monetaria non può controllare i fattori fondamentali che influenzano i prezzi delle attività nel lungo periodo. I tentativi di controllare l'evoluzione dei prezzi delle attività in modo meccanicistico potrebbero facilmente rivelarsi futili.

4) C. Goodhart e H. Huang (1999), *A Model of the Lender of Last Resort*, Working Paper dell'FMI, 99/39.

5) B. Bernanke e M. Woodford (1997), *Inflation Forecasts and Monetary Policy*, Journal of Money, Credit and Banking, 29(4), pagg. 663-684.

6) Cfr. B. Bernanke e M. Gertler (2001), *Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?*, American Economic Review, 91, pagg. 253-257. Cfr. anche S. Cecchetti, H. Genberg e S. Wadhvani (2003), *Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework*, in: W. Hunter, G. Kaufmann e M. Pomerleano (ed.), *Asset price bubbles*, MIT Press, Cambridge.

7) Cfr., ad esempio, Bryan, Cecchetti, O'Sullivan (2003), op. cit.

Due proposte radicali hanno ricevuto una certa attenzione, ma non hanno ottenuto sufficiente sostegno. La prima prospetta di promuovere come variabile obiettivo (*target*) un indice dei prezzi delle attività includendo i prezzi delle attività nell'indice in base a cui la banca centrale definisce la stabilità dei prezzi. Come indicato nel riquadro 4, i fondamenti teorici che sorreggono questa argomentazione sono discutibili e vi sono inoltre molti ostacoli pratici alla sua attuazione che escluderebbero questo approccio dalle opzioni realizzabili per la politica monetaria.

Una seconda opzione a disposizione di una banca centrale alle prese con una tendenza anomala dei prezzi delle attività sarebbe quella di "bucare"

la bolla una volta raccolta sufficiente evidenza a sostegno del sospetto che si possa effettivamente essere in presenza di una bolla. In tal caso uno stadio avanzato nella progressione della bolla potrebbe essere raggiunto prima che la banca centrale intervenga con un vigoroso inasprimento della politica monetaria al fine di contrastare le speculazioni. Il principio sarebbe che un'azione correttiva tesa ad aumentare sostanzialmente il costo connesso al mantenimento di una posizione speculativa nel mercato forzerebbe la liquidazione delle posizioni estreme. Tuttavia, l'esperienza indica che la reazione del mercato a una variazione improvvisa nelle condizioni monetarie prevalenti è altamente imprevedibile. In aggiunta, i tentativi di "bucare" la bolla potreb-

bero richiedere variazioni molto ampie dei tassi di interesse, il che potrebbe produrre gravi rischi per l'economia. Inoltre, la bolla può rivelarsi, in una prima fase, resistente a rialzi dei tassi di interesse anche molto aggressivi. In una seconda fase, tuttavia, interventi volti ad incrementare anche solo marginalmente i tassi di interesse possono indurre un'ondata generalizzata di vendite, moltiplicando l'impatto contrattivo della stretta monetaria ⁷⁾. Per tutti questi motivi la soluzione di "bucare la bolla" non è un'opzione praticabile per una banca centrale orientata alla stabilità.

Una terza opzione ha ricevuto un certo sostegno nel dibattito sulla politica monetaria da prediligere. Tale approccio consiste in una cauta politica di "andare controvento" (*leaning against the wind*) rispetto a una bolla incipiente. In presenza di un mercato delle attività che si stesse gonfiando la banca centrale adotterebbe un orientamento di politica monetaria lievemente più restrittivo di quanto non farebbe se si trovasse di fronte a una simile prospettiva macroeconomica in condizioni di mercato più normali. In tal modo una banca centrale eccederebbe in prudenza già in uno stadio iniziale delle dinamiche di mercato nel tentativo di evitare di alimentare la bolla con una politica accomodante. Potrebbe quindi tollerare una certa deviazione dal suo obiettivo di stabilità dei prezzi nel più breve termine in cambio di migliori prospettive di preservare la stabilità dei prezzi e dell'economia in futuro.

Una politica di "andare controvento" implica rischi relativamente limitati qualora l'aumento nel mercato azionario è sospinto dalla diffusione di aspettative ottimistiche sui guadagni di produttività futuri. Se tali aspettative si dimostrassero esagerate *ex post*, la decisione di perseguire una politica più restrittiva a uno stadio iniziale potrebbe, di fatto, essere giustificata a posteriori, in quanto un orientamento meno accomodante avrebbe diminuito il contributo della politica monetaria a un'euforia collettiva ingiustificata. Condizioni di credito più restrittive nelle fasi iniziali del processo frenerebbero presumibilmente il corso delle valutazioni di mercato e pertanto renderebbero la successiva inversione

meno destabilizzante per la stabilità dell'insieme dell'economia. Per converso, se le aspettative ottimistiche degli operatori fossero confermate *ex post*, il costo derivante da un orientamento di mercato lievemente più restrittivo sarebbe contenuto a livelli modesti dalle maggiori possibilità produttive e dalle migliori prospettive di crescita dell'economia.

Una politica di "andare controvento" apparirebbe tanto più vantaggiosa quanto maggiori fossero i costi attribuiti dalla banca centrale ad ampie e sostanzialmente ingiustificate oscillazioni nella valutazione delle attività e quanto più serio fosse il rischio che – qualora non contrastati – i movimenti del mercato tendessero ad ampliarsi col passare del tempo.

Un'argomentazione a favore di una politica di "andare controvento" è la simmetria. Con una tale politica, la banca centrale dissiperebbe le aspettative secondo cui la politica monetaria agirebbe a sostegno dell'economia soltanto nell'eventualità di una brusca flessione dei prezzi delle attività e si asterrebbe invece quando i prezzi aumentano. Dato che gli investitori non si sentirebbero più coperti al ribasso, si contrasterebbe la sistematica sottovalutazione dei rischi nei mercati. Una migliore valutazione dei rischi ridurrebbe al minimo l'incentivo per gli operatori ad adottare strategie speculative e per le banche ad accumulare posizioni eccessivamente rischiose, rimuovendo così i fattori che sospingono la crescita della bolla.

La simmetria implicita in un approccio di "andare controvento" concorrerebbe anche a disegnare la politica monetaria dopo lo scoppio della bolla. In tale fase, potrebbero essere adottate misure per contrastare le pressioni deflazionistiche senza correre il rischio di incoraggiare atteggiamenti di azzardo morale (*moral hazard*) in futuro.

7) Molti analisti hanno attribuito la profondità e la persistenza della Grande Depressione a un tentativo da parte del Federal Reserve System di "bucare" una bolla presente nel mercato azionario. Cfr. ad esempio, E. White (1990), *When the ticker ran late: The stock market boom and crash of 1929*, in: E. White (ed., 1990), *Crashes and Panics: The Lessons from History*, Homewood, Ill.: Dow-Jones Irwin, pagg. 143-187.

Malgrado queste caratteristiche positive, una politica di “andare controvento” comporterebbe anche dei rischi. In primo luogo, si dovrebbe tener presente che le bolle sono spesso il risultato di squilibri strutturali sottostanti che possono essere affrontati in modo appropriato con altre politiche. Tali politiche, comprendenti misure di regolamentazione prudenziale, modifiche del sistema fiscale e una generale riorganizzazione dei sussidi e dei trasferimenti pubblici, costituirebbero spesso l’opzione ottimale per la correzione degli squilibri strutturali che si celano dietro l’apprezzamento non sostenibile delle attività. In secondo luogo, non si può mai escludere una reazione di mercato disordinata a un intervento di politica economica, anche se la manovra è attuata gradualmente su un prolungato orizzonte temporale.

Infine, un tale approccio potrebbe essere percepito come prescrittivo di una reazione piuttosto meccanicistica agli andamenti dei prezzi delle attività. È tuttavia improbabile che una risposta di politica monetaria prudente, allorché si sospetta un disallineamento dei prezzi delle attività, possa assumere la forma di una semplice regola di reazione comprensiva di un indice dei prezzi delle attività.

5 MONETA, PREZZI DELLE ATTIVITÀ E STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

La precedente esposizione ha illustrato una serie di principi che stanno alla base di una politica monetaria prudente in presenza del sospetto di una sopravvalutazione delle attività. La strategia di politica monetaria della BCE può essere considerata come un quadro strategico che incorpora tali principi.

L’obiettivo primario della BCE ai sensi del Trattato è inequivocabilmente centrato sul mantenimento della stabilità dei prezzi. La BCE non fissa obiettivi di prezzo per le attività. In genere le forze di mercato assicurano un’allocazione efficiente delle risorse attraverso la libera determinazione dei prezzi relativi.

L’orientamento a medio termine iscritto nel concetto di politica monetaria della BCE rispecchia la necessità di valutare l’impatto degli shock economici, inclusi quelli che sospingono i prezzi delle attività, su orizzonti temporali sufficientemente lunghi. Un periodo di tempo più lungo è essenziale per individuare tutte le implicazioni dei cicli a frequenza minore dei prezzi delle attività. Questo approccio riduce il pericolo che la banca centrale, adottando una prospettiva troppo ravvicinata, possa trascurare i rischi per la stabilità dei prezzi su orizzonti più lunghi.

La strategia a due pilastri della BCE è fondata su un ampio quadro analitico che può concorrere anche a risolvere il problema dell’individuazione delle distorsioni sottostanti i prezzi delle attività e a desumere le intricate ripercussioni dei movimenti dei prezzi delle attività sull’economia ⁸⁾. Nell’ambito dell’analisi economica, la BCE tiene sotto osservazione i prezzi delle attività in quanto indicatori anticipatori dell’attività economica e valuta il loro impatto sulla spesa e sulla formazione dei prezzi al consumo da una prospettiva da breve a medio termine. Una migliore comprensione dello stato delle aspettative facilita una valutazione delle prospettive per l’inflazione dei prezzi al consumo sugli orizzonti vicini. Nel contempo, una componente fondamentale dell’analisi economica è lo studio delle ripercussioni dei movimenti dei prezzi delle azioni e degli immobili sulla ricchezza, sul costo del capitale e sulle posizioni di bilancio di vari settori dell’area dell’euro e, attraverso tali canali, sui consumi e sugli investimenti. Tale aspetto dell’analisi economica misura le pressioni sui prezzi al consumo che è probabile emergano da variazioni indotte dai prezzi delle attività nell’equilibrio tra domanda e offerta su un periodo da breve a medio termine.

Nell’analisi monetaria, la valutazione della moneta e del credito svolge un ruolo importante nel determinare le prospettive da medio a lungo termine per gli andamenti dei prezzi. Que-

8) Cfr. *The monetary policy of the ECB*, BCE, 2004.

st'ottica complementare rende possibile l'individuazione delle interazioni tra la formazione dei prezzi nel mercato e la creazione di credito e di liquidità nel settore finanziario. L'analisi monetaria può contribuire a valutare la misura in cui attività sopravvalutate possono essere seguite dalla creazione di un eccesso di liquidità e sovraestensione di credito, divenendone al tempo stesso una fonte. L'individuazione e la comprensione di questo nesso consente alla BCE di formulare un'opinione relativamente a se un movimento osservato dei prezzi delle attività possa già rispecchiare la formazione di una bolla non sostenibile. Le misure costruite della formazione di "eccesso di liquidità", definite anche in termini della quantità di moneta che risulterebbe da modelli standard della domanda di moneta, e di "eccesso di credito" forniscono alla banca centrale una valida evidenza quantitativa. Ad esempio, tale evidenza potrebbe segnalare un orientamento di politica monetaria più espansivo di quanto si deriverebbe dall'analisi economica e dalle proiezioni dell'inflazione dei prezzi al consumo. Ciò contribuirebbe, insieme a misure più standard della sopravvalutazione dei prezzi delle attività, a corroborare i sospetti relativi alla formazione di una bolla.

La verifica incrociata fra l'analisi economica e l'analisi monetaria allunga l'orizzonte su cui la BCE individua i probabili andamenti dei prezzi al consumo. Grazie alla prospettiva da medio a lungo termine fornita nell'ambito del pilastro monetario e al monitoraggio sistematico degli andamenti monetari e del credito nel quadro dell'analisi monetaria, la strategia a due pilastri non trascura il ruolo potenziale di tali andamenti quali fattori trainanti dell'inflazione dei prezzi al consumo nel medio-lungo periodo. Di conseguenza, tale approccio ha un importante effetto positivo. Permette, infatti, di tenere conto dei rischi che potrebbero essere associati ad andamenti non sostenibili dei prezzi delle attività. In aggiunta, può contribuire a limitare l'apparizione di andamenti non sostenibili nelle valutazioni delle attività. Infine, questa verifica incrociata porta a una migliore valutazione della correttezza dell'orientamento della politica monetaria. Indicazioni tempestive che un processo di forte

rincaro delle azioni o delle abitazioni nell'area dell'euro potrebbe stare interagendo con condizioni di abbondante liquidità condurrebbero a un'accresciuta vigilanza.

Il mandato della BCE di conservare una prospettiva d'area dell'euro garantisce che l'analisi economica e quella monetaria siano fermamente incentrate sui fenomeni con una portata sull'intera area. Ciò non implica che gli andamenti regionali, quali ingenti disallineamenti dei prezzi degli immobili in una serie di regioni, non dovrebbero essere rilevati. È di fatto necessario valutarli attentamente al fine di comprendere meglio la natura degli shock e il loro potenziale impatto sulla stabilità del sistema monetario e finanziario dell'intera area dell'euro. Occorre tenere conto di ogni segnale di contagio e trasmissione proveniente da un sistema creditizio integrato. Tutte queste informazioni sono importanti per prendere decisioni di politica monetaria.

CONCLUSIONI

Le bolle dei prezzi delle attività pongono molte difficoltà alle banche centrali. Gli episodi storici hanno mostrato che la loro formazione può essere molto rapida e che i costi della loro correzione possono essere molto elevati per l'economia.

Le bolle dei prezzi delle attività sono difficilmente individuabili in tempo reale e sono pertanto rilevate solo *ex post*. Ciò nondimeno, sembra che vi siano diversi strumenti che possono concorrere alla loro individuazione.

La BCE non fissa obiettivi per i prezzi delle attività. Tuttavia, deve prestare particolare attenzione ai movimenti dei prezzi delle attività nell'ottica di preservare la stabilità dei prezzi al consumo su orizzonti temporali più lunghi. A tal fine, il ruolo di primo piano rivestito dalla moneta e dal credito nella strategia della BCE dovrebbe assistere la BCE nella valutazione degli andamenti dei prezzi delle attività e della misura in cui questi rappresentano un rischio per la stabilità dei prezzi nel futuro più distante.

COMPARABILITÀ DELLE STATISTICHE PER L'AREA DELL'EURO, GLI STATI UNITI E IL GIAPPONE

Il confronto internazionale dei principali indicatori macroeconomici riveste un ruolo sempre più importante nell'analisi economica e monetaria. La situazione economica dell'area dell'euro viene regolarmente valutata a fronte di due altre grandi economie: gli Stati Uniti e il Giappone. Tuttavia, le differenze in termini di concetti statistici, copertura dei dati, convenzioni contabili e procedure di compilazione incidono sulla comparabilità delle statistiche. Il processo di armonizzazione statistica a livello internazionale ha compiuto progressi considerevoli negli ultimi anni. Sebbene i principali dati per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone spesso non siano completamente confrontabili, è possibile operare alcuni aggiustamenti o elaborare indicatori statistici alternativi che agevolano il confronto. D'altra parte, i principali indicatori riflettono sovente talune peculiarità delle singole economie e, di conseguenza, una loro eventuale piena armonizzazione tra area dell'euro, Stati Uniti e Giappone potrebbe comportare la perdita di informazioni utili.

I INTRODUZIONE

Il confronto tra gli indicatori macroeconomici dell'area dell'euro e quelli di Stati Uniti e Giappone forma parte integrante dell'analisi monetaria, economica e strutturale. Questo genere di confronto internazionale fornisce una misura della situazione economica relativa e consente inoltre di analizzare l'impatto delle diverse caratteristiche istituzionali sugli andamenti macroeconomici.

La conduzione di una rigorosa analisi comparativa tra area dell'euro, Stati Uniti e Giappone si ritrova fortemente agevolata dalla disponibilità di statistiche paragonabili. Diviene pertanto essenziale illustrare le differenze fra gli indicatori, e fornire indici o stime addizionali che permettano il raffronto sul piano internazionale.

Nell'ultimo decennio l'armonizzazione internazionale nel campo delle statistiche macroeconomiche è considerevolmente cresciuta grazie all'ulteriore elaborazione e applicazione di standard internazionali nei vari ambiti statistici. La tavola 1 presenta una panoramica dei più recenti sviluppi metodologici. Malgrado questi progressi, il confronto degli indicatori economici dei vari paesi resta complesso. Le differenze in termini di concetti, copertura dei dati, convenzioni contabili e procedure di compilazione rappresentano i principali ostacoli alla comparabilità delle statistiche. Inoltre, l'applicazione delle medesime misure statistiche a economie di mercato che presentano assetti istituzionali diversi potrebbe richiedere un'attenta analisi. Ad

esempio, la misurazione del tasso di risparmio delle famiglie in base ai concetti di contabilità nazionale potrebbe produrre risultati alquanto diversi a seconda del quadro istituzionale relativo ai sistemi pensionistici ¹⁾.

Nel presente articolo viene analizzata la comparabilità statistica di un insieme selezionato di importanti indicatori per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone, senza trattare le questioni relative agli assetti istituzionali. Gli indicatori prescelti figurano tra quelli assiduamente osservati dalla BCE per la conduzione della politica monetaria ²⁾.

L'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 presenta una panoramica dei fattori che ostacolano la comparabilità, nonché una valutazione sommaria dei principali indicatori economici. La sezione 3 analizza in maggiore dettaglio la comparabilità di alcuni di questi indicatori (ossia tassi di inflazione, PIL, costo del lavoro per unità di prodotto, aggregati del credito bancario, indicatori dell'indebitamento e avanzo/disavanzo delle Amministrazioni pubbliche), per i quali risulta di particolare interesse determinare la comparabilità (o non comparabilità) a livello internazionale. Ogniquale volta possibile, gli indicatori dell'area dell'euro sono stati raffrontati in dettaglio con gli equivalenti sia statunitensi

1) Cfr. *Comparison of household saving ratios: euro area, United States, Japan*, BCE/OCSE, 9 giugno 2004.

2) In questo articolo non vengono tuttavia considerati gli aggregati monetari, poiché la loro definizione e misurazione dipende da caratteristiche istituzionali.

Tavola I Principali sviluppi internazionali recenti della metodologia statistica

Ambito statistico	Nome	Data di pubblicazione ¹⁾	Principali organizzazioni internazionali
Contabilità nazionale	Sistema dei Conti Nazionali 1993 (SNC 1993)	1993	Divisione statistica delle Nazioni Unite (UNSD), FMI, Banca Mondiale, Commissione europea (Eurostat), OCSE
Occupazione	International Recommendations on Labour Statistics ²⁾	1919-2004	Organizzazione internazionale del lavoro (ILO)
Statistiche monetarie e finanziarie	Monetary and Financial Statistics Manual	2000	FMI
	Compilation Guide on Financial Soundness Indicators	2003	FMI
Finanza pubblica	Government Finance Statistics Manual 2001	2001	FMI
Bilancia dei pagamenti	Balance of Payments Manual	1993	FMI
Debito estero	External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users	2003	FMI, BRI, Eurostat, OCSE, Banca Mondiale
Riserve internazionali	Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity	1999	FMI
Commercio internazionale	International Merchandise Trade Statistics: Compilers Manual	2003	UNSD, Organizzazione mondiale del commercio (WTO), Organizzazione mondiale delle dogane (WCO), FMI, OCSE, Eurostat
Nomenclatura dei prodotti	Standard International Trade Classification, Revision 3 (SITC, Rev. 3)	1986	UNSD
Nomenclatura delle attività	International Standard Industrial Classification of All Economic Activities (ISIC Rev. 3.1)	2002	UNSD
Indice dei prezzi al consumo	Consumer Price Index Manual: Theory and Practice	2004	ILO, FMI, OCSE, Eurostat e Commissione economica per l'Europa delle Nazioni Unite (UNECE), Banca Mondiale
Indice dei prezzi alla produzione	Producer Price Index Manual: Theory and Practice	2004	ILO, FMI, OCSE, UNECE, Banca Mondiale
Indice dei prezzi di importazioni ed esportazioni	FMI Export and Import Price Index Manual	2004	FMI, ILO, OCSE, UNECE, Banca Mondiale

Nota: Per ulteriore documentazione sulle metodologie statistiche, si veda il sito UNSD all'indirizzo <http://unstats.un.org/unsd/progwork/>.

1) Prima data di pubblicazione.

2) Per le statistiche sull'occupazione sono disponibili anche standard SCN 93.

sia giapponesi. A causa di vincoli nella disponibilità dei dati, tuttavia, l'analisi sistematica della comparabilità con le statistiche del Giappone non è sempre realizzabile. Nella sezione 4 vengono presentate le conclusioni.

2 FATTORI DI FONDO CHE INCIDONO SULLA COMPARABILITÀ DELLE STATISTICHE

È possibile individuare quattro principali ambiti in cui la presenza di differenze incide sulla comparabilità delle statistiche, ovvero: a) concetti statistici e relative definizioni dettagliate, b) coper-

tura dei dati, c) prassi collegate alle convenzioni contabili e d) metodologie di compilazione.

L'impiego di concetti e definizioni dettagliate differenti può pregiudicare la comparabilità. Ad esempio, in vari paesi dell'area dell'euro le principali statistiche nazionali sulla disoccupazione spesso si fondano su definizioni amministrative (come quelle adottate dai dipartimenti del lavoro dei governi) che divergono da quella standardizzata. Statistiche comparabili sulla disoccupazione sono elaborate in base alle definizioni adottate dall'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO), che considerano disoccupate quel-

le persone in età da lavoro che, nel periodo di riferimento, non esercitino un'attività lavorativa, siano disponibili a lavorare e abbiano intrapreso un'azione di ricerca di lavoro. In tutte le tre regioni economiche considerate i dati comparabili sulla disoccupazione sono raccolti presso le famiglie attraverso un'indagine campionaria³⁾ coerente con le raccomandazioni dell'ILO. Restano alcune differenze minori, ad esempio per quanto riguarda la definizione dei limiti d'età.

La copertura dei dati nazionali può differire relativamente al territorio dell'area economica, alla popolazione o ai settori di attività. Ad esempio, le principali statistiche statunitensi sul costo del lavoro per unità di prodotto si riferiscono esclusivamente al settore non agricolo dell'economia, mentre il corrispondente indicatore per l'area dell'euro copre l'intera economia.

Vi sono poi differenze di ordine pratico derivanti dalle convenzioni contabili impiegate nei dati alla fonte. In particolare, la comparabilità dei dati ri-

sente dell'utilizzo di metodi di valutazione diversi (ad esempio al valore nominale o al valore di mercato) o di diversi periodi di registrazione. È questo il caso delle statistiche sulla finanza pubblica, compilate sulla base dell'anno solare nell'area dell'euro e su quella dell'esercizio finanziario negli Stati Uniti e in Giappone (questi due paesi utilizzano a loro volta esercizi finanziari diversi)⁴⁾.

Infine, la comparabilità può essere limitata anche dall'uso di procedure diverse per la compilazione dei dati aggregati. Ad esempio, a differenza di Stati Uniti e Giappone, l'area dell'euro fornisce una presentazione consolidata dei dati sul debito delle Amministrazioni pubbliche.

La tavola 2 offre una panoramica della comparabilità di alcune serie statistiche. I principali dati

- 3) La raccolta delle statistiche sulla disoccupazione avviene nell'ambito delle cosiddette indagini sulle forze di lavoro.
4) Negli Stati Uniti l'esercizio finanziario va da ottobre al settembre successivo, in Giappone da aprile a marzo.

Tavola 2 Valutazione di comparabilità per i principali indicatori statistici

Indicatore generale per l'area dell'euro	Termine di paragone	Valutazione	
		Stati Uniti	Giappone
IAPC	IPC al netto degli affitti imputati	Comparabile (paniere di riferimento simile alla definizione IAPC)	Comparabile (paniere di riferimento simile alla definizione IAPC)
PIL	Indicatore generale omologo	Quasi comparabile (PIL nominale: leggere deviazioni nel trattamento della spesa per software, dell'economia sommersa, della spesa militare e dei servizi di intermediazione finanziaria misurati indirettamente; tassi di crescita del PIL: leggere deviazioni nel trattamento delle variazioni di qualità e della produzione dei settori non di mercato, e nella scelta dei numeri indici)	Comparabile
Consumi	Indicatore generale omologo	Comparabile	Comparabile
Investimenti	Indicatore generale omologo corretto (Stati Uniti)	Più comparabile (dopo l'aggiustamento per il trattamento degli armamenti ma senza l'aggiustamento per la capitalizzazione del software)	Comparabile
Costo del lavoro per unità di prodotto	Indicatore generale omologo corretto (Stati Uniti)	Comparabile (a seguito di: aggiustamenti per le variazioni di volume del PIL, estensione della copertura dei dati dai settori non agricoli all'intera economia, e uso del numero di occupati in luogo delle ore lavorate come misura dell'input di lavoro)	Informazione non disponibile
Indice del costo del lavoro	Nessuno	Non comparabile (differenze nelle definizioni: l'indicatore dell'area dell'euro si riferisce a variazioni nei costi orari del lavoro calcolate facendo uso di recenti pesi settoriali e nazionali, laddove l'indicatore statunitense descrive le variazioni nei costi per l'impresa di un paniere fisso di lavoro, eliminando le differenze di composizione)	Informazione non disponibile

Segue: Tavola 2 Valutazione di comparabilità per i principali indicatori statistici

Indicatore generale per l'area dell'euro	Termine di paragone	Valutazione	
		Stati Uniti	Giappone
Disoccupazione	Indicatore generale omologo	Quasi comparabile (le statistiche sulla disoccupazione sono elaborate sulla base di una indagine campionaria presso le famiglie coerente con le raccomandazioni dell'ILO, ma esistono differenze nel periodo e nella popolazione di riferimento, nonché nel trattamento dei licenziamenti temporanei e nei limiti d'età considerati)	Quasi comparabile (le statistiche sulla disoccupazione sono elaborate sulla base di una indagine campionaria presso le famiglie coerente con le raccomandazioni dell'ILO, ma esistono differenze nel periodo e nella popolazione di riferimento, nonché nei limiti d'età considerati)
Occupazione	Occupazione risultante dalla Labor force survey (Stati Uniti) Indicatore generale omologo (Giappone)	Più comparabile (la definizione di occupazione è basata sul numero di occupati, ma non esiste una correzione per l'economia sommersa)	Quasi comparabile (ma non esiste una correzione per l'economia sommersa)
Credito bancario	Indicatore generale omologo corretto (Stati Uniti)	Comparabile (dopo un aggiustamento relativo alla copertura del settore bancario)	Non comparabile (nessun aggiustamento possibile)
Titoli di debito	Nessuno	Non comparabile (differenze nella metodologia di valutazione, nella copertura del settore bancario e nella copertura degli strumenti)	Informazione non disponibile
Tassi di interesse delle IFM sul credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni	Nessuno	Non comparabile (differenze nelle definizioni, nella copertura del settore bancario e nella metodologia di calcolo)	Non comparabile (differenze nelle definizioni)
Indebitamento delle famiglie	Indicatore generale omologo corretto (Stati Uniti) Indicatore generale omologo (Giappone)	Più comparabile (dopo un aggiustamento del reddito lordo disponibile delle famiglie, ma non esiste una correzione per l'esclusione degli imprenditori individuali e della maggioranza delle società di persone prive di personalità giuridica)	Comparabile
Indebitamento delle società non finanziarie	Indicatore generale omologo (Stati Uniti) Indicatore generale omologo corretto (Giappone)	Più comparabile (ma senza aggiustamento per l'inclusione degli imprenditori individuali e della maggioranza delle società di persone prive di personalità giuridica, e per la differente valutazione dei titoli di debito (valore nominale corretto per gli interessi di competenza in luogo del valore a prezzi di mercato usato per l'area dell'euro))	Comparabile (dopo la sottrazione dei prestiti intersocietari)
Avanzo/disavanzo pubblico	Indicatore generale omologo corretto	Più comparabile (dopo aggiustamenti che riportano all'anno solare e alla copertura di tutte le amministrazioni pubbliche; esiste una differenza non corretta relativa all'adozione, per alcune transazioni, del criterio di cassa in luogo del criterio di competenza usato nell'area dell'euro)	Più comparabile (dopo aggiustamenti che riportano all'anno solare; esiste una differenza non corretta relativa all'adozione, per alcune transazioni, del criterio di cassa in luogo del criterio di competenza usato nell'area dell'euro)
Debito pubblico	Indicatore generale omologo corretto	Più comparabile (dopo aggiustamenti che riportano all'anno solare e alla copertura di tutte le amministrazioni pubbliche; esistono differenze non corrette relative ai sistemi di valutazione (valore nominale inclusivo degli interessi di competenza in luogo del valore nominale usato nell'area dell'euro) e alla copertura degli strumenti)	Più comparabile (dopo aggiustamenti che riportano all'anno solare; esistono differenze non corrette relative ai sistemi di valutazione (valore di mercato in luogo del valore nominale usato nell'area dell'euro) e alla copertura degli strumenti)
Bilancia dei pagamenti	Indicatore generale omologo	Quasi comparabile (la presentazione è più tradizionale; ampia copertura dei profitti reinvestiti, specialmente se collegati a relazioni indirette degli affiliati stranieri; investimenti di portafoglio (attività e passività) registrati verso il soggetto che cura la transazione (può essere differente dal soggetto che emette il titolo, o dall'investitore finale); alcuni strumenti di mercato monetario sono registrati come "altro investimento")	Comparabile in generale; passività relative agli investimenti di portafoglio registrate verso il soggetto che cura la transazione

Note: Le differenze sono valutate con riferimento alla definizione usata per gli indicatori dell'area dell'euro. La dicitura "Quasi comparabile" indica l'esistenza di alcuni caveat minori relativi a differenze per cui una correzione è impossibile, laddove "Più comparabile" indica invece un incremento del livello di comparabilità dopo le correzioni.

su PIL, consumi, investimenti e bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro e il Giappone sono considerati generalmente paragonabili. Alcune lievi differenze con gli indicatori statunitensi sono riconducibili alle deviazioni dai concetti relativi alle componenti del PIL nel SCN 93 e alle diverse procedure di compilazione. Gli indicatori di disoccupazione delle tre aree economiche sono quasi completamente comparabili, malgrado le lievi divergenze sopra menzionate.

Per quanto riguarda la maggioranza degli altri principali indicatori, le differenze di concetto e definizione possono essere in parte superate o effettuando aggiustamenti o impiegando indicatori alternativi elaborati e pubblicati dalle autorità statistiche. In alcuni casi gli indicatori alternativi necessitano a loro volta di aggiustamenti per poter effettuare confronti significativi (come accade per i tassi di occupazione e di inflazione). In altri, è sufficiente una correzione dei dati principali (è questo il caso di costi del lavoro per unità di prodotto, indebitamento o statistiche sulle Amministrazioni pubbliche). Per le statistiche sul credito si può costruire un indicatore comparabile per gli Stati Uniti operando un aggiustamento sulla copertura del settore bancario, cosa peraltro non ancora possibile nel caso del Giappone. Infine, non esistono equivalenti per vari indicatori utilizzati nell'area dell'euro, quali l'indice del costo orario del lavoro per l'intera economia, i tassi di interesse delle IFM sul credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e l'emissione di titoli di debito.

3 COMPARABILITÀ DI ALCUNI INDICATORI STATISTICI

INDICATORI DEI PREZZI AL CONSUMO

Il principale obiettivo della BCE consiste nel mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) pubblicato da Eurostat è il principale indicatore di riferimento per la misurazione dell'andamento dei prezzi al consumo nell'area dell'euro. L'indicatore statunitense che più si avvicina allo IAPC è l'indice dei prezzi al consumo (IPC) nazionale, uno degli indici di prezzo im-

piegati dal Federal Reserve System nella sua analisi. L'IPC statunitense è inoltre utilizzato a fini di indicizzazione come approssimazione della variazione nel costo della vita. Il Federal Reserve System, tuttavia, utilizza varie altre misure dell'inflazione dei prezzi al consumo, tra cui la più importante è il deflatore della spesa per consumi privati (SCP) "di fondo", che esclude alimentari ed energia. Per il Giappone, l'indicatore più simile allo IAPC è l'IPC nazionale, ma la Bank of Japan incentra le sue analisi e proiezioni sull'IPC complessivo al netto degli alimentari freschi. La diversa copertura in termini di prodotti fra lo IAPC dell'area dell'euro e gli IPC di Stati Uniti e Giappone costituisce il principale fattore di ostacolo al raffronto degli indicatori.

Mentre lo IAPC e l'IPC giapponese mirano a misurare le variazioni di prezzo pure dello stesso paniere di consumo tra il periodo corrente e il periodo base (indice del costo dei beni), l'IPC statunitense è un'approssimazione di un indice del costo della vita che misura il costo minimo sostenuto per il mantenimento di un'utilità costante nel tempo. Sebbene questi due approcci differiscano a livello teorico, in sede di applicazione presentano molti aspetti comuni.

La principale differenza statistica che complica il confronto tra questi indicatori attiene al trattamento delle abitazioni occupate dai proprietari. Questa componente non è ancora coperta dallo IAPC, ma è incorporata nell'IPC sia degli Stati Uniti che del Giappone nell'ipotesi che i relativi prezzi si muovano in linea con gli affitti (affitti imputati)⁵. Si stima che l'impatto di questa scelta sul tasso di inflazione complessiva per l'IPC statunitense sia pari a 0,2 punti percentuali per il tasso di crescita medio sul periodo corrispondente dell'anno precedente tra il 1999 e il 2004. Vi sono inoltre varie altre differenze più ardue da quantificare. Le diverse procedure di aggiornamento delle ponderazioni della spesa producono

5) Eurostat sta attualmente vagliando l'inserimento delle abitazioni occupate dai proprietari nello IAPC. È stata presa la decisione di utilizzare l'approccio dell'acquisizione netta (piuttosto che gli affitti imputati), ovvero di riflettere le variazioni nei prezzi effettivi delle abitazioni che le famiglie hanno acquisito da altri settori dell'economia.

un effetto praticamente trascurabile a livello aggregato, mentre è difficile valutare l'impatto delle disparità nelle procedure di campionamento e nella copertura della popolazione⁶⁾. In aggiunta, le metodologie utilizzate per gli aggiustamenti dovuti a variazioni nella qualità dei beni e dei servizi considerati presentano alcune differenze. In particolare, a questo scopo l'IPC statunitense fa ampio ricorso ai cosiddetti metodi edonici⁷⁾, che sono invece utilizzati solo di rado nello IAPC dell'area dell'euro. A queste differenze non è facile ovviare attraverso aggiustamenti.

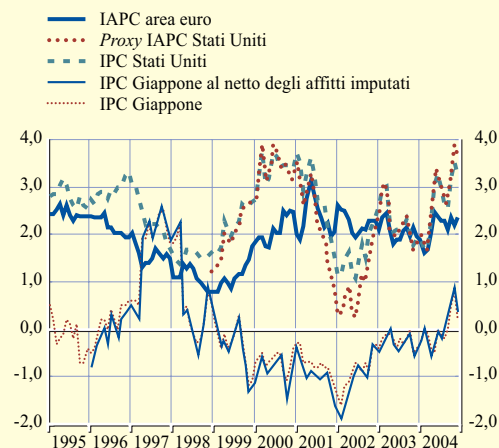
Dal momento che i principali dati sull'inflazione per area dell'euro, Stati Uniti e Giappone non sono direttamente raffrontabili, è necessario ricorrere a indicatori alternativi. Nel caso degli Stati Uniti è disponibile un equivalente grezzo dello IAPC dell'area dell'euro, costruito dal Bureau of Labor Statistics (BLS) attraverso la ricompilazione dei dati IPC disponibili, escludendo gli affitti imputati e aggregando i dati in base alla metodologia IAPC. Per quanto riguarda il Giappone, è possibile utilizzare come approssimazione l'IPC al netto degli affitti imputati (cfr. figura 1).

Lo scarto tra la principale misura dell'inflazione e l'indicatore alternativo nel periodo sotto rassegna è rimasto abbastanza costante nel caso del Giappone, mentre ha oscillato per gli Stati Uniti, segnando un picco nel 2001 e nel 2002 in concomitanza con un aumento significativo della componente relativa alle abitazioni occupate dai proprietari.

La non comparabilità tra lo IAPC dell'area dell'euro e il deflatore della SCP statunitense deriva da una differenza di ordine concettuale. Il deflatore della SCP è un deflatore di contabilità nazionale che riflette l'incremento medio dei prezzi per tutti i consumi privati dei residenti, mentre lo IAPC misura la variazione media nei prezzi di un paniere rappresentativo di beni e servizi. I movimenti del deflatore della SCP sono generalmente più contenuti di quelli negli indici dei prezzi al consumo a causa delle metodologie di elaborazione utilizzate⁸⁾. Inoltre, i dati mensili sul deflatore della SCP sono periodicamente rivisti e ultimati solo dopo un considerevole lasso di tempo,

Figura 1 Principali indicatori di inflazione

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics (BLS) e Japanese Statistics Bureau.

al momento della divulgazione dei dati annuali. Dall'anno scorso viene pubblicato il cosiddetto deflatore della SCP "basato sul mercato", che ha copertura simile a quella dell'IPC, ma impiega la formula di aggregazione del deflatore della SCP.

PRODOTTO INTERNO LORDO

Il PIL e le sue componenti vengono massicciamente impiegati per l'osservazione della *performance* economica. Grazie all'applicazione di standard internazionali quali il SCN 93, sussistono differenze solo limitate sul piano dei concetti e delle definizioni per il PIL (in termini

6) Lo IAPC copre tutte le spese sostenute dalle famiglie all'interno del territorio dell'area dell'euro (comprese quelle di non residenti in visita), mentre gli IPC statunitense e giapponese coprono unicamente le spese delle famiglie residenti (comprese quelle sostenute all'estero). L'IPC statunitense, inoltre, considera unicamente la popolazione urbana, che rappresenta l'87 per cento della popolazione totale.

7) I metodi edonici sono tecniche di deflazione basate su una regressione dei prezzi di un paniere di beni su una serie di qualità o caratteristiche dei beni stessi.

8) Il deflatore della SCP è costruito come indice Fisher, ovvero come media geometrica di un indice Laspeyres e di un indice Paasche con riferimento all'andamento dei consumi in due periodi adiacenti. Per contro, lo IAPC è un indice di tipo Laspeyres, ovvero una misura delle variazioni medie dei prezzi per un paniere rappresentativo di beni di consumo e di servizi mantenuto costante durante l'anno solare e aggiornato all'inizio di ciascun anno di segnalazione.

nominali) e poche problematiche di compilazione riguardo alla crescita di volume del PIL (crescita in termini reali).

Dal confronto dei dati sul PIL emerge come l'area dell'euro e il Giappone seguano concetti e definizioni assai simili, da cui diverge sotto certi aspetti il sistema statunitense. Nell'area dell'euro i dati vengono compilati in base al Sistema europeo dei conti (SEC 95), versione europea pienamente compatibile del SCN 93, mentre il Giappone si conforma al SCN 93. I dati statunitensi si basano invece sulla metodologia National Income and Product Accounts (NIPA).

La principale differenza tra SCN 93 e NIPA per quanto riguarda il PIL risiede nel trattamento statistico riservato a investimenti in software, economia sommersa (non osservabile), spese militari e servizi di intermediazione finanziaria misurati indirettamente (SIFMI).

Relativamente al trattamento degli investimenti in software, va notato che il rapporto tra il software capitalizzato e il totale degli investimenti in software (indice di investimento) è più elevato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Il Giappone non registra alcun investimento in software per conto proprio. In base alle simulazioni dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)⁹⁾, un più alto indice di investimento nell'area dell'euro potrebbe aver incrementato la crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali finanche di 0,3 punti percentuali nella seconda metà degli anni novanta. L'impatto sarebbe stato probabilmente minore dopo il 1999/2000, con la stabilizzazione degli investimenti in software.

Come accennato, vi sono poi differenze quanto alle modalità con cui vengono effettuati aggiustamenti per l'economia sommersa. In particolare, il sistema dei conti statunitense non prevede alcun aggiustamento, e per questo potrebbe risultare leggermente meno comprensivo. L'OCSE stima tuttavia che l'effetto sulla crescita del PIL della correzione per l'economia sommersa dovrebbe essere piuttosto modesto¹⁰⁾.

Le disparità in termini di misurazione della spesa militare derivano dal fatto che nel sistema di contabilità nazionale statunitense viene registrata come investimento una più ampia parte di questa tipologia di spesa. Infatti, mentre il SCN 93 e il SEC 95 prevedono che la spesa militare venga capitalizzata unicamente se le relative voci di spesa possano essere impiegate anche per scopi civili, negli Stati Uniti tutte le attrezzature di difesa sono trattate alla stregua di investimenti. Secondo le stime dell'OCSE, negli anni novanta ciò ha avuto un impatto minimo, di -0,03 punti percentuali, sulla crescita del PIL statunitense, principalmente poiché in quel periodo la spesa militare è diminuita⁹⁾.

Per quanto riguarda i SIFMI, il sistema statunitense opera una suddivisione degli stessi tra consumi intermedi del settore imprese e consumi finali del settore famiglie, mentre area dell'euro e Giappone registrano attualmente tutti i SIFMI come consumi intermedi. Sebbene ciò possa comportare un livello più elevato (di circa 1 punto percentuale) del PIL nel sistema statunitense, le simulazioni mostrano che l'effetto è minimo (inferiore a 0,1 punti percentuali l'anno, con segno variabile nel tempo)⁹⁾. Queste disparità nei confronti degli Stati Uniti sono perlopiù destinate a scomparire sia per quanto riguarda il Giappone che per l'area dell'euro, in quest'ultimo caso a causa delle revisioni di cui faranno oggetto i dati di contabilità nazionale europei nel 2005¹¹⁾.

Per quanto concerne la variazione di volume del PIL, esistono tre ulteriori importanti aspetti di comparabilità fra le economie, che possono risultare in divergenze positive ovvero negative. Tali fattori, inoltre, incidono primariamente sul raffronto della distribuzione della crescita economica fra le varie categorie di spesa e le varie attività,

9) Cfr. *Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement*, OCSE, Statistics Directorate Working Paper 2003/5.

10) Cfr. *Measuring the non-observed economy*, OCSE, Statistics Brief n. 5, novembre 2002.

11) In base al Regolamento della Commissione europea (CE) n. 1889/2002, a partire dal 1° gennaio 2005 tutti gli Stati membri sono tenuti a trattare i SIFMI secondo il SCN 93.

e producono un impatto minore sulla confrontabilità della crescita totale del PIL in termini reali.

La prima tra queste differenze attiene all'aggiustamento per le variazioni di qualità tramite i metodi edonici, in particolare nel caso dei prodotti delle tecnologie di informazione e comunicazione (TIC). In ragione della loro rapidità, i progressi tecnologici e le variazioni di prezzo di questi prodotti sono probabilmente colti meglio dai suddetti metodi di aggiustamento qualitativo, piuttosto che da quelli più tradizionali. L'effetto dell'aggiustamento è particolarmente intenso in presenza di un'accelerazione degli investimenti in TIC. Le metodologie edoniche sono ampiamente diffuse nella contabilità nazionale statunitense, non altrettanto nell'area dell'euro o in Giappone.

Un secondo fattore riguarda la misurazione delle variazioni di volume di molti servizi, specie quelli non di mercato, per i quali non esiste un prezzo di mercato e quindi nemmeno un deflatore, a parte i relativi costi. Ad esempio, le variazioni di volume dei servizi della sanità e dell'istruzione sono convenzionalmente misurati come somma dei costi deflazionati (un procedimento noto come "metodo basato sugli input"). Di conseguenza, per questi servizi non vengono correttamente riflesse la quantità e la qualità dell'output. Al momento sono in corso in seno all'UE lavori per migliorare queste stime attraverso l'impiego di misure di volume dirette¹²⁾. Se da un lato ciò mira a migliorare l'accuratezza delle stime europee, dall'altro potrebbe incidere negativamente sulla comparabilità con gli Stati Uniti, che continuano a utilizzare il metodo basato sugli input.

L'ultima delle tre problematiche concerne la scelta delle formule per il calcolo della crescita di volume del PIL. Le formule esistenti impiegano diverse strutture dei prezzi relativi per aggregare le componenti del PIL. Attualmente, i paesi dell'area dell'euro utilizzano soprattutto una base a ponderazione fissa aggiornata con cadenza quinquennale, mentre gli Stati Uniti – e ultimamente anche il Giappone – applicano pesi che variano annualmente. L'esperienza recente mostra che l'utilizzo di ponderazioni aggiornate

frequentemente tende a produrre tassi inferiori di crescita del PIL in termini reali e ciò poiché generalmente i prezzi dei gruppi di prodotti a crescita elevata aumentano meno della media o diminuiscono. Pertanto, quando la crescita di volume del PIL è calcolata utilizzando ponderazioni più recenti, i gruppi di prodotti in forte crescita ricevono pesi minori, il che comporta una più bassa crescita del PIL. È questo in particolare il caso dei prodotti TIC. Le simulazioni disponibili¹³⁾ mostrano che l'introduzione della ponderazione a indici concatenati nel 2005 e nel 2006 potrebbe ridurre di circa 0,1 punti percentuali la crescita di volume del PIL nell'area dell'euro, con effetti più pronunciati nel caso di alcune sue singole componenti.

Nell'insieme questa analisi indica che, in sede di confronto tra i dati sul PIL di area dell'euro, Giappone e Stati Uniti, si presentano alcuni aspetti di misurazione che, complessivamente, esercitano un leggero effetto al rialzo sulla crescita misurata del PIL statunitense in termini reali, situabile in totale nell'ordine di alcuni decimi di punto percentuale l'anno. Va inoltre sottolineato che sono previste iniziative per affrontare diverse attuali problematiche di misurazione. Sono ad esempio in corso lavori di armonizzazione del trattamento di software e investimenti. A partire da quest'anno saranno impiegati indici concatenati di deflazione in tutti i paesi dell'UE e negli Stati Uniti, e i trattamenti riservati ai servizi finanziari nelle due aree saranno meglio raffrontabili. Questi nuovi sviluppi dovrebbero pertanto accrescere la comparabilità internazionale dei dati sul PIL.

COSTI DEL LAVORO PER UNITÀ DI PRODOTTO

Le variazioni del costo del lavoro forniscono un importante contributo all'analisi dell'inflazione e degli andamenti del mercato del lavoro nel-

12) Decisione della Commissione del 17 dicembre 2002 che chiarifica ulteriormente l'allegato A del regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio per quanto riguarda i principi delle misure di prezzo e di volume nei conti nazionali [notificata con il numero C (2002) 5054] (testo rilevante ai fini del SEE) (2002/990/CE).

13) Cfr. *Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement*, OCSE, Statistics Directorate Working Paper 2003/5.

l'area dell'euro e negli Stati Uniti. In Giappone, al contrario, non sono disponibili stime ufficiali sul costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ¹⁴. Il principale indicatore trimestrale per l'area dell'euro è il CLUP per l'intera economia (basato sui dati di contabilità nazionale SEC 95), mentre negli Stati Uniti si tratta del CLUP per il settore non agricolo, pubblicato dal BLS. Le pubblicazioni della BCE e del BLS impiegano definizioni analoghe per i dati sul CLUP aggregato, ma la comparabilità delle statistiche risente di varie differenze metodologiche al livello delle singole componenti.

La BCE definisce il CLUP come il rapporto fra retribuzione per occupato e PIL a prezzi costanti per occupato ¹⁵. La definizione di retribuzione degli occupati è sostanzialmente la stessa negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, coerentemente con i sistemi SCN 93 e SEC 95. Vi è però una differenza per quanto riguarda il trattamento delle *stock option*, perlopiù escluse dai dati per l'area dell'euro ma incluse in quelli statunitensi.

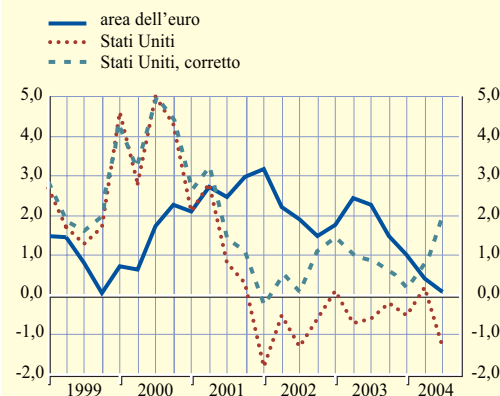
In sede di analisi del CLUP non vanno dimenticate le questioni di comparabilità tra le misure di crescita del PIL in termini nominali e reali, di cui si è già discusso.

La misura più comune per l'input di lavoro è quella del numero di ore lavorate, utilizzata negli Stati Uniti, mentre per l'area dell'euro le statistiche si basano sul numero di occupati, non essendo ancora disponibili dati tempestivi e più frequenti sulle ore lavorate. Ciò produce un impatto sui livelli del CLUP, ma influisce in misura molto contenuta sui loro tassi di crescita, nella misura in cui vi è sostanziale similitudine tra l'andamento del tempo di lavoro medio dei lavoratori autonomi e quello dei lavoratori dipendenti ¹⁶.

Di conseguenza, le analisi comparative a livello internazionale tra gli indicatori del CLUP di breve periodo per l'area dell'euro e gli Stati Uniti sono attualmente condotte sulla base di dati statunitensi corretti. Questo aggiustamento approssimato comporta a) la correzione della crescita del PIL in termini reali per le differenze stimate di misurazione di cui alla sezione precedente, b) l'utilizzo del numero di occu-

Figura 2 Costo del lavoro per unità di prodotto, area dell'euro e Stati Uniti)

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE e BLS.

pati anziché delle ore lavorate come misura dell'input lavoro, e c) l'ampliamento della copertura dei dati statunitensi all'intera economia (cfr. figura 2).

Come emerge dalla figura 2, negli ultimi anni questi aggiustamenti hanno in genere incrementato il tasso di crescita del CLUP statunitense.

AGGREGATI DEL CREDITO BANCARIO

Nel contesto della sua analisi monetaria la BCE monitora il credito erogato dalle IFM ai soggetti diversi dalle IFM stesse sia come contropartita di M3, sia per il suo contenuto informativo sullo stato dell'economia. Nelle sue valutazioni periodiche la BCE pone particolare enfasi sull'andamento dei prestiti al settore privato (che rappresentano il 90 per cento circa del credito a questo settore) ¹⁷, mentre il Federal Reserve System e la Bank of Japan si focalizzano sul nesso tra credi-

14) Per il Giappone sono disponibili solo i dati sul CLUP per il settore manifatturiero.

15)
$$CLUP = \frac{\text{Retribuzione per occupato}}{\text{Produttività del lavoro}} = \frac{\text{Retribuzione/Numero di occupati}}{\text{PIL a prezzi costanti/Occupazione totale}}$$

16) I diversi andamenti nel tempo del numero di occupati e del numero di ore lavorate non hanno un impatto rilevante sui tassi di crescita del CLUP poiché i loro effetti si compensano ampiamente nella formula.

17) Cfr l'articolo *Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria* nel numero di maggio 2001 di questo Bollettino.

to e attività economica. Volendo confrontare il credito erogato dalle IFM dell'area dell'euro al settore privato e alle Amministrazioni pubbliche con i corrispondenti dati per gli Stati Uniti e il Giappone, la principale differenza statistica risiede nella definizione del settore finanziatore.

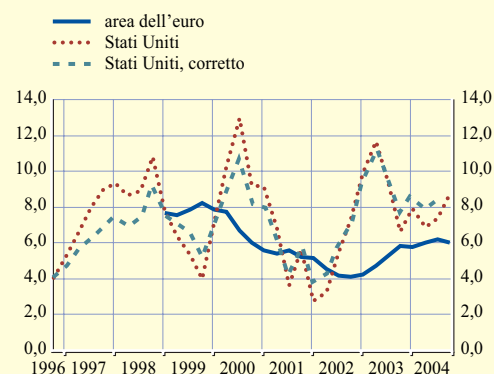
I dati sul credito bancario negli Stati Uniti, pubblicati settimanalmente, si riferiscono alle sole banche commerciali, che concorrono al 70 per cento circa del credito di tutte le IFM (secondo la definizione della BCE), e non comprendono quindi le attività del Federal Reserve System (anch'esse pubblicate con cadenza settimanale, ma in via separata) e delle cd. *thrift institutions* (casse di risparmio, casse di risparmio e di prestito e cooperative di credito). Inoltre, i dati sul credito statunitense sono ricavati dai risultati di indagini condotte presso le maggiori banche nazionali e un campione limitato di istituti nazionali minori e banche estere. A titolo di confronto, i dati dell'area dell'euro si basano su un'indagine censuaria di tutte le categorie di IFM. Per quanto riguarda il Giappone, le statistiche della banca centrale si riferiscono a due fonti diverse: i dati mensili preliminari sono ricavati da un'indagine che copre solo una gamma limitata di attività e passività e un campione ristretto di banche, mentre le cifre definitive derivano da un'altra indagine. Le statistiche sono pubblicate sotto forma di dati di stock e di tassi di crescita sul periodo corrispondente nell'ambito di un bilancio aggregato delle istituzioni finanziarie che comprende prestiti, sconti¹⁸⁾ e titoli.

Al fine di ottenere dati di flusso sul credito bancario la BCE e, nel caso delle statistiche preliminari, la Bank of Japan ricorrono a riclassificazioni, rivalutazioni e aggiustamenti di cambio, mentre i dati statunitensi sono corretti unicamente nel caso di fusioni o riclassificazioni di strumenti finanziari.

Per poter effettuare un paragone significativo degli aggregati del credito bancario, le serie statunitensi vengono aggiustate (cfr. figura 3) incorporando i titoli nazionali del Tesoro detenuti dal Federal Reserve System e il credito erogato dalle *thrift institutions*. A causa delle limitazioni

Figura 3 Credito totale, area dell'euro e Stati Uniti

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE, Federal Reserve System ed elaborazioni della BCE.

informative, non è possibile elaborare aggregati creditizi comparabili per il Giappone.

Sulla base delle statistiche corrette, la crescita del credito bancario negli Stati Uniti presenta un andamento lievemente più regolare, ma l'aggiustamento non influisce sulla sua evoluzione complessiva.

INDICATORI DELL'INDEBITAMENTO

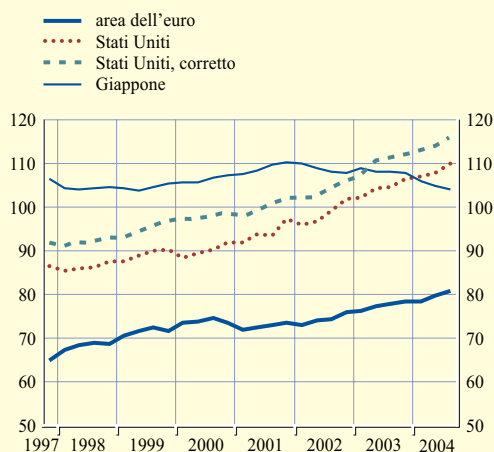
La BCE, il Federal Reserve System e la Bank of Japan seguono da vicino l'evoluzione degli indicatori dell'indebitamento di famiglie e società non finanziarie nell'ambito dell'analisi degli andamenti monetari, economici e della stabilità finanziaria. I principali indicatori per l'area dell'euro sono il rapporto tra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile (RLD) e quello tra debito delle società non finanziarie e PIL. Il principale fattore di ostacolo al confronto di queste serie deriva dalla delimitazione dei due settori in questione.

Conformemente con il SCN 93 e il SEC 95, nell'area dell'euro e in Giappone il settore delle famiglie comprende le imprese individuali e

18) La Bank of Japan definisce "sconto" un tipo di prestito in base al quale le banche forniscono fondi ai mutuatari dietro garanzia di tratte (o cambiali). Il termine si giustifica col fatto che l'importo del prestito è determinato scontando al tasso del prestito il valore facciale delle cambiali.

**Figura 4 Rapporto debito/RLD delle famiglie
(incluse le istituzioni senza scopo di lucro
al servizio delle famiglie)**

(percentuali)

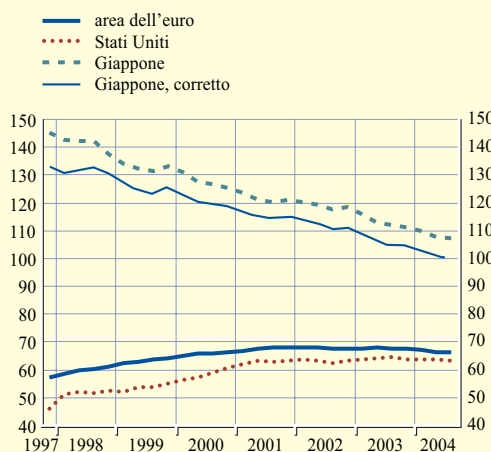


Fonti: BCE, Federal Reserve System, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan, Japanese Economic and Social Research Institute ed elaborazioni della BCE.

gran parte delle società di persone non riconosciute come entità giuridiche indipendenti. Per contro, la definizione statunitense esclude tutte le attività produttive, riconosciute o meno come entità giuridiche indipendenti, che vanno a far parte del settore delle imprese, così come anche le persone fisiche percettrici di canoni di locazione. Le risultanti differenze nelle passività debitorie di famiglie e società non finanziarie statunitensi non possono essere corrette e allineate agli standard internazionali poiché non sono disponibili dati per le imprese individuali e per gran parte delle società di persone prive di personalità giuridica. L'esclusione di queste entità dal settore delle famiglie statunitense non ha un impatto sul reddito delle famiglie dal momento che il reddito generato da queste entità è comunque attribuito al settore delle famiglie. Un ulteriore elemento che incide sulla comparabilità dei dati sul reddito è il fatto che, contrariamente agli standard internazionali, nelle statistiche ufficiali statunitensi il RLD delle famiglie comprende gli interessi e i trasferimenti correnti maturati nel periodo di riferimento e non ancora corrisposti. Questa differenza di ordine metodologico riduce il rapporto ufficiale tra debito e RLD delle famiglie statunitensi del 5 per cento circa (cfr. figura 4).

**Figura 5 Rapporto debito/PIL per le società
non finanziarie**

(percentuali)



Fonti: BCE, Federal Reserve System, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan, Japanese Economic and Social Research Institute ed elaborazioni della BCE.

Al fine di agevolare il confronto tra i livelli dell'indebitamento delle società non finanziarie, i relativi indicatori andrebbero corretti per le differenze nella valutazione dei titoli di debito (ai prezzi di mercato nell'area dell'euro e in Giappone, al valore nominale aggiustato per gli interessi maturati negli Stati Uniti). Oltre a ciò, spesso i prestiti intersocietari non sono compresi nelle statistiche trimestrali di Stati Uniti e area dell'euro, e queste ultime non coprono i prestiti accordati dai non residenti nell'area.

Nella figura 5 sono riportati i dati aggiustati e parzialmente confrontabili per le tre aree economiche. Dal momento che non è possibile stimare i prestiti intersocietari a livello nazionale per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, vengono stimati per il Giappone dati al netto dei prestiti intersocietari deducendo i prestiti erogati da società non finanziarie. Per l'area dell'euro i prestiti concessi da non residenti sono stimati sulla base delle statistiche di bilancia dei pagamenti. Non vengono effettuati aggiustamenti per la diversa valutazione dei titoli di debito negli Stati Uniti.

Benché l'aggiustamento delle serie conduca a una riduzione sostanziale (del 7 per cento circa) del rapporto fra debito delle imprese e PIL per

il Giappone, le differenze in termini di livello e andamento dell'indebitamento fra le tre aree rimangono.

AVANZO/DISAVANZO PUBBLICO

Le statistiche sull'avanzo/disavanzo pubblico rivestono un ruolo preminente nell'analisi della politica di bilancio. I dati per l'area dell'euro sono compilati secondo la metodologia SCN 93 e SEC 95. La comparabilità degli indicatori di bilancio risente della diversità di concetti statistici, copertura, metodologie contabili e procedure di compilazione.

Come già accennato, i principali dati statunitensi, cui fa riferimento il Federal Reserve System, si fondano sulla metodologia NIPA, che diverge leggermente dagli standard SNC 93. Gli indicatori per il Giappone sono elaborati secondo il SNC 93 (con alcune deviazioni per transazioni specifiche). Di conseguenza, nelle statistiche statunitensi e giapponesi alcune operazioni potrebbero essere registrate su una base di cassa, anziché secondo il principio della competenza, come invece avviene nell'area dell'euro.

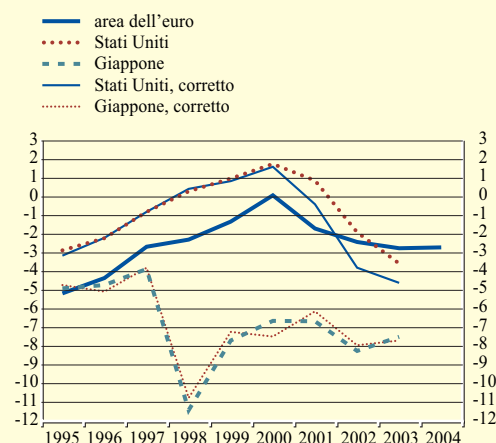
I dati sull'avanzo/disavanzo pubblico per l'area dell'euro e il Giappone coprono tutti i sottosettori delle Amministrazioni pubbliche, mentre il principale indicatore statunitense del Federal Reserve System si riferisce alla sola Amministrazione federale (corrispondente al concetto di Amministrazioni centrali del SCN 93). Inoltre, mentre i dati per l'area dell'euro sono riferiti all'anno solare, quelli di Stati Uniti e Giappone sono espressi sulla base dell'esercizio finanziario, il che complica in certa misura il calcolo degli indici rapportati al PIL.

La figura 6 presenta le serie, meglio comparabili, corrette per le differenze relative al periodo di misurazione (anno solare, esercizio finanziario), nonché per la diversa delimitazione settoriale statunitense.

A partire dal 2001 le serie corrette per gli Stati Uniti indicano un disavanzo pubblico più elevato rispetto ai dati di partenza, mentre nel caso del Giappone non vi sono differenze di rilievo.

Figura 6 Avanzo/disavanzo pubblico

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve System, Japanese Economic and Social Research Institute ed elaborazioni della BCE.

4 CONCLUSIONI

La BCE osserva regolarmente alcuni indicatori selezionati per l'area dell'euro, confrontandoli con due altre grandi economie: gli Stati Uniti e il Giappone. Benché in ambito statistico si siano compiuti progressi significativi verso un'armonizzazione internazionale grazie alla continua applicazione di standard comuni, nella maggioranza dei casi i principali indicatori per l'area dell'euro non sono direttamente paragonabili a quelli di Stati Uniti e Giappone, a causa di divergenze a livello di concetti statistici, copertura dei dati, prassi collegate alle convenzioni contabili e metodologie di compilazione. Ai fini della BCE, queste differenze possono essere in parte superate aggiustando i principali indicatori in base agli standard europei. Un'altra possibilità è quella di impiegare indicatori alternativi fondati su definizioni e metodi di compilazione simili a quelli utilizzati nell'area dell'euro. Poiché in sede di analisi economica va tenuto conto anche dei diversi assetti istituzionali, è necessario disporre di una solida conoscenza delle statistiche macroeconomiche al momento di valutare la *performance* economica relativa delle diverse regioni del mondo.

GLI STANDARD SEBC-CESR IN MATERIA DI COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UNIONE EUROPEA

Per le banche centrali e le autorità di regolamentazione del settore mobiliare è essenziale che l'infrastruttura di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli funzioni in modo adeguato. L'interesse delle Autorità nell'attività di compensazione e regolamento delle operazioni in titoli è associato alla definizione di misure di gestione dei rischi atte a favorire la riduzione dei rischi sistemici potenziali. Gli organi internazionali competenti per la fissazione di standard nell'ambito del regolamento delle transazioni in titoli sono il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) delle banche centrali dei paesi del G10 e l'Organizzazione internazionale delle Commissioni di controllo sui valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). Nel 2001 il CSPR e la IOSCO hanno pubblicato il documento Recommendations for Securities Settlement Systems. Il SEBC e il Comitato delle Autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (Committee of European Securities Regulators, CESR) hanno deciso di lavorare congiuntamente all'adeguamento delle raccomandazioni CSPR-IOSCO al contesto dell'UE e, nell'ottobre 2004, hanno pubblicato un rapporto dal titolo Standards for securities clearing and settlement in the European Union¹⁾. Gli standard SEBC-CESR dovrebbero essere utilizzati come strumento comune dalle Autorità competenti (banche centrali, autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e, ove opportuno, autorità di vigilanza bancaria). Gli standard, elaborati adottando un approccio funzionale basato sul rischio, affrontano una serie di aspetti tecnici e legali dettagliati relativi alle attività di regolamento delle negoziazioni in titoli, con lo scopo ultimo di attenuarne i relativi rischi (legali, di credito, di liquidità, di custodia e operativi). Le sezioni 1 e 2 del presente articolo offrono un quadro sintetico del regolamento delle operazioni in titoli nell'Unione europea e motivano la necessità di fissare standard. Le sezioni 3 e 4 descrivono le caratteristiche generali dei requisiti SEBC-CESR, classificando gli standard in base al rischio che essi mirano ad attenuare. La sezione 5 passa in rassegna le questioni aperte e le attività che dovranno essere svolte in futuro.

I IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UNIONE EUROPEA

Nel 2003 i sistemi di deposito accentrati (SDA) della UE hanno regolato titoli denominati in euro per un importo superiore a 300.000 miliardi di euro, equivalente a 30 volte il PIL dell'UE. Carenze nel processo di compensazione e regolamento possono essere fonte di tensioni sistemiche sia per i mercati mobiliari, sia per i sistemi di pagamento. La mera entità degli importi coinvolti rende il buon funzionamento dell'infrastruttura di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli un elemento importante per la stabilità del sistema finanziario.

IL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

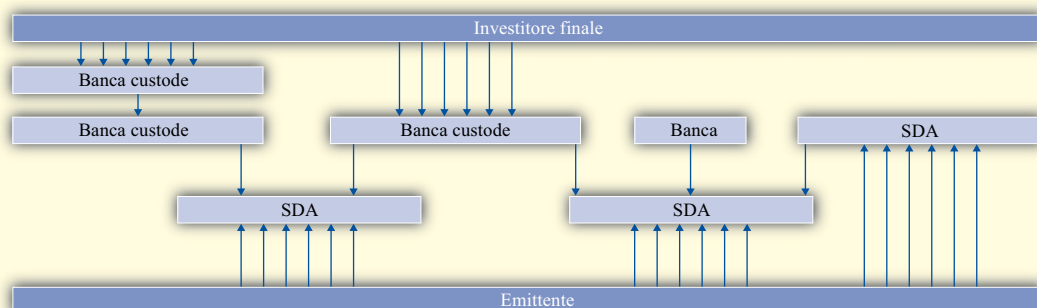
Agli scambi conclusi nei mercati finanziari segue un processo di regolamento. Con lo scambio di titoli, di norma le controparti decidono

di scambiare titoli contro contante, a una data e a un prezzo determinati. Con il regolamento della transazione, gli obblighi contratti dalle controparti vengono adempiuti trasferendo i titoli dal venditore all'acquirente e il contante dall'acquirente al venditore. In alcuni mercati le transazioni sono compensate prima del regolamento. Le infrastrutture di compensazione e regolamento svolgono il compito di garantire che tale processo sia condotto in maniera sicura ed efficiente.

L'infrastruttura di regolamento delle transazioni in titoli coinvolge sia gli emittenti (che ottengono risorse finanziarie collocando titoli azionari o di debito), sia gli investitori (che acquisiscono tali strumenti finanziari e possono scambiarli sui mercati secondari). Per massimizzare la liquidità e semplificare le procedure di rego-

1) Il rapporto è disponibile sul sito Internet <http://www.ecb.int>.

Diagramma schematico dell'infrastruttura di regolamento delle transazioni in titoli



Nota: una freccia rivolta verso il basso indica la "detenzione di un conto presso" mentre una freccia rivolta verso l'alto indica il "collocamento di una emissione in".

lamento, ogni emissione di uno strumento finanziario è, di norma, collocata in uno SDA. Gli investitori detengono i propri titoli presso banche custodi (*custodian*), che a loro volta detengono conti presso uno SDA. La figura sottostante illustra le varie combinazioni possibili di istituzioni che si frappongono tra l'emittente e l'investitore finale e che contabilizzano i titoli sui propri registri.

Lo schema evidenzia il ruolo determinante svolto dagli SDA. Essi espletano una funzione notarile, garantendo che i diritti del complesso degli investitori corrispondano agli obblighi degli emittenti, per ciascun titolo emesso. La consegna finale dei titoli avviene nei conti dello SDA, a meno che l'acquirente e il venditore ricorrano allo stesso *custodian* e che questo regoli lo scambio sui propri conti (processo noto come "internalizzazione del regolamento"). Quando i titoli sono negoziati a fronte di contante, gli SDA garantiscono anche il fluido trasferimento dei relativi fondi al sistema di pagamento pertinente.

Spesso si opera una distinzione fra SDA nazionali, che servono principalmente un solo mercato/valuta, e SDA internazionali (SDAI), che operano in una molteplicità di mercati e valute. Una distinzione analoga è fatta fra *custodian* locali e quelli che operano su scala internazionale. I primi offrono accesso al mercato di riferimento locale, mentre i secondi offrono un unico punto di accesso a più mercati. I *custo-*

dian che operano su scala internazionale spesso agiscono da *custodian* locali per il mercato del paese di appartenenza.

I SOGGETTI CHE OFFRONO SERVIZI DI COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI NELL'UE

Nella UE i servizi di regolamento delle transazioni in titoli sono forniti da tre tipi di operatori: SDA nazionali, SDAI e *custodian*.

Nella maggior parte dei casi i titoli sono emessi solo presso SDA o SDAI. Le obbligazioni nazionali e le azioni sono emesse presso SDA, mentre le obbligazioni internazionali presso SDAI. La centralizzazione dell'emissione di un determinato tipo di titolo offre agli SDA e agli SDAI il vantaggio di poter concentrare l'attività di custodia e di regolamento di quel tipo di titolo.

Tuttavia, il regolamento delle transazioni in titoli non avviene sempre nel sistema in cui essi sono stati emessi. Già negli anni settanta l'esigenza di regolare le transazioni in titoli della UE in un unico conto (piuttosto che interagendo con più sistemi) ha indotto gli SDAI a istituire collegamenti con gli SDA presso cui erano stati emessi i titoli. Tali collegamenti consentivano agli SDAI di "importare" un determinato titolo da uno SDA e regolarlo in seno allo SDAI, senza bisogno di registrare un trasferimento di proprietà a livello di SDA. Allo stato attuale, presso gli SDAI vengono regolate in maggior misura transazioni in obbligazioni domestiche emesse

presso SDA che scambi in obbligazioni internazionali emesse presso gli SDAI stessi. Anche qualche importante *custodian* risulta trattare valori superiori a quelli di alcuni SDA minori.

I diversi operatori sono pertanto in concorrenza fra loro nell'attività di regolamento e custodia dei titoli, e alcuni di essi si stanno specializzando in determinate nicchie di mercato. Gli SDA offrono i propri servizi prevalentemente a operatori locali, mentre gli SDAI e le banche custodi si rivolgono a una clientela più internazionale. Le obbligazioni domestiche sono regolate soprattutto negli SDAI e negli SDA²⁾, quelle internazionali negli SDAI e i titoli azionari in ampia misura nei conti degli SDA e delle banche custodi.

Negli ultimi anni alcuni di questi operatori sono stati interessati da un processo di concentrazione. Ad esempio, si sono realizzate fusioni fra SDA e SDAI, che hanno dato luogo alla creazione di gruppi transfrontalieri. Molti SDA hanno anche stabilito collegamenti fra loro, sebbene il loro impiego sia stato finora piuttosto limitato. Uno SDAI è controllato e gestito da *custodians*. Gli SDA, gli SDAI e i *custodian* non sono quindi concorrenti tra loro del tutto indipendenti, ma organismi che, in molti casi, sono clienti o proprietari l'uno dell'altro.

Il livello di rischio assunto da questi operatori varia a seconda che essi fungano o meno da intermediari nel processo di regolamento. Gli SDAI e le banche depositarie svolgono funzioni bancarie allorquando offrono credito in contante e/o in titoli ai partecipanti al fine di agevolare il processo di regolamento. Essi, pertanto, risultano esposti al rischio che uno dei partecipanti non rimborsi il credito erogato. Con una sola eccezione, gli SDA non offrono prestiti e, quindi, non sono sottoposti a rischi di credito.

Una caratteristica specifica del regolamento delle transazioni in titoli nell'UE consiste senza dubbio nella presenza degli SDAI. Mentre esiste una netta distinzione fra le attività e i rischi degli SDA da un lato e delle banche depositarie dall'altro, gli SDAI hanno caratteristiche in qualche misura ibride, alcune delle quali proprie

degli SDA (l'emissione di titoli), altre delle banche depositarie (la prestazione di servizi bancari). Gli SDAI rappresentano il 40 per cento del valore complessivo regolato dagli SDA/SDAI nell'area dell'euro. Benché gli SDAI regolino negoziazioni in titoli denominati in diverse valute, l'80 per cento di queste sono in euro.

2 LA NECESSITÀ DI STANDARD

IL RISCHIO SISTEMICO NEI SERVIZI DI COMPENSAZIONE E REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

Il processo di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli è caratterizzato dalla presenza di rischio sistemico, ossia il rischio che un problema operativo o finanziario sorto presso un qualsiasi operatore che svolga un ruolo importante nel processo di regolamento o presso uno dei principali utenti possa determinare una situazione di crisi di altri partecipanti. Il rischio sistemico è una forma di esternalità negativa, ossia una situazione in cui gli operatori economici non internalizzano completamente tutti i costi associati alle proprie azioni, poiché si aspettano che intervengano le autorità. Le esternalità normalmente insorgono perché i partecipanti o i gestori di sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli non tengono in sufficiente considerazione le perdite potenziali che una loro inadempienza provocherebbe per gli altri soggetti.

L'interesse pubblico nel comparto della compensazione e del regolamento delle transazioni in titoli può contribuire alla riduzione del rischio sistemico. Con l'introduzione di standard le autorità possono definire le misure di gestione del rischio da adottare per ridurre le probabilità di reazioni a catena originate da disfunzioni nel regolamento delle transazioni.

2) Ad esempio, i titoli di Stato di Germania, Paesi Bassi, Austria, Finlandia, Portogallo e Irlanda sono regolati prevalentemente in un particolare SDAI, piuttosto che nello SDA in cui sono stati emessi. Quelli di Repubblica Ceca, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia sono regolati prevalentemente nello SDA in cui sono stati emessi.

LE RESPONSABILITÀ E L'INTERESSE DELLE BANCHE CENTRALI E DELLE AUTORITÀ DI REGOLAMENTAZIONE DEI VALORI MOBILIARI PER L'AFFIDABILITÀ E L'EFFICIENZA DEL REGOLAMENTO DELLE TRANSAZIONI IN TITOLI

L'interesse delle banche centrali per il funzionamento affidabile ed efficiente del regolamento delle transazioni in titoli si fonda sulle loro responsabilità in materia di politica monetaria, sistemi di pagamento e stabilità finanziaria. Nel caso dell'Eurosistema, tutto il credito che esso fornisce alle controparti deve essere garantito, indipendentemente se esso è concesso nell'ambito delle operazioni di politica monetaria (credito *overnight*) o se è finalizzato ad agevolare il regolamento dei sistemi di pagamento (credito infragiornaliero). Oltre il 95 per cento delle garanzie costituite presso l'Eurosistema è rappresentato da valori mobiliari e, quindi, i malfunzionamenti degli SDA e degli SDAI si riflettono sull'efficacia e la fluidità della conduzione delle operazioni di politica monetaria e del regolamento in Target. I sistemi di pagamento dipendono dagli SDA, ma è vero anche il contrario: perché gli SDA regolino le transazioni in titoli i pagamenti corrispondenti devono avvenire in un sistema di pagamento. Infine, l'efficienza dell'infrastruttura di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli è importante per la stabilità finanziaria in virtù degli ingenti importi trattati e della dipendenza dei mercati finanziari da essa.

Molte autorità di regolamentazione dei valori mobiliari nella UE hanno esplicite responsabilità giuridiche in materia di disciplina degli SDA e di vigilanza su di essi. I tre principali obiettivi delle autorità di regolamentazione dei valori mobiliari sono infatti la tutela degli investitori, la garanzia che i mercati operino in modo equo, efficiente e trasparente e la riduzione del rischio sistemico. Quando lo SDA è una banca, è necessario anche il coinvolgimento dell'autorità di vigilanza bancaria.

GLI STANDARD CSPR-IOSCO

Nell'ambito delle istituzioni pubbliche gli organismi internazionali competenti per la fissazione di standard sono il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) delle banche centrali dei

paesi del G10 e l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO). Essi hanno pubblicato congiuntamente le proprie raccomandazioni in materia di sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT) nel documento *Recommendations for Securities Settlement Systems (SSSs)* del novembre 2001 e, successivamente, una metodologia di valutazione nel documento intitolato *Assessment Methodology* del novembre 2002. Le raccomandazioni forniscono una definizione ampia degli SRT ed esortano le banche centrali, le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e, ove competenti, le autorità di vigilanza bancaria a livello nazionale a lavorare congiuntamente per determinare il campo di applicazione delle raccomandazioni e per elaborare un piano d'azione per la loro attuazione. Le raccomandazioni sono uno dei 12 insiemi di standard che il Forum per la stabilità finanziaria ha definito come fondamentali per la stabilità del sistema finanziario e che, in quanto tali, devono essere attuati in via prioritaria. Questi 12 insiemi di standard sono generalmente accettati quali requisiti minimi di azione adeguata.

In ambito UE, le autorità di regolamentazione e di sorveglianza sono partite da una situazione in cui le diverse strutture di mercato e gli ordinamenti giuridici non erano armonizzati. Il SEBC e il CESR hanno quindi deciso di lavorare congiuntamente per adattare le raccomandazioni CSPR-IOSCO al contesto dell'Unione. Il risultato di questo progetto congiunto è il rapporto dal titolo *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, adottato dal Consiglio direttivo della BCE e dal CESR nell'ottobre 2004. Questo progetto comune, ancora in corso, è il primo nel suo genere ad essere stato intrapreso da banche centrali e autorità di regolamentazione dei valori mobiliari nella UE.

3 CARATTERISTICHE GENERALI DEGLI STANDARD SEBC-CESR

LA NATURA

Attualmente, né la struttura di mercato né il quadro giuridico delle attività di *post-trading*

sui valori mobiliari sono pienamente armonizzati nell'UE. Probabilmente, l'armonizzazione necessaria può essere conseguita solo attraverso una Direttiva comunitaria. In assenza di tale misura legislativa all'avvio dei lavori, il SEBC e il CESR hanno deciso di elaborare una serie di standard tecnici basati sulle raccomandazioni CSPR-IOSCO in materia di SRT, in quanto è nell'interesse comune di tutti i soggetti coinvolti nel regolamento delle transazioni in titoli assicurarne un funzionamento sicuro, fluido ed efficiente. In tale contesto, gli standard SEBC-CESR intendono costituire per le autorità competenti (di sorveglianza, regolamentazione e vigilanza) uno strumento utile a promuovere la sicurezza e l'efficienza delle attività di compensazione e regolamento nell'UE e, in particolare, a garantire che i rischi associati a tali attività siano fronteggiati in modo adeguato, indipendentemente dallo status dell'istituzione che fornisce il servizio.

Gli standard SEBC-CESR non godono dello status di norma giuridica comunitaria e non intendono inficiare alcuna decisione che dovesse eventualmente essere adottata in futuro a livello legislativo dalle istituzioni comunitarie.

L'APPLICAZIONE

Come già menzionato, si prevede che gli standard SEBC-CESR rappresentino uno strumento idoneo ad assistere le autorità competenti nel promuovere la sicurezza e l'efficienza delle attività di compensazione e regolamento dell'UE. Essi forniranno alle autorità un metodo comunemente accettato per attività di regolamentazione, sorveglianza e vigilanza. Laddove applicati, essi fungeranno da efficace punto di riferimento per assegnare un riconoscimento qualitativo valido a livello internazionale, in quanto fondati su e coerenti con le raccomandazioni CSPR-IOSCO in materia di SRT. L'osservanza degli standard SEBC-CESR implicherebbe automaticamente l'osservanza delle raccomandazioni CSPR-IOSCO.

Ciascuna autorità di regolamentazione, vigilanza e sorveglianza utilizzerà gli stessi standard. La loro uniforme applicazione in tutta l'UE dovrebb-

be portare a condizioni di parità concorrenziale, di maggiore certezza per gli organismi regolamentati, di più elevata efficienza e di maggiore fiducia nel mercato interno. Le autorità dell'UE condivideranno i risultati sul livello di osservanza degli standard, e in tal modo perseguiranno la loro uniforme attuazione. Tuttavia, l'esistenza degli standard SEBC-CESR non preclude automaticamente alle autorità nazionali di imporre misure aggiuntive che rientrino nella propria sfera di competenza (ad es. norme prudenziali o sul funzionamento del mercato), al fine di tener conto di caratteristiche specifiche dei mercati nazionali che possono influire sull'efficienza e sulla stabilità finanziaria. Ciò nonostante, si prevede che tali misure siano mantenute a un livello minimo.

Contrariamente a numerosi timori espressi da osservatori esterni, gli standard SEBC-CESR impongono requisiti supplementari (ovvero in aggiunta a quelli contemplati dalle raccomandazioni CSPR-IOSCO) solo in tre serie di circostanze chiaramente giustificate. In primo luogo, in molti casi la pratica attuale dell'UE già supera i requisiti fissati nelle raccomandazioni CSPR-IOSCO. In tali casi, gli standard SEBC-CESR possono apparire più severi, ma di fatto riflettono semplicemente un grado più elevato di sicurezza da parte degli SRT europei. In secondo luogo, in alcuni casi sussistono caratteristiche (giuridiche) specifiche dei mercati europei cui si deve far fronte allo scopo di garantire un funzionamento adeguato e sicuro del processo di regolamento delle transazioni in titoli. In tali casi, la sicurezza che ne consegue è più importante del costo implicato. Infine, in alcune circostanze, sono stati proposti requisiti superiori a quelli contemplati dalle raccomandazioni CSPR-IOSCO allo scopo di agevolare l'integrazione finanziaria.

IL CAMPO DI APPLICAZIONE

Gli standard SEBC-CESR sono stati elaborati secondo un approccio funzionale basato sul rischio. In altre parole, essi mirano ad affrontare i rischi associati a tutte le funzioni pertinenti che riguardano l'attività di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli, indipendente-

mente dallo status giuridico delle istituzioni che assumono detti rischi. I requisiti complessivi di regolamentazione applicabili a istituzioni diverse dipenderanno dai rischi complessivi associati alle attività svolte. Ad esempio, la concessione di credito da parte di un'istituzione che svolge una funzione notarile (cioè uno SDA) non equivale alla concessione di credito da parte di un'istituzione specializzata a tale scopo (cioè una banca). Come asserito in precedenza, si tiene conto del profilo di rischio complessivo di un'istituzione.

Sebbene il titolo del rapporto suggerisce che gli standard riguardano le operazioni sia di "compensazione" sia di "regolamento" delle transazioni in titoli nell'UE, un'analisi più accurata rivela che l'attenzione verte principalmente sulle attività di regolamento. In realtà, è stato ricalcato l'approccio adottato dal CSPR-IOSCO, che ha affrontato la questione della compensazione in un rapporto separato sulle controparti centrali³⁾.

ASPETTI ORGANIZZATIVI DEI LAVORI

Il rapporto sugli standard SEBC-CESR è stato redatto da un gruppo di lavoro congiunto costituito da rappresentanti del SEBC e del CESR. Ognuno di questi due organismi consta di 25 istituzioni⁴⁾, una per ciascuno Stato membro. Poiché il gruppo di lavoro congiunto ha avviato le proprie attività nell'ottobre 2001, inizialmente era composto da 32 istituzioni (15 banche centrali nazionali, 15 autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, la BCE e la Commissione europea). A seguito dell'allargamento dell'UE, le dimensioni del gruppo hanno superato le 50 istituzioni.

Fino ad oggi il gruppo di lavoro ha condotto due consultazioni pubbliche formali, due audizioni pubbliche presso la sede del CESR e una consultazione *ad hoc* di un gruppo obiettivo di operatori di mercato coinvolti. Oltre che con la Commissione europea, l'attività del gruppo di lavoro SEBC-CESR è stata svolta anche in associazione con il Comitato per la vigilanza bancaria e il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors*) di recente creazione.

4 IL CONTENUTO DEGLI STANDARD SEBC-CESR

Gli standard SEBC-CESR, analogamente alle raccomandazioni CSPR-IOSCO in materia di SRT, concernono una serie di aspetti tecnici e giuridici dettagliati delle attività di regolamento delle transazioni in titoli, con lo scopo ultimo di attenuarne i rischi inerenti. I tipi di rischio comunemente identificati nelle operazioni di regolamento delle transazioni sono il rischio legale, di credito, di liquidità, di custodia e operativo.

Questa sezione presenta una breve sintesi di alcuni requisiti stabiliti dagli standard SEBC-CESR, raggruppati secondo il rischio che si propongono di attenuare.

REQUISITI RELATIVI AL RISCHIO LEGALE

Il rischio legale è il rischio che una parte subisca una perdita perché leggi o regolamenti non sostengono le regole dell'SRT, l'esecuzione dei relativi accordi di regolamento o i diritti di proprietà e altri interessi detenuti attraverso il sistema di regolamento. Il rischio legale si presenta altresì se l'applicazione di leggi e regolamenti non è chiara (ad esempio se sussiste conflitto fra norme giuridiche e non è evidente a priori quale sia applicabile).

Lo standard 1 (quadro giuridico) affronta una serie di aspetti giuridici concernenti le operazioni di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Al livello più basilare, tutti i diritti, responsabilità e obblighi correlati devono essere chiaramente asseriti, comprensibili, pubblici e accessibili. La validità e l'applicabilità giuridica sono particolarmente importanti nel caso di compensazione, vendita delle garanzie e assegnazione della titolarità dei valori mobiliari, soprattutto qualora un partecipante od operatore del sistema risulti insolvente. Inoltre, ai fini dell'attenuazione del rischio sistemico, andrebbe

3) *Recommendations for Central Counterparties*, Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e Comitato tecnico dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari, novembre 2004.

4) In realtà, il CESR conta membri aggiuntivi (come osservatori) provenienti dalle autorità di regolamentazione degli Stati membri del SEE e non appartenenti all'UE.

promossa un'armonizzazione delle regole fra i diversi SRT per minimizzare qualsiasi discordanza derivante da norme e contesti giuridici nazionali differenti.

La maggior parte di questi requisiti è già stata individuata nelle raccomandazioni CSPR-IOSCO. In realtà, lo standard SEBC-CESR va oltre la raccomandazione globale in solo due settori. Da un lato, fa riferimento all'esigenza di designare i sistemi gestiti dagli SDA ai sensi della direttiva sul carattere definitivo del regolamento e promuove l'armonizzazione delle norme dell'UE (ad esempio, il trasferimento di proprietà a fronte del trasferimento di interessi sull'attività). Dall'altro, richiede maggiore trasparenza da parte di SDA, controparti centrali (CPC) e, ove applicabile, *custodian* rilevanti⁵⁾.

REQUISITI RELATIVI AL RISCHIO DI CREDITO

Il rischio di credito, nel contesto del regolamento delle transazioni in titoli, è sostanzialmente definito come il rischio che una controparte non onori un'obbligazione per l'intero valore, alla scadenza o in un qualsiasi momento successivo ad essa. Il rischio di credito comprende il rischio del costo di sostituzione, il rischio di capitale e il rischio di inadempienza della banca incaricata del regolamento. Il rischio del costo di sostituzione è il rischio che una controparte in una transazione in essere da completarsi in una data futura non assolva l'impegno alla data del regolamento. Questa inadempienza può lasciare la parte solvibile con una posizione di mercato aperta o può negare alla parte solvibile profitti non realizzati sulla posizione. L'esposizione che ne deriva corrisponde al costo di sostituzione, ai prezzi di mercato correnti, della transazione originale. Il rischio di capitale è il rischio che il venditore consegni i titoli senza che gli sia corrisposto il pagamento oppure, in alternativa, che l'acquirente effettui il pagamento senza che gli vengano consegnati i titoli. In tale eventualità, è a rischio l'intero valore di capitale dei titoli o dei fondi trasferiti. Il rischio di inadempienza della banca incaricata del regolamento è il rischio di inadempienza da parte di un organismo che detiene conti con l'agente di regolamento al fine di adempiere gli obblighi di pagamento derivanti

dai trasferimenti dei titoli, sia per proprio conto sia per conto di altri operatori di mercato.

Queste diverse sfaccettature del rischio di credito sono trattate in una serie di standard SEBC-CESR, fra cui lo standard 9 (controlli sul rischio di liquidità e di credito). Una delle fonti più evidenti del rischio di credito consiste nel fatto che alcuni SDA hanno la facoltà, subordinatamente alla legislazione nazionale, di concedere credito ai propri partecipanti. In questi casi, gli SDA dovrebbero limitare, per ragioni di stabilità sistemica, tali attività creditizie esclusivamente al sostegno del regolamento delle transazioni in titoli e del servizio delle attività. Le esposizioni creditizie (comprendenti del credito *overnight* e di quello infragiornaliero) dovrebbero essere interamente garantite ove possibile. Per i casi ben definiti di esposizioni creditizie non garantite, gli SDA dovrebbero istituire altri tipi di misure prescritte di controllo dei rischi. Le politiche di attenuazione dei rischi attuate dai *custodian* rilevanti dovrebbero essere vagliate attentamente, anche in questo caso allo scopo di contenere i rischi sistemici correlati all'attività di regolamento delle transazioni in titoli, per garantire che siano commisurate ai rischi che i *custodian* stessi potenzialmente creano per il sistema finanziario.

I rischi di credito relativi ai prestiti di valori mobiliari sono trattati nello standard 5 (prestiti di valori mobiliari). Il prestito di titoli, sia dal lato del prestatore sia dal lato dell'erogatore, è incoraggiato nella misura in cui serve a rendere più fluido il regolamento delle transazioni in titoli e a ridurre i mancati regolamenti. Tuttavia, in alcuni casi lo SDA può finire con l'assumersi un livello di rischio non auspicabile fungendo da controparte nello svolgimento di un servizio di prestito titoli centralizzato. In tal caso esso dovrebbe attuare adeguate misure di gestione del rischio in linea con i requisiti stabiliti nello standard 9 (controlli sul rischio di liquidità e di credito). Contrariamente alla raccomandazione

5) Ai fini degli standard SEBC-CESR, il "*custodian* rilevante" è provvisoriamente definito come un *custodian* che gestisce accordi rilevanti per il regolamento delle transazioni in titoli.

CSPR-IOSCO sui prestiti di valori mobiliari, lo standard SEBC-CESR pone l'accento sui vantaggi di istituire un servizio di prestito titoli centralizzato per ridurre i mancati regolamenti. Nel contempo riconosce che a questo scopo può contribuire anche il prestito bilaterale. La scelta fra un servizio di prestito titoli centralizzato e accordi di prestito bilaterale dovrebbe basarsi sulle condizioni di mercato specifiche, tenendo presente sia il livello di mancati regolamenti sia l'efficienza del mercato dei prestiti di valori mobiliari.

I regolamenti che non giungono a buon fine, e quindi il rischio di credito, possono essere altresì ridotti in misura significativa attuando procedure di conferma del contratto concluso e di riscontro delle istruzioni di regolamento, che siano adeguatamente messe a punto. Come stipulato nello standard 2 (conferma del contratto e riscontro delle istruzioni di regolamento), la conferma del contratto concluso fra operatori di mercato diretti dovrebbe avvenire appena possibile dopo l'esecuzione della transazione e non più tardi dello stesso giorno lavorativo (T+0). Le istruzioni di regolamento devono trovare riscontro quanto prima e non più tardi del giorno precedente alla data precisata per il regolamento. Questi requisiti sono in linea con l'approccio CSPR-IOSCO.

La consegna contro pagamento (*delivery versus payment*, DVP) è un meccanismo di regolamento che garantisce che la consegna dei titoli abbia luogo se, e solo se, avviene il pagamento e viceversa. Attraverso un meccanismo DVP correttamente definito e attuato si può eliminare il rischio di capitale. Lo standard 7 (*delivery versus payment*, DVP) sancisce che il contesto tecnico, giuridico e contrattuale di un SRT debba garantire la DVP. L'arco temporale compreso fra il blocco dei titoli (e/o del pagamento in contanti) e la finalizzazione delle consegne deve essere ridotto al minimo. A differenza della raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard mette in luce l'importanza di conseguire un meccanismo DVP efficiente e solido a livello dell'UE. Inoltre, esso sostiene che i *custodian* rilevanti debbano istituire procedure di regolamento che riducano quanto più possibile il rischio di capitale.

Un'altra fonte di rischio di credito potrebbe essere l'inadempienza della banca deputata al regolamento (agente di regolamento del contante). Una banca deputata al regolamento è un organismo che detiene conti con l'agente di regolamento al fine di ottemperare agli obblighi di pagamento derivanti dai trasferimenti di titoli sia per proprio conto sia per conto di altri operatori di mercato. Il modo più sicuro di eseguire pagamenti in contante è di effettuarli presso la banca centrale pertinente, come sancito nello standard 10 (attività di regolamento del contante). Tuttavia, laddove il ricorso alla moneta della banca centrale non è praticabile o fattibile (ad esempio quando le transazioni sono denominate in una valuta diversa dalla valuta del paese in cui ha luogo il regolamento), si può ricorrere alla moneta delle banche commerciali. In tal caso, devono essere adottate congrue misure di prevenzione dei rischi per tutelare i partecipanti da potenziali perdite e da pressioni di liquidità derivanti dall'inadempienza dell'agente di regolamento del contante. Tali requisiti non presentano sostanziali differenze da quelli CSPR-IOSCO.

In termini generali, il rischio di credito (e di liquidità) dovrebbe essere evitato dagli SDA quanto più possibile, come indicato nello standard 6 (sistemi di deposito accentrati – SDA). Ciò è dovuto al fatto che unicamente gli SDA combinano la fornitura del regolamento definitivo con la tutela dell'integrità delle emissioni di titoli immobilizzati/dematerializzati⁶⁾ per conto dell'emittente ("funzione notarile"). Tuttavia, il gruppo di lavoro si è trovato confrontato all'assenza di una definizione comune di SDA a livello dell'UE. Lo standard SEBC-CESR riporta una descrizione più dettagliata delle funzioni e del ruolo degli SDA rispetto alla raccomanda-

6) Per "immobilizzazione" si intende il collocamento presso uno SDA di certificati fisici relativi a valori mobiliari e strumenti finanziari, in modo che i trasferimenti successivi possano essere effettuati mediante scritturazione contabile, ovvero come registrazione a debito e a credito sui conti detenuti presso il sistema di deposito. Per "dematerializzazione", invece, si intende l'eliminazione di certificati o documenti di titolarità fisici che rappresentano la proprietà dei titoli cosicché questi ultimi esistono solo come voci contabili.

zione CSPR-IOSCO, in particolare nel contesto europeo. Inoltre, fra le misure volte a preservare l'integrità del titolo emesso, lo standard propone solidi standard contabili, contabilità in partita doppia e completa tracciabilità contabile.

In alcuni casi, principalmente allo scopo di regolare transazioni transfrontaliere, si sono creati collegamenti fra SDA. Si tratta di accordi e procedure tecnici e giuridici che consentono il trasferimento dei titoli fra due o più SDA attraverso scritturazione contabile. Qualsiasi rischio di credito relativo al regolamento attraverso collegamenti è attenuato dalle misure suggerite nello standard 19 (rischi nei collegamenti fra sistemi). Ad esempio, l'istituzione di un collegamento non deve minare la durata del ciclo di regolamento e il conseguimento di DVP con definitività infragiornaliera, non deve consentire trasferimenti provvisori attraverso un collegamento e deve garantire che tutte le estensioni di credito fra SDA siano interamente garantite e sottoposte a limitazioni. A differenza della raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard SEBC-CESR stabilisce che i collegamenti debbano consentire ai partecipanti di effettuare regolamenti su una base DVP infragiornaliera. Esso contempla altresì una serie di requisiti relativamente ai collegamenti indiretti (*relayed links*)⁷⁾ istituiti dagli SDA.

REQUISITI RELATIVI AL RISCHIO DI LIQUIDITÀ

Il rischio di liquidità è generalmente definito come il rischio che una controparte non ottemperi a un obbligo per l'intero valore alla scadenza, ma a una data successiva indeterminata.

Pressioni di liquidità possono insorgere, fra l'altro, da accordi inadeguati per il conseguimento della definitività infragiornaliera del regolamento. Gli standard 8 (tempistica della definitività del regolamento) e 10 (attività di regolamento del contante) asseriscono che la definitività debba essere chiaramente definita e debba essere fornita in tempo reale e/o attraverso l'effettuazione di più cicli di compensazione nel giorno del regolamento, a seconda delle esigenze di mercato. Al fine di non impedire il conseguimento della definitività giornaliera in un

particolare sistema, le banche centrali e gli altri agenti di regolamento del contante dovrebbero elaborare meccanismi efficaci per pagamenti in contante che rendano possibile il regolamento con definitività infragiornaliera. Tale requisito è più rigido di quello CSPR-IOSCO: lo standard SEBC-CESR n. 8 (tempistica della definitività del regolamento) richiede il conseguimento della definitività nell'arco della giornata, mentre la raccomandazione CSPR-IOSCO solo alla fine della stessa. La definitività infragiornaliera è importante in Europa per conseguire l'interoperabilità e garantire che, una volta trasferiti fra sistemi, i titoli possano essere riutilizzati nel giorno stesso del regolamento. Un altro elemento introdotto dallo stesso standard riguarda la connessione con i sistemi di pagamento. La tempistica dei cicli di compensazione pomeridiani dovrebbe tener conto dell'orario di chiusura di Target in modo che i partecipanti abbiano la possibilità di reagire a seconda delle proprie esigenze di liquidità.

REQUISITI RELATIVI AL RISCHIO DI CUSTODIA

Il rischio di custodia è il rischio di perdita nella custodia (*custody*) dei titoli dovuta a insolvenza, negligenza, uso inappropriato delle attività, frode, amministrazione inadeguata o compilazione inappropriata dei registri da parte del *custodian*.

Lo standard 12 (tutela dei valori mobiliari della clientela) tratta esplicitamente questo tipo di rischio. Un organismo che detiene titoli in custodia dovrebbe utilizzare standard e procedure contabili solide nonché tenere separati nei registri contabili i titoli dei clienti dai propri al fine di garantire la tutela dei primi, in particolare da eventuali risarcimenti dovuti a creditori dell'organismo stesso. La separazione dei titoli della clientela può essere attuata attraverso l'apertura di conti nominativi o, laddove questa soluzione non è possibile nel contesto giuridico naziona-

7) Per "collegamento indiretto (*relayed link*)" si intende un accordo tecnico e contrattuale che consente a due SDA non direttamente collegati fra loro di convogliare transazioni o trasferimenti in titoli attraverso un terzo SDA o più SDA terzi che agisce/agiscono da intermediario/intermediari.

le, ricorrendo ad altre tecniche di scritturazione contabile. Inoltre, lo standard proibisce rigorosamente i saldi a debito di titoli⁸⁾ o la creazione di titoli da parte degli organismi che detengono i titoli in custodia. Contrariamente alla raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard SEBC-CESR richiede che l'intermediario ottenga un consenso esplicito da parte del cliente prima di poterne utilizzare i titoli per le proprie attività, ad esempio per il prestito di titoli o come garanzia per le proprie esposizioni creditizie.

REQUISITI RELATIVI AL RISCHIO OPERATIVO

Il rischio operativo è il rischio che carenze nei sistemi informativi o nei controlli interni, errori umani o gestione inadeguata comportino perdite impreviste.

Come indicato nello standard 11 (affidabilità operativa), le politiche e procedure relative al rischio operativo dovrebbero essere chiaramente definite nonché riviste, aggiornate e sottoposte a prove di frequente al fine di garantirne l'attualità. Più specificatamente, dovrebbero essere introdotti piani di continuità e strumenti di *backup* delle attività. In tal modo si può garantire che il sistema sia in grado, appena possibile dopo il suo arresto e non più tardi di due ore dopo il verificarsi dello stesso, di ripristinare le attività operative con un ragionevole grado di certezza, un elevato livello di integrità e una capacità sufficiente. Lo standard completa la raccomandazione CSPR-IOSCO fornendo ulteriori delucidazioni sull'*outsourcing* di attività di compensazione e regolamento. Ad esempio, gli SDA e le CPC dovrebbero affidare operazioni o funzioni a fornitori esterni solo previa approvazione degli stessi da parte delle autorità competenti. L'organismo che ricorre a forniture esterne rimane responsabile a fronte delle autorità competenti, come stabilito dal diritto nazionale di pertinenza. Esso dovrebbe altresì garantire che i propri partecipanti siano consapevoli del ricorso all'*outsourcing*.

Il rischio operativo può altresì derivare da procedure inefficaci (si pensi, ad esempio, a procedure altamente manuali). Pertanto, lo standard 16 (procedure di comunicazione, standard di

messaggistica e trattamento interamente automatizzato (*straight-through processing*, STP)) prevede l'applicazione di procedure e standard di comunicazione internazionali per quanto concerne i messaggi relativi a titoli, i processi di identificazione dei titoli e l'identificazione delle controparti. Inoltre, i fornitori di servizi dovrebbero adoperarsi per attuare l'STP in modo che sia coerente con gli sforzi tesi a conseguire una maggiore interoperabilità fra sistemi, in modo che i partecipanti possano muoversi agilmente e facilmente da un sistema all'altro. Lo standard SEBC-CESR va oltre la raccomandazione CSPR-IOSCO in quanto invita gli operatori di mercato a lavorare su piani che sospingano i mercati verso l'interoperabilità e l'STP nel modo più efficace.

Un altro motivo di preoccupazione riguardo all'efficienza delle procedure di regolamento concerne la dematerializzazione dei titoli. Come asserito nello standard 6 (sistemi di deposito accentrati – SDA), per quanto possibile i titoli dovrebbero essere immobilizzati o dematerializzati e trasferiti mediante scritturazione contabile presso uno SDA. L'esistenza di titoli in forma immateriale diminuisce i timori relativi alla sicurezza fisica e la possibilità di errore umano.

La gestione inadeguata, anch'essa considerata un fattore che potrebbe alterare l'affidabilità operativa, può essere evitata nel migliore dei modi attuando accordi di *governance* appropriati, come contemplato dallo standard 13 (*governance*).

ALTRI REQUISITI

Oltre ai rischi specifici appena descritti, gli standard SEBC-CESR affrontano anche una serie di questioni relative a considerazioni di efficienza. Ad esempio, accordi di *governance* ben studiati e attuati (standard 13 – *governance*) contribuiscono al funzionamento sicuro ed efficiente di un sistema o accordo di regolamento. A diffe-

8) La "creazione di titoli" è un'attività contabile o di scritturazione in seno a uno SDA che porta a un valore complessivo delle detenzioni di un particolare titolo registrate sui conti dei partecipanti presso lo SDA che supera il valore complessivo dell'emissione originaria del titolo stesso.

renza della raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard tratta potenziali conflitti di interesse fra l'operatore di un sistema e i suoi partecipanti, nonché quelli che possono insorgere in seno a uno SDA o a una CPC e stabilisce che questi conflitti siano individuati e gestiti.

La questione dell'efficienza si affronta anche nelle disposizioni dello standard 15 (efficienza). È probabile che le operazioni di un operatore di mercato siano più efficienti se egli è in grado di compensare e regolare le proprie transazioni in maniera tempestiva ed efficiente e se ha accesso ai propri fondi e titoli senza indebiti ritardi.

Inoltre, gli operatori di mercato possono adottare decisioni consapevoli e sorvegliare meglio la propria esposizione al rischio se usufruiscono delle informazioni necessarie per valutare i rischi e i prezzi/oneri associati ai servizi di regolamento forniti da SDA, CPC e, se del caso, *custodian* rilevanti (standard 17 – trasparenza).

Un miglioramento dell'efficienza dei mercati dell'UE nel loro complesso dovrebbe derivare da un'accresciuta interoperabilità. Dal canto suo, l'interoperabilità dovrebbe essere conseguita standardizzando sia gli aspetti tecnici del trattamento dei titoli sia le prassi operative (standard 15 – efficienza). A differenza della raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard SEBC-CESR riconosce l'importanza dell'efficienza non solo a livello nazionale, bensì anche nel contesto dell'integrazione europea. L'interoperabilità fra sistemi consentirebbe a questi ultimi di comunicare e trattare le transazioni in titoli senza sforzi aggiuntivi da parte degli operatori di mercato.

Un esempio concreto di standardizzazione delle prassi operative è l'ulteriore armonizzazione e/o la riduzione dei cicli di regolamento (standard 3 – cicli di regolamento e tempistica operativa). Più specificatamente, si prevede che gli SDA e, ove coinvolte, le CPC debbano armonizzare i giorni e gli orari di apertura ed essere operativi almeno durante gli orari di apertura di Target per le transazioni denominate in euro. Per il buon funzionamento dei mercati finanziari europei è altresì importante

che i giorni lavorativi dei sistemi di regolamento siano compatibili con i giorni lavorativi di Target (standard 8 – tempistica della definitività del regolamento). L'automazione e l'interoperabilità dei sistemi di conferma dei contratti conclusi e di riscontro delle istruzioni di regolamento sono sostenute nello standard 2 (conferma dei contratti e riscontro delle istruzioni di regolamento).

Il regolamento delle transazioni in titoli dell'UE nel suo complesso dovrebbe beneficiare anche della maggiore cooperazione nazionale e transfrontaliera fra autorità competenti. Lo standard 18 (regolamentazione, vigilanza e sorveglianza) riguarda banche centrali, autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e autorità di vigilanza bancaria. Gli organismi che offrono servizi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli dovrebbero essere soggette a una regolamentazione e vigilanza trasparenti, efficaci e coerenti. I sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli, d'altro canto, dovrebbero essere soggetti a una sorveglianza, da parte della banca centrale, altrettanto trasparente, efficace e coerente. Rispetto alla raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard SEBC-CESR riconosce i sistemi di coordinamento della UE esistenti, basati sul principio del mutuo riconoscimento, che sono d'applicazione in altri ambiti della regolamentazione finanziaria europea. Tuttavia, nei settori non coperti dalla legislazione europea, le autorità interessate avvieranno trattative sul coordinamento delle attività allo scopo di concordare protocolli d'intesa formali.

Gli standard SEBC-CESR trattano anche la questione dell'equo trattamento dei partecipanti nelle operazioni di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli, fra l'altro attraverso i requisiti stabiliti nello standard 14 (accesso). Rispetto alla raccomandazione CSPR-IOSCO, lo standard SEBC-CESR afferma che dovrebbe essere proibita la limitazione dell'accesso per motivazioni diverse dal rischio che ne deriva per lo SDA o la CPC. I criteri di accesso e di uscita dovrebbero essere asseriti con chiarezza e resi pubblici.

5 QUESTIONI APERTE E SEGUITO DA DARSÌ

Si prevede che la presente serie di standard possa essere applicata quando si sarà elaborata la metodologia di valutazione e si sarà condotta un'analisi dell'impatto degli standard.

Il processo di elaborazione degli standard ha rivelato una serie di questioni pendenti, su cui il gruppo di lavoro sta conducendo ulteriori analisi in occasione della predisposizione della metodologia di valutazione. Ad esempio, si sta approfondendo il rapporto fra il quadro di vigilanza bancaria e gli standard che trattano il rischio di credito. Un altro argomento oggetto di studio è l'organizzazione pratica della cooperazione fra autorità (nazionali) coinvolte. Un elenco completo delle questioni aperte è riportato al paragrafo 27 dell'introduzione del rapporto SEBC-CESR pubblicato nell'ottobre 2004.

Le questioni aperte vengono esaminate in stretta collaborazione con vari gruppi di operatori di mercato: SDA, stanze di compensazione CPC, banche depositarie, casse di risparmio e banche di credito cooperativo nonché banche a partecipazione pubblica. Le comunicazioni stanno avendo luogo attraverso vari canali e forum (ad esempio su base bilaterale, nel contesto di piccoli gruppi, in riunioni mirate con gli operatori di mercato maggiormente coinvolti, mediante audizioni pubbliche per tutte le parti interessate e, naturalmente, attraverso consultazioni scritte periodiche).

Come già asserito, il gruppo di lavoro ha operato in stretta collaborazione con altre autorità interessate come la Commissione europea, il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria e il Comitato per la vigilanza bancaria. Sono stati stabiliti altresì adeguati canali di comunicazione con la commissione competente del Parlamento europeo.

Una volta analizzate le questioni pendenti, il gruppo di lavoro cercherà di redigere una metodologia di valutazione, che sarà analoga per contenuti a quella pubblicata dal CSPR-IOSCO⁹⁾. Inoltre,

si presterà particolare attenzione agli aspetti di compensazione (delle CPC) che non sono trattati sufficientemente in dettaglio nell'attuale serie di standard. Il rapporto definitivo dovrebbe essere pubblicato verso la fine del 2005.

In conclusione, il rapporto SEBC-CESR copre numerose questioni molto sensibili. L'impulso ad adottare standard deriva dall'impegno assunto dalla UE riguardo all'armonizzazione internazionale allo scopo di prevenire la diffusione delle crisi finanziarie. Il regolamento delle transazioni in titoli, in realtà, è considerato dal Forum per la stabilità finanziaria uno dei 12 settori principali cui si dovrebbe assegnare la priorità nel processo di attuazione dei relativi standard internazionali (le raccomandazioni CSPR-IOSCO). In assenza di legislazione dell'UE, aspetti quali il campo di applicazione degli standard, di fatto, sono stati lasciati alla discrezione delle autorità locali (in questo caso, le banche centrali dell'UE e le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari) e sono risultati essere fra i più delicati nella pratica. Inoltre, l'adozione di standard comuni dovrebbe favorire l'integrazione dei mercati finanziari dell'UE.

In questo contesto, non si sottolinea mai abbastanza che gli standard non intendono inficiare o sostituirsi a una direttiva o a qualsiasi altra iniziativa che possa essere attuata in materia di compensazione e regolamento. Se dovesse verificarsi un qualsiasi cambiamento nella legislazione dell'UE, gli standard sarebbero modificati di conseguenza per rispecchiare tale variazione. In realtà, un gruppo di lavoro congiunto che coinvolge due organi quali il SEBC e il CESR, che riuniscono a loro volta una vasta gamma di autorità nazionali, potrebbe anche essere considerato come un'iniziativa pionieristica capace di dimostrarsi un modello adeguato per la futura cooperazione nel settore dei mercati finanziari.

9) *Assessment methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems"*, Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e Comitato tecnico dell'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari, novembre 2002.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	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

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

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. Si rimanda al sito della BCE (www.ecb.int) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1) 2)}	M3 ^{1) 2)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,6	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	11,0	2,11	4,14
2004 2° trim.	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,2	2,08	4,36
3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
4° trim.	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,9	2,16	3,84
2005 1° trim.	.	.	.	-	.	.	2,14	3,67
2004 ott.	9,0	6,3	5,8	6,0	6,7	8,5	2,15	3,98
nov.	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,4	2,17	3,87
dic.	8,4	6,5	6,4	6,3	7,0	9,1	2,17	3,69
2005 gen.	9,3	6,9	6,6	6,5	7,3	10,1	2,15	3,63
feb.	9,9	7,1	6,4	.	7,2	.	2,14	3,62
mar.	.	.	.	.	.	.	2,14	3,76

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

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	58,1	105,8	-37,9	55,8	279,6	103,8	105,8	1,2439
2004 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.	17,0	21,1	-6,7	33,5	279,6	105,7	107,7	1,2977
2005 1° trim.	.	.	.	.	.	105,7	107,7	1,3113
2004 ott.	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
nov.	5,4	5,9	-0,8	-10,8	291,6	105,6	107,6	1,2991
dic.	9,8	7,6	5,8	38,2	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 gen.	-6,9	0,4	-13,1	-18,2	289,0	105,8	107,9	1,3119
feb.	.	.	.	.	283,2	105,1	107,2	1,3014
mar.	.	.	.	.	.	106,0	108,1	1,3201

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

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	11 marzo 2005	18 marzo 2005	25 marzo 2005	1 aprile 2005
Oro e crediti in oro	125.071	124.977	124.901	128.058
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	151.867	151.751	150.113	155.910
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	18.281	19.316	18.834	19.125
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	7.578	8.138	8.889	9.304
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	357.500	361.545	376.079	366.751
Operazioni di rifinanziamento principali	272.500	276.500	291.000	275.999
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	84.999	84.999	84.999	90.002
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	31	79	743
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	15	1	7
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.206	3.488	2.918	2.710
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	77.716	78.797	79.736	79.717
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	41.279	41.279	41.279	41.172
Altre attività	122.877	123.369	123.685	124.407
Attività totali	905.375	912.660	926.434	927.154

2. Passività

	11 marzo 2005	18 marzo 2005	25 marzo 2005	1 aprile 2005
Banconote in circolazione	494.643	495.450	501.710	500.861
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	144.562	147.124	143.999	142.201
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	144.501	146.733	143.968	142.146
Depositi overnight	35	391	31	55
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	26	0	0	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	125	125	140	140
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	67.597	69.773	81.934	75.145
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.222	8.398	9.010	8.948
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	385	400	363	173
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	9.806	11.234	9.217	9.820
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.573	5.573	5.573	5.701
Altre passività	51.267	51.609	51.511	54.001
Rivalutazioni	64.842	64.842	64.842	71.961
Capitale e riserve	58.353	58.132	58.135	58.203
Passività totali	905.375	912.660	926.434	927.154

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 8 dic.	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
8	327.172	305	275.500	2,00	2,06	2,06	8
16	352.917	341	276.500	2,00	2,05	2,06	7
23	349.248	352	284.500	2,00	2,05	2,06	7
2 mar.	329.036	325	275.000	2,00	2,05	2,06	7
9	320.545	335	272.500	2,00	2,05	2,05	7
16	317.574	350	276.500	2,00	2,05	2,05	7
23	346.871	370	291.000	2,00	2,05	2,05	7
30	312.429	337	276.000	2,00	2,05	2,06	7
6 apr.	292.103	350	275.000	2,00	2,05	2,05	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 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
24 feb.	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91
31 mar.	38.462	148	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 ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 5 gen. ³⁾	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
7 feb.	Operazione temporanea	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
8 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	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
3° trim.	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3
2004 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
dic.	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 gen.	12.595,8	6.696,4	460,2	1.577,7	943,2	2.918,3

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
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
4° trim.	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	140,0	0,8	0,0	2,06
8 mar.	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
12 apr.	142,6	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
7 feb.	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2
8 mar.	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Eurosistema													
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 1° trim.	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
2° trim.	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
3° trim.	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
2004 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.	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 gen.	1.240,7	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,7	172,8
feb. ^(p)	1.275,4	614,6	21,5	0,6	592,5	162,6	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,1	12,5	177,7
	IFM escluso l'Eurosistema													
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003	19.800,8	12.114,7	819,1	7.101,8	4.193,8	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	895,1	2.569,9	161,8	1.048,2
2004 1° trim.	20.395,6	12.218,0	823,3	7.170,1	4.224,6	3.077,6	1.301,6	434,2	1.341,8	78,0	926,4	2.836,1	160,0	1.099,5
2° trim.	20.757,5	12.434,3	818,3	7.319,9	4.296,2	3.153,6	1.347,0	447,1	1.359,4	76,8	948,7	2.874,0	159,7	1.110,4
3° trim.	20.984,2	12.569,9	812,2	7.401,3	4.356,4	3.179,2	1.345,9	447,5	1.385,9	77,5	920,6	2.907,3	161,0	1.168,7
2004 ott.	21.158,9	12.675,6	812,2	7.447,4	4.416,0	3.200,1	1.343,3	450,4	1.406,4	77,9	925,0	2.913,7	161,7	1.204,8
nov.	21.346,1	12.717,6	808,2	7.510,7	4.398,7	3.217,1	1.346,0	456,1	1.414,9	78,3	944,7	2.978,5	161,2	1.248,6
dic.	21.325,5	12.803,6	814,7	7.549,8	4.439,1	3.185,4	1.295,8	465,3	1.424,3	72,5	945,5	2.943,1	160,3	1.215,1
2005 gen.	21.643,8	12.886,7	818,5	7.591,9	4.476,3	3.235,6	1.336,7	468,7	1.430,2	75,7	962,8	3.078,4	158,1	1.246,4
feb. ^(p)	21.819,4	12.946,4	809,2	7.617,2	4.520,0	3.285,0	1.363,8	478,1	1.443,0	75,5	966,9	3.131,6	158,2	1.255,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 1° trim.	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
2° trim.	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
3° trim.	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
2004 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.	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 gen.	1.240,7	502,4	402,0	57,6	16,0	328,4	-	0,5	145,7	25,8	164,1
feb. ^(p)	1.275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
IFM escluso l'Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	533,4	2.993,5	1.108,7	2.592,8	1.431,7
2003	19.800,8	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.161,4	1.151,0	2.606,5	1.458,5
2004 1° trim.	20.395,6	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,6	3.304,6	1.160,4	2.832,6	1.553,9
2° trim.	20.757,5	0,0	11.087,9	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.370,5	1.177,6	2.870,3	1.565,2
3° trim.	20.984,2	0,0	11.174,2	146,3	6.441,3	4.586,6	687,0	3.447,8	1.187,2	2.838,0	1.650,0
2004 ott.	21.158,9	0,0	11.291,2	133,4	6.491,6	4.666,2	695,0	3.477,8	1.191,2	2.823,3	1.680,4
nov.	21.346,1	0,0	11.319,3	129,8	6.528,3	4.661,2	691,8	3.489,0	1.208,8	2.880,2	1.757,1
dic.	21.325,5	0,0	11.458,3	138,9	6.638,4	4.681,0	676,3	3.498,8	1.203,1	2.814,7	1.674,3
2005 gen.	21.643,8	0,0	11.504,4	122,9	6.652,5	4.729,0	692,4	3.528,9	1.203,9	2.968,8	1.745,3
feb. ^(p)	21.819,4	0,0	11.580,0	138,7	6.657,7	4.783,7	691,0	3.576,9	1.208,5	3.012,1	1.750,9

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Ammini- strazioni 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	14.557,4	7.944,2	841,7	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,8	2.887,8	174,1	1.134,4
2004 1° trim.	15.066,3	8.016,8	846,0	7.170,8	1.866,2	1.430,5	435,7	649,4	3.156,8	173,9	1.203,1
2° trim.	15.333,6	8.161,0	840,5	7.320,5	1.929,6	1.480,5	449,0	662,9	3.185,3	173,8	1.221,1
3° trim.	15.489,3	8.236,4	834,5	7.401,9	1.930,4	1.481,1	449,3	643,1	3.216,5	175,2	1.287,8
2004 ott.	15.585,4	8.282,5	834,5	7.448,1	1.932,7	1.480,6	452,1	647,0	3.221,2	175,9	1.326,1
nov.	15.777,8	8.341,8	830,4	7.511,3	1.945,2	1.487,8	457,4	660,2	3.284,0	175,5	1.371,2
dic.	15.707,0	8.386,6	836,2	7.550,4	1.902,8	1.435,8	467,0	666,0	3.234,8	174,3	1.342,5
2005 gen.	15.988,1	8.432,5	840,0	7.592,5	1.950,7	1.480,2	470,5	678,8	3.376,6	172,8	1.376,7
feb. ^(p)	16.109,4	8.448,5	830,8	7.617,8	1.990,2	1.510,4	479,8	682,0	3.425,7	170,7	1.392,2
Transazioni											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,2	-1,3	-20,1
2003	767,3	385,9	13,7	372,2	170,4	116,2	54,1	19,4	221,9	-3,6	-26,8
2004 1° trim.	430,7	84,6	5,8	78,8	56,6	52,8	3,8	24,6	214,4	-0,4	51,0
2° trim.	269,4	150,3	-7,1	157,4	64,7	50,3	14,3	8,3	33,1	1,6	11,4
3° trim.	190,6	87,6	-5,7	93,3	-4,0	-1,8	-2,2	-19,6	60,8	1,6	64,2
2004 ott.	122,8	49,5	0,2	49,4	1,8	-1,1	2,9	2,9	30,7	0,7	37,2
nov.	239,1	65,2	-3,9	69,0	12,4	6,9	5,5	12,2	106,1	-0,4	43,8
dic.	-2,7	55,8	5,5	50,3	-41,6	-52,3	10,7	5,6	-11,6	0,4	-11,3
2005 gen.	209,4	44,8	4,9	39,9	41,3	38,2	3,2	11,9	84,5	-1,4	28,2
feb. ^(p)	141,1	16,8	-9,2	25,9	41,4	31,7	9,7	1,4	67,2	-2,1	16,3

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ¹⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	471,0	1.819,0	1.006,4	2.625,6	1.550,9	10,8
2003	14.557,4	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,7	2.634,0	1.597,9	8,9
2004 1° trim.	15.066,3	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.951,5	1.025,8	2.856,2	1.699,3	21,4
2° trim.	15.333,6	423,0	223,7	6.427,0	609,2	2.000,4	1.024,1	2.893,8	1.716,3	16,1
3° trim.	15.489,3	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.049,9	1.044,7	2.861,6	1.808,8	15,0
2004 ott.	15.585,4	444,4	197,4	6.509,8	617,1	2.059,1	1.047,0	2.847,4	1.843,6	19,6
nov.	15.777,8	448,7	182,8	6.546,2	613,5	2.061,1	1.055,8	2.905,1	1.921,4	43,2
dic.	15.707,0	468,4	163,6	6.653,4	603,8	2.062,0	1.047,7	2.842,0	1.841,7	24,4
2005 gen.	15.988,1	459,9	180,5	6.668,5	616,7	2.085,2	1.051,9	2.994,6	1.909,4	21,3
feb. ^(p)	16.109,4	463,6	210,1	6.676,1	615,5	2.120,0	1.055,5	3.033,9	1.917,5	17,2
Transazioni										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,6	106,1	39,7	74,6	-92,3	86,5
2003	767,3	79,0	12,9	315,8	56,7	133,4	40,1	130,8	-61,1	59,8
2004 1° trim.	430,7	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,7	117,8	-10,7
2° trim.	269,4	23,4	39,4	102,4	2,2	48,7	10,0	32,3	13,2	-2,3
3° trim.	190,6	15,1	-19,7	35,6	1,6	54,8	19,2	-3,7	79,4	8,3
2004 ott.	122,8	6,4	-6,7	55,3	7,4	14,1	1,8	10,4	22,8	11,4
nov.	239,1	4,4	-14,6	41,8	-3,1	11,1	5,9	96,0	63,4	34,3
dic.	-2,7	19,7	-19,2	111,3	-9,2	8,9	-0,3	-34,4	-66,4	-13,1
2005 gen.	209,4	-8,5	16,9	8,7	13,8	5,0	0,8	105,3	79,4	-12,0
feb. ^(p)	141,1	3,7	29,5	6,2	-2,1	39,5	5,0	55,9	3,0	0,3

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie

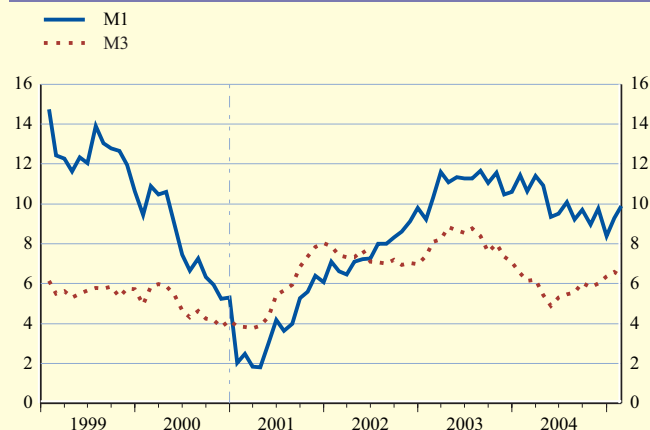
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	854,0	5.771,7	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	189,9
2003	2.676,0	2.559,7	5.235,7	912,4	6.148,1	-	4.142,6	2.222,3	8.158,0	7.100,9	231,3
2004 1° trim.	2.769,0	2.552,4	5.321,4	905,9	6.227,2	-	4.240,8	2.259,5	8.241,7	7.165,0	316,9
2° trim.	2.790,0	2.582,2	5.372,2	931,8	6.304,0	-	4.307,3	2.306,9	8.403,2	7.293,3	290,2
3° trim.	2.868,6	2.621,4	5.490,0	941,3	6.431,3	-	4.395,1	2.324,9	8.523,4	7.415,2	344,8
2004 ott.	2.881,4	2.642,8	5.524,2	946,2	6.470,3	-	4.416,0	2.326,6	8.577,3	7.465,0	355,9
nov.	2.907,0	2.637,9	5.544,9	945,7	6.490,6	-	4.443,4	2.316,7	8.646,2	7.518,0	355,5
dic.	2.892,3	2.672,3	5.564,6	963,8	6.528,4	-	4.457,2	2.289,9	8.686,1	7.548,9	372,4
2005 gen.	2.957,3	2.664,1	5.621,3	948,4	6.569,7	-	4.490,8	2.323,2	8.748,7	7.598,8	379,8
feb. (p)	2.983,4	2.662,7	5.646,1	943,3	6.589,4	-	4.525,7	2.340,1	8.787,9	7.629,5	396,6
Transazioni											
2002	217,3	89,3	306,5	69,4	375,9	-	189,1	35,1	347,2	311,9	173,6
2003	258,0	114,7	372,7	34,2	406,9	-	238,6	132,3	446,1	373,0	92,9
2004 1° trim.	92,2	-13,2	79,1	-1,6	77,4	-	76,0	25,0	90,2	74,5	78,4
2° trim.	20,6	31,8	52,4	22,8	75,2	-	76,9	46,1	165,1	136,1	-16,7
3° trim.	80,6	40,7	121,3	9,0	130,3	-	94,7	16,1	129,8	133,9	55,7
2004 ott.	14,0	22,9	36,9	4,2	41,1	-	26,2	1,2	56,3	53,0	12,5
nov.	28,5	-2,5	26,0	-0,2	25,8	-	34,1	-10,0	73,7	58,7	4,4
dic.	-11,2	35,2	23,9	18,3	42,3	-	29,6	-27,5	52,1	42,2	25,8
2005 gen.	62,4	-11,1	51,3	-15,1	36,2	-	11,6	28,1	59,2	47,7	-2,5
feb. (p)	27,2	-4,1	23,0	-11,7	11,3	-	47,1	18,5	38,6	31,4	18,2
Variazioni percentuali											
2002 dic.	9,8	3,7	6,6	8,8	7,0	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	173,6
2003 dic.	10,6	4,7	7,6	4,0	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	92,9
2004 mar.	11,4	2,1	6,7	3,1	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	92,5
giu.	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	0,6
set.	9,7	2,7	6,3	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	124,2
2004 ott.	9,0	3,6	6,3	3,0	5,8	6,0	7,8	4,2	6,5	6,7	132,2
nov.	9,8	3,2	6,5	3,1	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	125,8
dic.	8,4	4,5	6,5	5,8	6,4	6,3	8,1	2,3	7,0	7,0	160,3
2005 gen.	9,3	4,4	6,9	4,7	6,6	6,5	7,9	3,5	7,3	7,3	113,5
feb. (p)	9,9	4,1	7,1	2,2	6,4	.	8,6	3,9	7,3	7,2	116,2

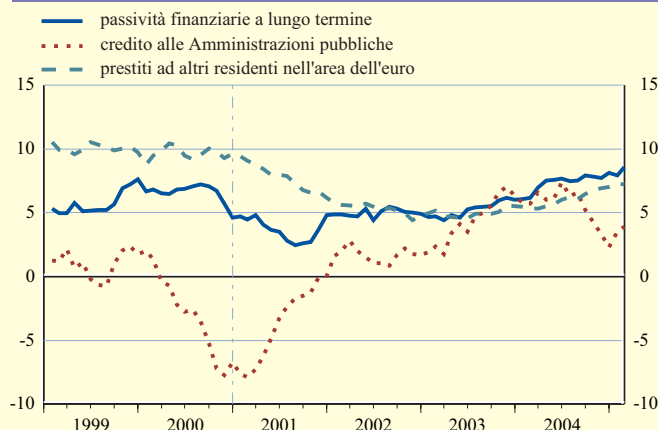
F1 Aggregati monetari

(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

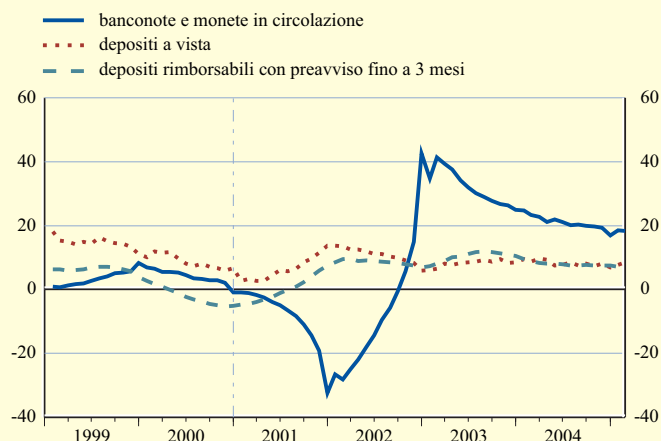
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	240,5	485,0	128,5	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,4	1.037,2	1.522,6	222,5	597,2	92,7	1.790,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 1° trim.	406,2	2.362,8	1.004,1	1.548,3	214,3	597,1	94,5	1.855,8	90,1	1.268,3	1.026,6
2° trim.	420,5	2.369,5	995,5	1.586,7	220,2	611,5	100,1	1.899,0	89,1	1.298,6	1.020,6
3° trim.	439,9	2.428,8	1.002,8	1.618,5	225,3	615,6	100,4	1.947,2	88,4	1.318,7	1.040,8
2004 ott.	446,3	2.435,0	1.020,4	1.622,4	224,5	622,7	99,0	1.953,5	89,4	1.327,8	1.045,3
nov.	453,3	2.453,7	1.007,0	1.630,9	225,3	617,3	103,1	1.949,7	89,7	1.343,4	1.060,5
dic.	453,3	2.439,0	1.037,4	1.634,9	243,2	619,4	101,2	1.964,7	89,5	1.357,7	1.045,3
2005 gen.	468,2	2.489,1	1.030,3	1.633,7	229,8	618,9	99,8	1.990,0	90,0	1.363,9	1.046,9
feb. (p)	471,9	2.511,4	1.022,4	1.640,4	219,1	611,5	112,7	2.010,1	90,5	1.369,2	1.055,9
Transazioni											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	71,1	-12,5	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,2	-28,7	143,4	-8,8	58,1	-15,1	149,4	-13,2	62,7	39,7
2004 1° trim.	18,6	73,6	-38,7	25,5	-7,2	1,1	4,5	51,2	-0,5	14,4	10,9
2° trim.	14,4	6,2	-6,6	38,5	5,5	10,0	7,3	41,3	-1,0	30,7	5,9
3° trim.	19,3	61,3	8,8	32,0	5,1	5,3	-1,5	55,2	-0,7	21,5	18,7
2004 ott.	6,5	7,5	19,0	3,9	-0,7	6,9	-2,0	11,8	1,0	9,4	4,0
nov.	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,9	-4,8	3,7	5,7	0,3	15,7	12,3
dic.	0,0	-11,2	31,1	4,1	18,0	2,5	-2,2	23,3	-0,2	13,9	-7,4
2005 gen.	14,9	47,6	-9,8	-1,3	-13,6	0,4	-1,9	7,5	0,5	5,4	-1,8
feb. (p)	3,7	23,4	-10,8	6,7	-10,5	-8,2	7,0	30,6	0,5	5,6	10,4
Variazioni percentuali											
2002 dic.	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,7	17,2	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 dic.	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,3	4,0
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	6,8	-7,3	10,5	-9,9	5,4	4,6
giu.	21,1	7,7	-6,8	8,0	2,0	4,6	0,5	10,4	-7,1	7,0	5,2
set.	19,9	8,1	-4,2	7,6	3,2	4,2	11,7	10,9	-3,0	7,2	4,5
2004 ott.	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-3,0	10,5	-2,1	7,4	4,5
nov.	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	0,5	9,9	-1,4	7,9	4,6
dic.	17,0	6,9	0,2	7,4	9,8	3,5	10,7	10,5	-1,2	8,4	4,4
2005 gen.	18,5	7,7	0,6	7,0	6,3	4,3	3,3	9,8	-0,4	8,6	4,4
feb. (p)	18,3	8,5	0,3	6,7	-1,3	2,6	8,0	11,1	0,4	8,5	4,9

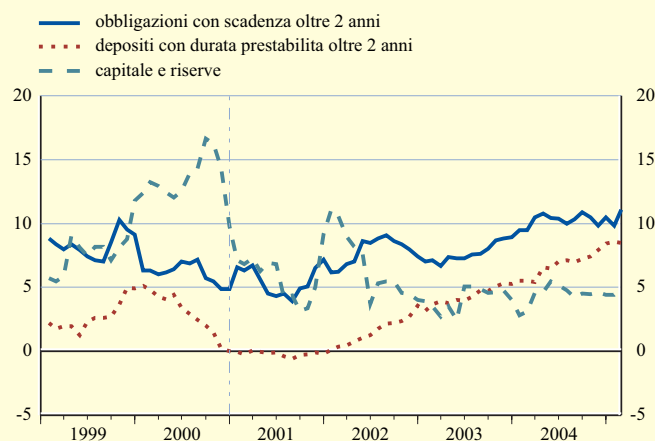
F3 Componenti degli aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

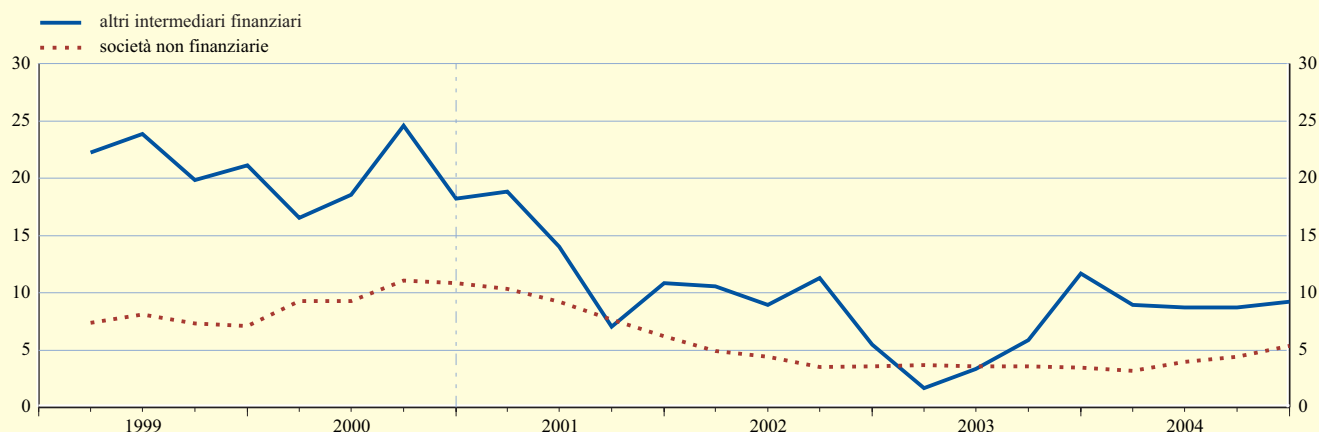
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	512,1	322,4	3.033,7	958,3	527,0	1.548,5
2004 1° trim.	46,3	32,2	504,8	304,5	3.054,4	954,3	526,2	1.573,8
2° trim.	53,7	39,8	511,0	306,8	3.092,0	965,2	537,3	1.589,5
3° trim.	52,5	37,6	509,9	302,6	3.102,7	951,2	545,9	1.605,5
2004 ott.	54,8	39,1	513,6	306,6	3.121,4	959,7	546,8	1.614,9
nov.	54,0	37,8	536,3	329,8	3.141,0	974,1	549,1	1.617,8
dic.	48,7	30,9	542,2	332,8	3.154,3	973,9	548,6	1.631,8
2005 gen.	55,6	38,7	543,4	337,8	3.172,5	981,6	559,1	1.631,8
feb. ^(p)	59,1	41,3	547,2	342,0	3.173,6	982,3	554,6	1.636,8
Transazioni								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,9	26,1	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 1° trim.	10,8	10,0	-2,4	-11,3	22,1	-3,9	4,0	22,0
2° trim.	7,0	7,3	9,0	4,9	59,5	15,7	11,7	32,0
3° trim.	-1,1	-2,2	2,7	-0,6	16,1	-12,2	9,5	18,8
2004 ott.	2,4	1,6	5,3	4,6	20,1	9,1	1,2	9,8
nov.	-0,7	-1,3	24,1	24,2	23,1	15,4	2,8	4,9
dic.	-5,2	-6,9	7,6	2,9	22,0	-0,8	3,4	19,5
2005 gen.	6,6	7,6	-0,7	3,7	16,3	6,1	10,3	-0,1
feb. ^(p)	3,6	2,7	4,4	4,7	1,6	-1,9	-4,2	7,7
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 giu.	18,8	25,6	8,7	3,3	4,0	-2,1	6,4	7,2
set.	17,5	31,5	8,7	5,9	4,5	-0,6	6,1	7,2
2004 ott.	9,4	14,7	9,5	7,9	5,0	1,4	5,6	7,1
nov.	10,0	14,0	10,4	8,8	5,2	2,5	5,5	6,7
dic.	37,1	39,1	9,3	8,1	5,4	2,5	6,2	6,9
2005 gen.	16,5	12,0	9,7	10,6	5,7	2,9	7,9	6,7
feb. ^(p)	25,5	23,5	8,9	10,0	5,7	3,4	6,9	6,7

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

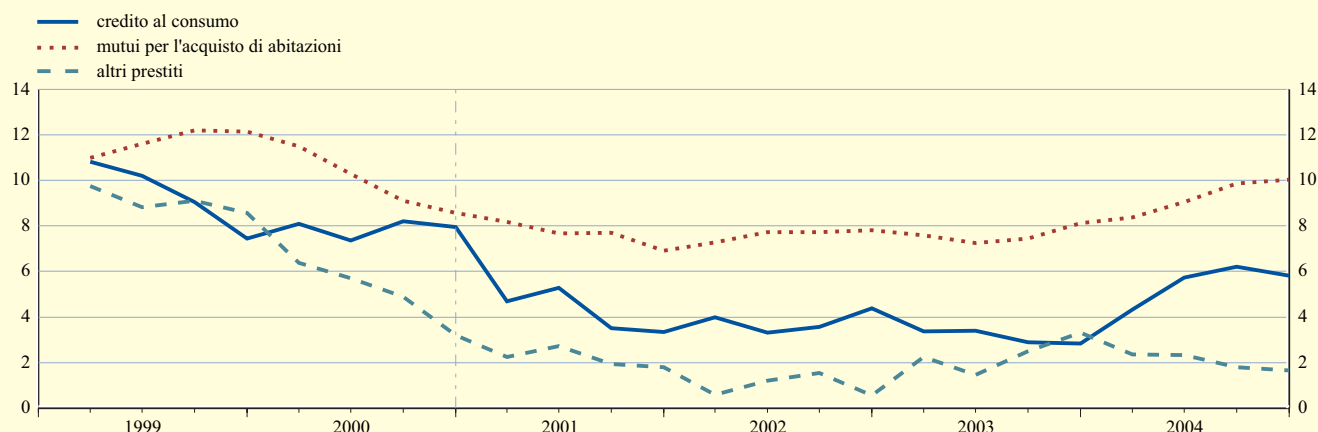
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 1° trim.	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	679,9	141,8	95,1	443,0
2° trim.	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,7	15,2	64,7	2.383,8	697,2	147,5	99,2	450,5
3° trim.	3.736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2.534,1	14,9	65,8	2.453,4	694,7	144,6	99,0	451,0
2004 ott.	3.757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2.553,5	15,5	66,5	2.471,5	694,8	143,6	99,7	451,5
nov.	3.779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2.571,9	15,3	65,7	2.491,0	697,6	146,5	99,4	451,7
dic.	3.804,5	513,8	117,3	191,0	205,5	2.592,3	15,5	65,8	2.511,0	698,4	144,5	99,7	454,3
2005 gen.	3.820,4	514,0	118,3	190,0	205,7	2.606,7	15,0	65,5	2.526,2	699,6	143,8	99,0	456,8
feb. ^(p)	3.837,1	513,7	118,1	189,5	206,1	2.620,8	14,9	65,6	2.540,3	702,7	144,0	98,9	459,7
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	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,4	-5,9	1,7	181,5	21,1	-6,3	-4,9	32,3
2004 1° trim.	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
2° trim.	82,0	13,6	4,8	3,7	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,5
3° trim.	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,4	-0,2	1,2	70,4	-1,1	-2,7	-0,4	2,0
2004 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.	25,9	4,5	2,8	1,5	0,2	21,7	0,3	0,2	21,2	-0,3	-1,2	0,4	0,5
2005 gen.	17,8	0,5	0,5	-0,7	0,7	14,8	-0,4	-0,3	15,5	2,5	-0,2	-0,7	3,4
feb. ^(p)	16,3	0,1	0,0	-0,6	0,7	14,6	-0,1	0,1	14,6	1,6	0,1	0,2	1,3
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	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,2	2,6	8,7	3,3	-4,2	-5,0	8,5
2004 mar.	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-1,0	-1,8	4,4
giu.	7,3	5,7	3,3	5,8	7,0	9,0	9,0	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
set.	7,8	6,2	4,4	5,4	8,0	9,8	4,2	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8
2004 ott.	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,0	-0,2	10,2	2,1	1,0	1,1	2,6
nov.	7,9	6,5	7,0	4,6	8,1	10,0	6,1	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3
dic.	7,8	5,8	5,2	5,1	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,2	2,3
2005 gen.	8,1	6,5	7,0	5,6	7,0	10,1	5,8	5,8	10,2	2,4	0,7	2,3	3,0
feb. ^(p)	8,1	6,4	7,9	4,7	7,1	10,1	5,8	6,1	10,2	2,3	2,0	2,2	2,5

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

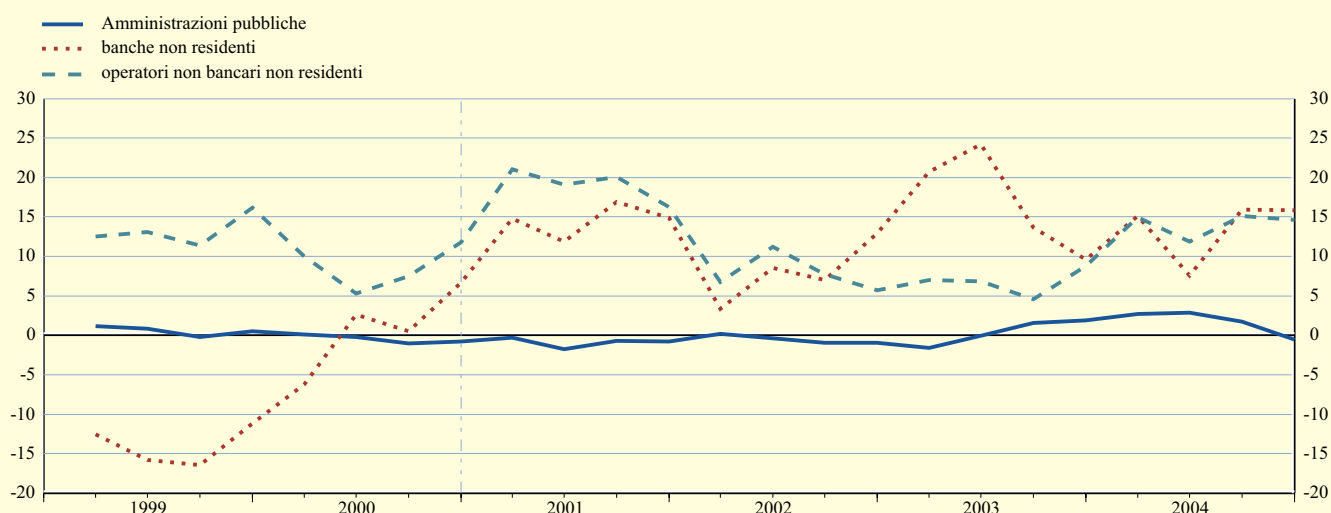
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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.	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1.965,9	1.317,3	648,6	60,9	587,7
4° trim. ^(p)	814,7	129,5	252,3	395,6	37,3	1.978,4	1.336,6	641,8	61,5	580,4
Transazioni										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 1° trim.	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
2° trim.	-6,7	-5,9	-8,5	2,9	4,8	6,2	11,4	-5,3	-0,5	-4,8
3° trim.	-5,7	-3,0	-1,0	3,2	-5,0	22,5	7,7	14,8	0,1	14,7
4° trim. ^(p)	2,5	3,5	-0,5	1,1	-1,5	80,9	61,4	19,4	0,6	18,8
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	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 mar.	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
giu.	2,9	2,0	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
set.	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
dic. ^(p)	-0,5	0,2	-5,2	1,9	6,4	15,5	15,8	14,7	3,3	16,0

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

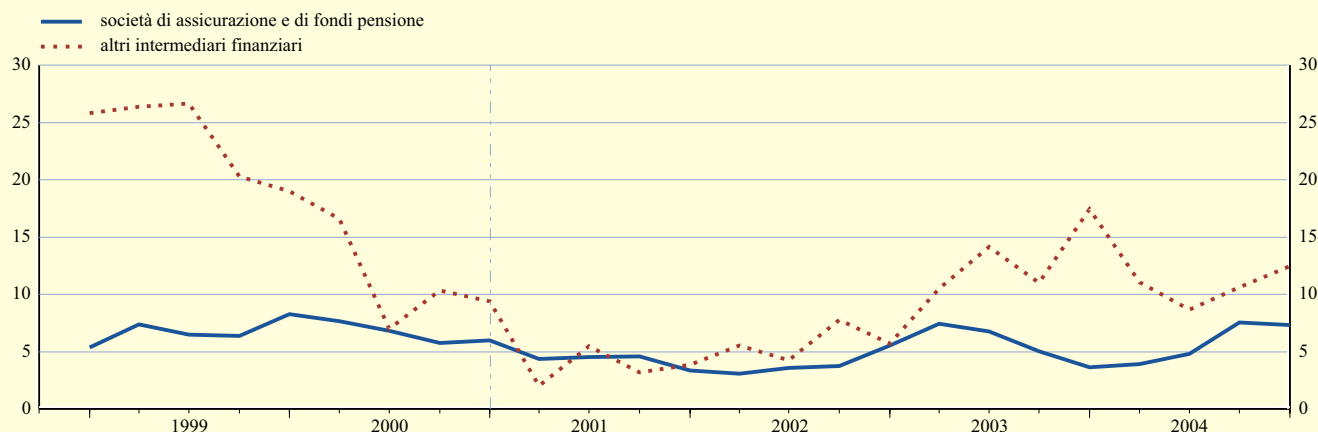
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,7	183,0	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 1° trim.	557,3	64,7	42,2	426,2	1,3	1,0	22,0	586,9	197,3	119,9	145,7	7,8	0,1	116,1
2° trim.	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	596,5	194,5	122,6	153,7	8,3	0,1	117,2
3° trim.	573,6	61,5	47,3	442,5	1,2	1,0	20,0	598,5	190,2	120,5	164,9	8,1	0,1	114,8
2004 ott.	579,1	58,6	49,1	446,1	1,3	1,3	22,8	621,3	187,6	133,8	166,9	8,4	0,1	124,5
nov.	584,4	63,2	47,7	450,0	1,3	1,3	20,8	632,3	197,7	126,6	177,0	9,7	0,1	121,3
dic.	583,1	59,0	51,3	449,5	1,2	1,3	20,8	635,1	180,7	138,8	186,9	10,1	0,1	118,6
2005 gen.	595,3	66,9	50,8	451,3	1,4	1,3	23,6	660,2	208,5	130,0	186,0	11,6	0,1	124,1
feb. ^(p)	589,7	60,2	48,6	456,1	1,3	1,3	22,3	672,5	213,1	132,7	188,4	11,5	0,1	126,7
Transazioni														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	85,0	27,4	-0,5	38,9	3,2	0,0	16,0
2004 1° trim.	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,5	14,3	-14,6	1,4	1,6	0,0	12,7
2° trim.	7,2	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-0,9	12,2	-1,4	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
3° trim.	8,2	1,6	5,3	2,6	-0,1	0,0	-1,1	2,6	-4,0	-2,3	11,4	-0,2	0,0	-2,4
2004 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	12,9	10,9	-6,7	10,5	1,3	0,0	-3,2
dic.	-1,2	-4,1	4,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,1	3,8	-15,5	11,7	9,7	0,5	0,0	-2,6
2005 gen.	11,9	7,8	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	22,1	27,0	-9,4	-2,4	1,4	0,0	5,4
feb. ^(p)	-5,6	-6,8	-2,1	4,8	-0,1	0,0	-1,3	9,2	4,9	-0,9	2,6	-0,1	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	17,5	17,7	-0,5	36,8	70,6	-	17,1
2004 mar.	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,1	17,2	-13,0	22,3	47,6	-	17,8
giu.	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,7	7,9	-10,0	18,6	44,5	-	20,5
set.	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,6	7,6	-6,0	28,3	63,5	-	11,7
2004 ott.	8,3	10,3	32,9	5,1	3,3	38,3	24,2	11,3	7,7	1,8	27,0	48,4	-	7,8
nov.	9,4	22,7	33,3	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,9	12,9	-4,0	29,4	73,6	-	4,9
dic.	7,3	1,0	24,4	6,6	-8,2	-43,1	8,0	12,4	1,1	4,1	30,4	67,6	-	14,6
2005 gen.	7,2	2,9	18,7	6,6	5,0	36,2	8,2	16,1	16,9	-1,1	31,9	69,0	-	12,0
feb. ^(p)	5,7	-3,6	16,1	7,2	-2,9	-51,5	-11,6	16,3	17,9	5,3	31,7	38,2	-	5,5

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

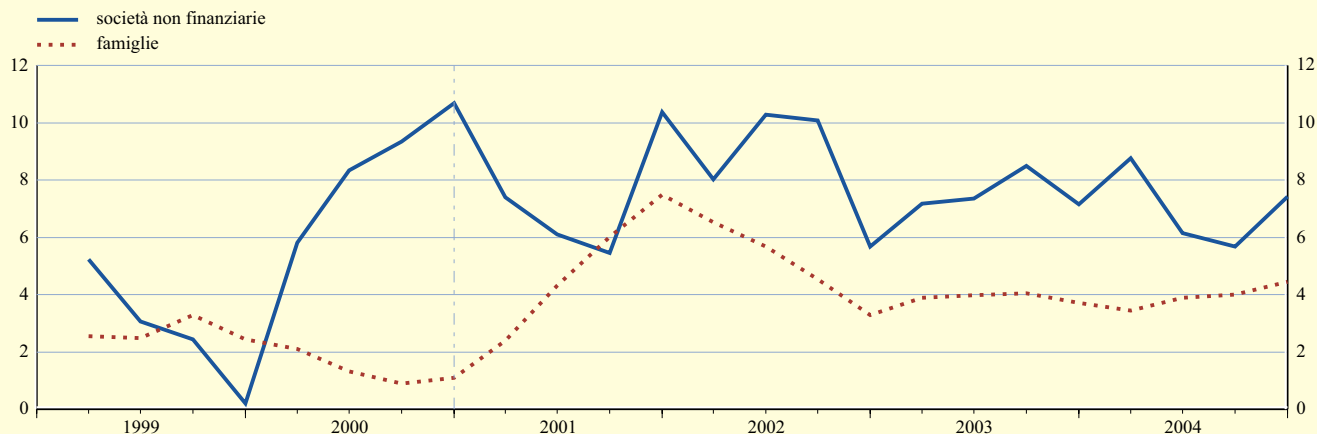
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,1	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.	1.036,2	623,7	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.	1.053,4	650,1	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
3° trim.	1.066,5	657,0	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
2004 ott.	1.071,1	648,1	283,9	69,6	42,5	1,1	25,9	4.078,5	1.376,9	509,1	617,6	1.434,4	86,0	54,4
nov.	1.077,3	660,0	279,7	69,7	41,2	1,1	25,5	4.089,8	1.381,0	509,1	618,7	1.439,8	86,8	54,4
dic.	1.115,6	674,1	295,0	72,0	43,7	1,1	29,8	4.160,0	1.402,7	514,3	632,9	1.466,5	88,0	55,6
2005 gen.	1.079,7	658,3	279,0	73,9	42,5	1,1	24,9	4.166,5	1.400,2	514,6	634,6	1.477,2	87,7	52,2
feb. ^(p)	1.072,4	655,5	275,3	74,0	43,7	1,1	22,9	4.175,1	1.406,2	515,9	634,6	1.478,5	88,3	51,6
Transazioni														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,4	40,8	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 1° trim.	-15,0	-9,9	-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.	21,1	27,7	-8,9	0,9	1,1	0,6	-0,3	53,5	43,8	-11,0	3,3	21,1	-2,4	-1,5
3° trim.	15,5	7,9	5,4	0,4	1,6	0,0	0,2	6,0	-3,7	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
2004 ott.	6,0	-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.	10,8	13,1	-3,2	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,7	1,1	3,0	0,8	0,0
dic.	39,0	14,8	15,8	1,7	2,5	0,0	4,2	71,2	22,9	5,4	13,7	26,7	1,2	1,3
2005 gen.	-37,5	-16,9	-17,1	2,5	-1,2	0,0	-4,8	5,1	-2,9	-0,5	1,7	10,5	-0,3	-3,5
feb. ^(p)	-6,3	-2,3	-3,4	0,1	1,2	0,0	-2,1	9,2	6,2	1,6	0,0	1,4	0,6	-0,6
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 dic.	7,2	6,7	23,0	-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	11,8	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.	6,1	10,0	-3,5	14,8	17,1	52,2	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
set.	5,7	9,7	-2,7	7,1	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
2004 ott.	5,6	8,6	-0,2	7,4	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
nov.	5,0	8,0	-1,3	4,7	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
dic.	7,4	7,2	6,7	7,3	21,8	72,2	-0,8	4,4	6,8	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 gen.	7,9	8,4	6,0	10,1	15,4	14,4	-1,9	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
feb. ^(p)	6,8	9,3	0,6	9,0	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-2,9	4,4	5,6	-0,1	-4,7

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

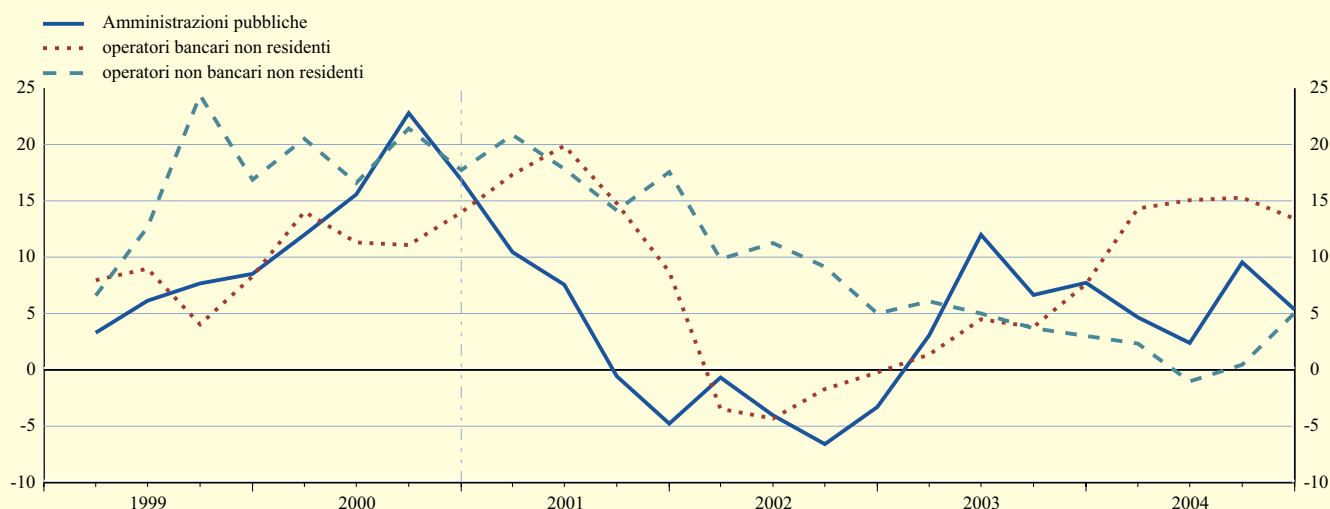
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni 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.	288,2	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
4° trim. ^(p)	283,4	138,9	30,6	69,6	44,4	2.429,6	1.747,4	682,3	103,8	578,5
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	138,7	117,6	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.	-4,9	-10,3	2,3	1,9	1,2	6,9	-4,6	11,5	3,1	8,4
4° trim. ^(p)	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,8	63,0	46,4	16,4	-1,7	18,1
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.	9,5	13,2	5,1	3,3	11,4	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
dic. ^(p)	5,3	4,6	5,7	4,0	9,3	10,9	13,4	5,0	7,6	4,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

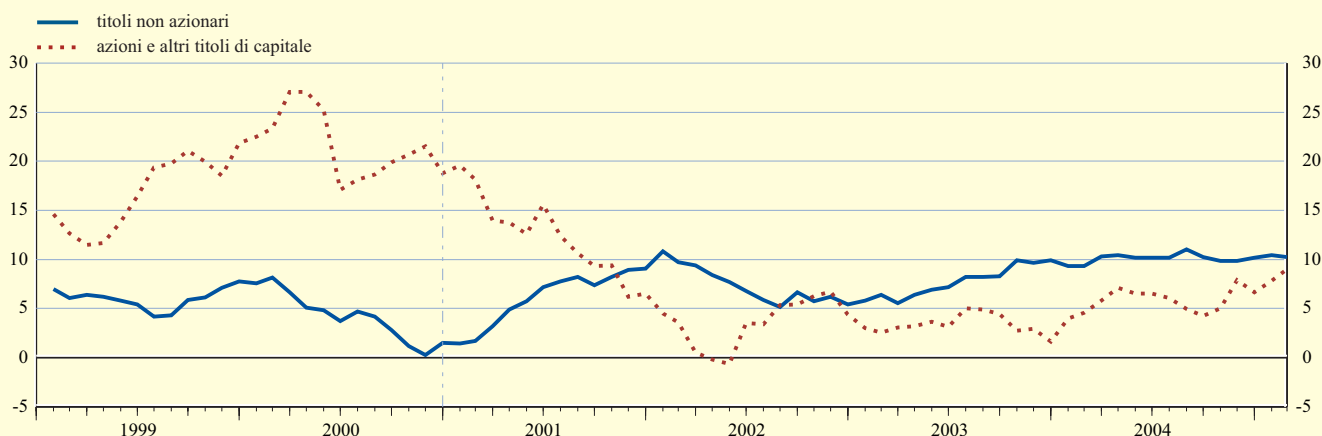
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 1° trim.	3.767,6	1.280,9	60,9	1.283,8	17,8	416,2	18,0	690,0	1.115,8	285,7	640,7	189,5
2° trim.	3.854,7	1.296,7	62,8	1.329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1.154,8	294,7	654,0	206,0
3° trim.	3.912,6	1.323,0	62,9	1.330,0	15,9	430,0	17,5	733,4	1.127,2	286,6	634,0	206,6
2004 ott.	3.941,0	1.344,2	62,2	1.323,0	20,3	432,8	17,6	740,9	1.134,8	287,4	637,6	209,8
nov.	3.970,1	1.353,6	61,3	1.327,6	18,4	438,9	17,2	753,0	1.176,2	294,2	650,5	231,5
dic.	3.935,2	1.364,8	59,5	1.280,0	15,8	449,0	16,3	749,8	1.159,2	289,3	656,2	213,8
2005 gen.	4.033,1	1.364,8	65,4	1.317,7	18,9	452,2	16,5	797,5	1.193,4	293,4	669,5	230,6
feb. ^(p)	4.069,7	1.378,6	64,5	1.345,9	18,0	462,1	16,0	784,7	1.216,1	294,4	672,5	249,2
	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	324,6	90,9	4,1	78,9	0,8	52,3	1,7	95,8	16,1	7,2	19,5	-10,5
2004 1° trim.	156,7	61,3	1,3	45,1	1,4	4,8	-1,1	43,9	44,7	6,1	24,6	14,0
2° trim.	89,4	15,2	1,7	44,2	0,0	13,9	0,1	14,3	26,1	6,3	8,3	11,5
3° trim.	67,7	30,8	1,5	-1,0	-1,2	-1,9	-0,2	39,8	-26,3	-7,9	-19,7	1,4
2004 ott.	35,7	20,9	0,2	-7,4	4,7	2,7	0,3	14,3	5,6	0,4	2,8	2,5
nov.	41,6	9,1	0,4	4,3	-1,4	5,7	0,2	23,2	38,7	5,9	12,1	20,8
dic.	-25,3	11,4	-0,6	-48,3	-2,2	10,8	-0,5	4,2	-17,8	-5,4	5,8	-18,2
2005 gen.	79,7	3,8	4,1	33,3	2,5	3,5	-0,4	32,8	31,5	3,5	12,5	15,5
feb. ^(p)	43,2	13,4	-0,4	28,7	-0,7	10,2	-0,3	-7,7	19,8	0,3	1,4	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.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,6	2,7	3,5	-5,7
2004 mar.	10,3	9,6	5,3	7,2	5,1	10,8	3,8	18,8	5,8	6,3	7,5	-0,2
giu.	10,1	9,5	6,6	8,5	9,7	10,2	1,5	15,3	6,5	6,4	5,3	11,1
set.	10,3	10,7	12,5	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,6	4,2	2,7	3,2	9,8
2004 ott.	9,9	11,4	11,1	4,1	33,2	6,7	-2,7	20,2	5,0	2,2	4,4	11,1
nov.	9,9	11,5	9,9	3,5	21,5	6,8	-3,2	21,7	7,9	4,6	4,8	23,4
dic.	10,2	12,2	7,6	3,0	8,0	8,7	-7,0	21,9	6,6	1,9	5,5	18,2
2005 gen.	10,4	11,3	10,5	4,4	24,0	9,6	-2,8	20,9	7,8	1,8	6,3	22,6
feb. ^(p)	10,3	10,5	16,0	5,1	19,2	11,0	-6,8	18,9	9,0	1,9	6,2	29,3

F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro)

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-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
3° trim.	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6
2004 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.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,8	-0,1	0,0	-0,7	-1,5	-0,6	-0,1	-0,8
2005 gen.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-0,1	-0,6
feb. ^(p)	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	-0,4

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	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004 1° trim.	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-0,4	-0,6
2° trim.	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,1
3° trim.	-1,7	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
2004 ott.	-0,6	-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.	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-0,2	0,0	-0,2
2005 gen.	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
feb. ^(p)	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-0,9	-0,3	3,0	0,0	-1,2	-0,1	-1,8	19,4	8,0	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.	-8,5	-0,8	0,0	-5,0	-0,1	-0,8	0,0	-2,0	0,1	-0,7	0,1	0,7
3° trim.	2,2	-0,6	-0,1	1,5	0,0	0,7	0,0	0,6	-1,5	-0,1	-0,5	-0,9
2004 ott.	0,5	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,2	0,7	0,8	0,7
nov.	0,7	0,5	-0,1	0,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,7	1,0	0,8	0,9
dic.	0,3	0,0	-0,1	1,4	-0,1	-1,2	0,0	0,3	2,4	0,6	1,4	0,5
2005 gen.	5,7	0,0	0,1	4,4	0,1	-0,2	0,1	1,3	3,2	0,5	1,3	1,4
feb. ^(p)	-1,7	0,5	0,0	-1,4	0,0	-0,2	0,0	-0,4	2,8	0,7	1,7	0,4

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti dell'area dell'euro													
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 1° trim.	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
2° trim.	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
3° trim.	4.586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6.587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	4.681,0	91,4	8,6	5,2	0,4	1,4	1,1	6.777,3	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
	Non residenti dell'area dell'euro													
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	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.	1.764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
4° trim. ^(p)	1.747,4	46,8	53,2	35,3	2,0	3,3	9,8	682,3	55,1	44,9	29,1	1,5	2,1	9,4

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

	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute			
			Totale	USD	JPY	CHF
	1	2	3	4	5	6
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7
2004 1° trim.	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0
2° trim.	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0
3° trim.	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0
4° trim. ^(p)	3.654,9	84,6	15,4	7,8	1,6	1,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

3. Prestiti

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti nell'area dell'euro													
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
2003	4.193,8	-	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004 1° trim.	4.224,6	-	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
2° trim.	4.296,2	-	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4
3° trim.	4.356,4	-	-	-	-	-	-	8.213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4
4° trim. ^(p)	4.439,1	-	-	-	-	-	-	8.364,5	96,6	3,4	1,4	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.	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
4° trim. ^(p)	1.336,6	51,3	48,7	30,1	3,6	2,2	8,6	641,8	42,2	57,8	40,5	2,5	4,3	7,0

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 1° trim.	1.341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1.735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
2° trim.	1.359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.794,1	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
3° trim.	1.385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1.793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
4° trim. ^(p)	1.424,3	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.761,1	98,2	1,8	0,9	0,4	0,1	0,3
	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	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004 1° trim.	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
2° trim.	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
3° trim.	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
4° trim. ^(p)	344,1	49,9	50,1	28,9	1,0	0,6	17,1	405,7	44,9	55,1	30,5	8,1	0,8	9,3

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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. ^(p)	3.385,2	246,4	1.471,6	71,7	1.399,8	1.090,6	280,4	143,5	152,7

2. Passività

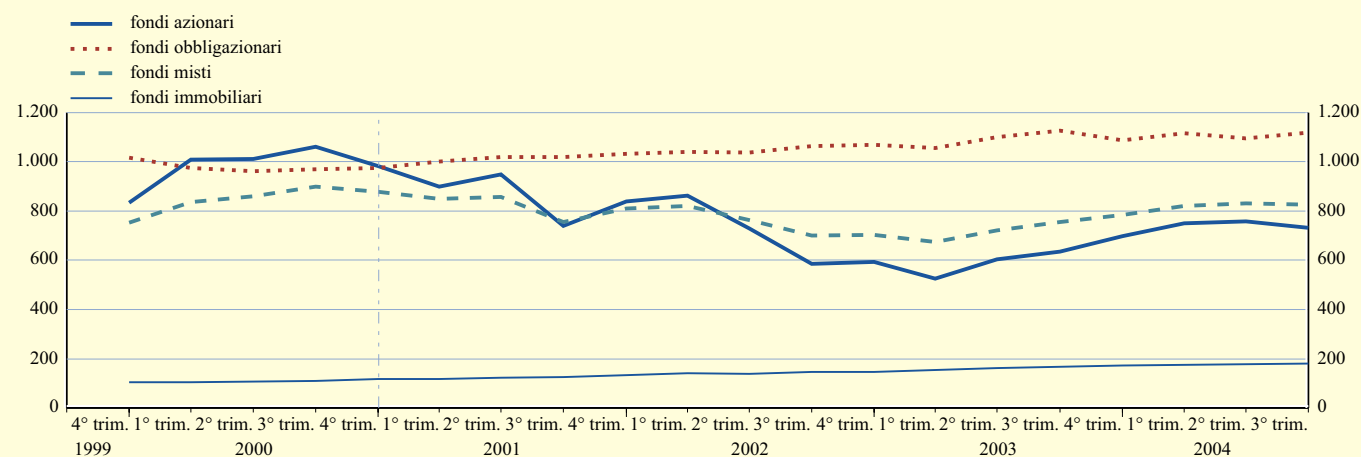
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2003 2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim.	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
2° trim.	3.366,1	50,3	3.189,0	126,7
3° trim. ^(p)	3.385,2	48,7	3.209,0	127,4

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

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	8
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. ^(p)	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
Fondi azionari									
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
Fondi obbligazionari									
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
Fondi misti									
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
Fondi immobiliari									
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
	1	2	3	4	5	6	7
Fondi aperti al pubblico							
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
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003 2° trim.	15.050,0	5.758,1	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	216,5	329,8
3° trim.	15.150,6	5.762,9	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	185,5	345,4
4° trim.	15.553,7	5.881,9	352,4	5.183,1	2.027,4	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	192,8	348,7
2004 1° trim.	15.751,2	5.915,3	350,8	5.180,6	2.020,5	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	200,1	395,2
2° trim.	16.024,8	6.052,4	372,0	5.263,9	2.101,1	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,6
3° trim.	16.080,4	6.078,0	383,5	5.284,4	2.104,2	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	206,0	388,5
Transazioni											
2003 2° trim.	206,8	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,3
3° trim.	129,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,2
4° trim.	150,4	124,6	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 1° trim.	132,7	30,9	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	40,7
2° trim.	285,9	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,9
3° trim.	108,5	29,9	11,5	24,8	4,7	5,4	11,3	3,4	-19,7	13,3	0,9
Variazioni percentuali											
2003 2° trim.	4,5	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,6	22,6
3° trim.	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,5
4° trim.	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,5
2004 1° trim.	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	24,8
2° trim.	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,1
3° trim.	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,1	15,5

	Titoli non azionari			Azioni ²⁾				Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Consistenze										
2003 2° trim.	1.936,3	165,6	1.770,7	3.587,9	1.751,5	1.836,4	404,6	3.767,7	3.399,5	368,1
3° trim.	1.927,6	166,6	1.760,9	3.624,6	1.764,0	1.860,6	408,7	3.835,6	3.464,2	371,4
4° trim.	1.900,4	178,6	1.721,8	3.887,2	2.006,9	1.880,2	406,5	3.884,2	3.509,4	374,8
2004 1° trim.	1.915,2	179,7	1.735,5	3.976,2	2.047,5	1.928,7	420,8	3.944,5	3.562,0	382,5
2° trim.	1.954,7	197,5	1.757,2	4.024,9	2.109,3	1.915,6	423,9	3.992,8	3.607,7	385,1
3° trim.	1.958,7	191,9	1.766,8	3.995,0	2.087,6	1.907,4	424,3	4.048,8	3.660,8	388,0
Transazioni										
2003 2° trim.	-40,4	-18,3	-22,2	54,9	17,1	37,8	3,8	60,9	57,4	3,5
3° trim.	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	59,4	57,1	2,3
4° trim.	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	43,3	41,5	1,8
2004 1° trim.	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	68,4	60,7	7,7
2° trim.	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,5	51,1	48,5	2,7
3° trim.	0,3	-5,8	6,1	19,1	17,7	1,4	-2,2	59,1	56,2	2,9
Variazioni percentuali										
2003 2° trim.	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,3	6,7	2,6
3° trim.	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,4	6,9	2,4
4° trim.	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,6	6,9	3,7
2004 1° trim.	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,2
2° trim.	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,9
3° trim.	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,1

Fonte: BCE.

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

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale		Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro										Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale		Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ¹⁾				
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2003 2° trim.	16.188,4	8.243,6	7.236,1	877,7	70,0	807,7	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
3° trim.	16.257,4	8.328,4	7.293,7	886,5	71,1	815,4	3.657,6	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
4° trim.	16.586,2	8.468,7	7.396,6	957,2	81,0	876,2	3.660,2	1.164,3	2.495,9	3.851,2	287,4	3.563,8	266,6
2004 1° trim.	16.930,1	8.521,4	7.465,7	961,8	85,0	876,8	3.654,7	1.160,7	2.494,0	3.905,0	281,7	3.623,3	305,6
2° trim.	17.146,7	8.669,2	7.596,3	954,6	90,5	864,1	3.698,2	1.167,8	2.530,4	4.016,4	293,9	3.722,5	304,6
3° trim.	17.224,7	8.747,4	7.674,0	949,8	89,1	860,7	3.701,0	1.149,5	2.551,4	4.096,6	290,7	3.805,9	298,3
	Transazioni												
2003 2° trim.	238,7	116,3	84,1	-4,6	3,3	-7,9	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,2	2,4
3° trim.	137,4	81,9	58,8	8,9	1,1	7,8	1,9	-25,9	27,8	71,1	-4,7	75,8	22,9
4° trim.	119,0	112,9	118,4	22,3	9,9	12,4	17,0	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 1° trim.	199,1	49,9	76,1	6,0	4,0	2,1	-14,0	-6,5	-7,5	57,9	-4,2	62,1	33,6
2° trim.	264,5	153,2	134,4	-8,8	5,5	-14,3	67,1	13,1	54,0	95,0	8,9	86,1	-1,4
3° trim.	137,5	82,9	86,1	-4,4	-1,4	-3,0	4,6	-15,6	20,2	82,7	-2,8	85,5	-1,4
	Variazioni percentuali												
2003 2° trim.	4,9	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,3	3,6
3° trim.	5,2	5,4	4,3	2,8	33,1	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	36,4	1,2	3,2	0,1	4,7	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 1° trim.	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,8	1,6	-2,0	3,3	7,5	0,4	8,1	22,4
2° trim.	4,4	4,8	5,4	3,2	29,1	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	21,2
3° trim.	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,0	-2,1	4,0	8,2	2,3	8,6	10,7
	Titoli non azionari emessi da:												
	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			
	Consistenze												
2003 2° trim.	5.003,8	4.415,4	564,2	3.851,2	588,4	166,4	422,0	2.449,8	205,7	285,6			
3° trim.	4.991,9	4.407,3	558,3	3.849,0	584,6	165,2	419,4	2.473,0	174,3	289,8			
4° trim.	4.919,2	4.328,2	539,7	3.788,5	591,0	164,3	426,7	2.726,3	181,7	290,4			
2004 1° trim.	5.091,1	4.494,8	577,2	3.917,6	596,3	180,7	415,6	2.834,2	189,0	294,4			
2° trim.	5.153,9	4.544,0	594,5	3.949,5	609,9	192,3	417,6	2.843,0	181,9	298,7			
3° trim.	5.216,0	4.602,6	588,4	4.014,1	613,4	188,2	425,2	2.763,5	195,0	302,9			
	Transazioni												
2003 2° trim.	103,8	88,0	34,1	53,9	15,9	-0,6	16,5	14,9	-0,6	4,2			
3° trim.	45,0	42,6	-5,7	48,3	2,4	-0,9	3,4	3,9	2,4	4,2			
4° trim.	-5,5	-13,5	-18,3	4,8	8,0	-0,8	8,8	0,0	7,4	4,1			
2004 1° trim.	135,7	136,6	36,1	100,5	-0,8	16,2	-17,0	2,1	7,3	4,0			
2° trim.	109,7	94,4	17,1	77,3	15,3	11,7	3,6	4,5	-7,1	4,3			
3° trim.	31,8	26,2	-5,7	31,9	5,6	-3,9	9,5	5,4	13,1	4,3			
	Variazioni percentuali												
2003 2° trim.	7,3	6,7	15,6	5,5	11,8	27,7	6,4	0,6	13,4	5,8			
3° trim.	6,7	6,3	14,6	5,2	9,8	20,0	6,2	0,7	13,2	5,8			
4° trim.	6,2	5,7	12,5	4,8	10,4	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0			
2004 1° trim.	5,7	5,9	8,7	5,5	4,5	8,3	2,9	1,0	7,5	5,9			
2° trim.	5,7	5,9	5,2	6,0	4,2	15,7	-0,3	0,4	4,8	5,8			
3° trim.	5,4	5,5	5,2	5,6	4,8	14,1	1,2	0,5	11,8	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 2° trim.	3.460,3	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,5	65,1	272,4	1.398,3	55,8	1.342,4
3° trim.	3.513,8	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,5	65,8	273,6	1.419,8	58,7	1.361,2
4° trim.	3.623,6	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,2	66,7	261,5	1.447,7	59,9	1.387,8
2004 1° trim.	3.772,7	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	338,3	69,4	268,9	1.516,2	57,7	1.458,5
2° trim.	3.798,3	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	335,5	71,0	264,5	1.523,3	54,1	1.469,2
3° trim.	3.860,4	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	338,0	71,7	266,3	1.579,8	62,9	1.516,8
Transazioni												
2003 2° trim.	43,2	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,1
3° trim.	34,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,2	22,8	2,8	19,9
4° trim.	60,5	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,3	0,9	-12,2	37,4	1,2	36,2
2004 1° trim.	95,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	44,0	-1,8	45,8
2° trim.	31,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,4	25,1	-3,6	28,7
3° trim.	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	2,5	0,7	1,8	37,9	8,8	29,1
Variazioni percentuali												
2003 2° trim.	6,7	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	11,7	40,3	10,8
3° trim.	6,5	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,0	21,3	9,6
4° trim.	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	10,0	17,4	9,7
2004 1° trim.	7,0	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	9,0	0,1	9,4
2° trim.	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,5	9,7
3° trim.	6,8	7,5	6,9	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Azioni ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Consistenze												
2003 2° trim.	1.072,7	472,9	599,7	64,4	113,8	3.734,3	60,6	44,8	18,4	163,7	3.491,6	2.970,8	520,8
3° trim.	1.106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3.801,7	62,7	44,3	19,0	165,2	3.554,9	3.029,2	525,7
4° trim.	1.188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3.863,2	51,9	35,4	20,9	190,5	3.600,0	3.069,7	530,3
2004 1° trim.	1.241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3.930,9	61,6	46,3	21,7	191,5	3.656,1	3.115,0	541,1
2° trim.	1.253,4	556,4	697,1	63,8	120,7	3.984,2	69,6	53,7	22,1	193,9	3.698,6	3.154,3	544,2
3° trim.	1.246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4.025,9	69,5	52,5	20,5	186,4	3.749,5	3.200,9	548,6
	Transazioni												
2003 2° trim.	15,6	3,9	11,6	4,6	2,1	62,1	-0,3	2,3	0,1	4,5	57,8	51,1	6,6
3° trim.	14,1	4,9	9,2	-4,2	1,4	58,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,7	50,9	4,8
4° trim.	22,8	7,0	15,8	4,2	1,5	33,9	-10,8	-8,9	1,8	5,0	37,9	33,9	4,0
2004 1° trim.	23,6	2,0	21,7	-0,6	3,2	76,8	9,6	10,8	0,4	0,8	66,0	54,1	11,9
2° trim.	0,8	-8,5	9,2	0,1	0,9	54,8	7,6	7,0	0,5	0,1	46,6	42,4	4,2
3° trim.	0,6	2,4	-1,7	-0,3	1,9	56,2	-0,1	-1,1	-1,2	2,1	55,4	50,0	5,4
	Variazioni percentuali												
2003 2° trim.	3,5	-0,5	7,1	23,0	5,8	5,9	0,8	4,5	-0,8	1,5	6,4	6,9	4,0
3° trim.	4,9	0,1	8,7	18,1	4,6	6,3	6,7	9,4	2,8	2,8	6,5	7,0	3,6
4° trim.	5,8	2,6	8,3	11,6	6,9	6,7	12,9	12,7	12,6	6,2	6,6	6,9	4,9
2004 1° trim.	7,8	4,3	10,3	6,5	7,3	6,4	0,9	8,5	15,4	8,3	6,4	6,5	5,3
2° trim.	5,7	1,1	9,3	-1,0	6,2	6,0	14,0	18,8	17,6	3,6	5,9	6,1	4,8
3° trim.	4,3	0,6	7,3	5,4	6,5	5,8	10,2	17,5	8,1	4,8	5,8	6,0	4,8

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	350,5	1.137,7	-797,1	9,9	0,0	1.938,9	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,4
1998	411,5	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,5	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,6	1.290,5	-863,7	21,6	0,2	3.113,7	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,8
2000	485,7	1.389,6	-913,1	25,9	-16,7	2.911,6	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,4
2001	459,8	1.441,3	-973,6	-10,0	2,0	2.597,0	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,9
2002	389,0	1.428,1	-1.021,9	-18,3	1,1	2.311,3	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	52,1
2003	391,8	1.440,3	-1.054,6	5,6	0,5	2.423,7	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	40,5

	Variazione della ricchezza netta ⁴⁾				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,5	1.478,6	-1.021,9	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	422,8	1.472,3	-1.054,6	5,1	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,2	-597,5	356,5	69,3	-57,9	107,6	191,3	76,1	645,9	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Famiglie ⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	164,9	376,0	-211,5	429,4	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,8	388,0	-216,2	446,3	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,1	417,6	-231,5	475,0	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,9	438,1	-241,6	434,8	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,6	14,2
2001	184,5	445,7	-259,0	415,6	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,4	14,2
2002	161,1	454,2	-279,5	482,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	430,5	671,8	213,2	211,1	4.712,2	14,3
2003	166,8	461,7	-291,1	531,7	224,2	16,6	83,6	229,8	438,3	695,7	260,2	257,9	4.855,5	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

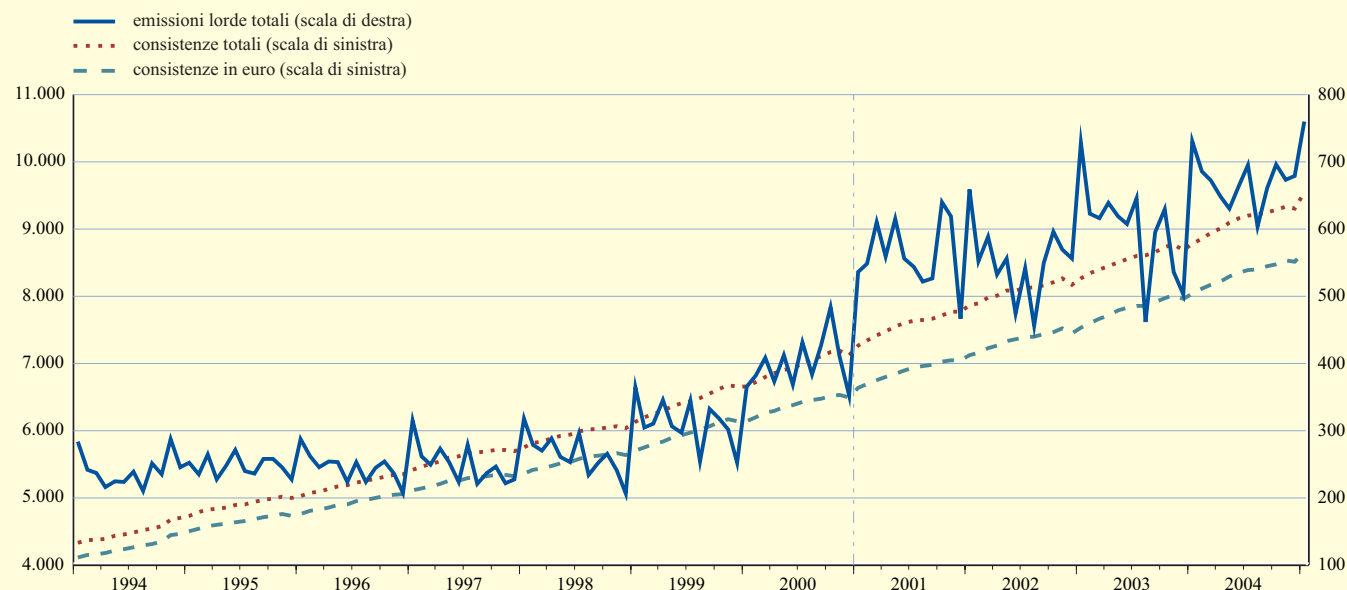
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2004 gen.	9.270,2	738,5	664,5	74,0	8.782,3	730,8	643,8	87,0	91,5	94,2	94,8	78,6
feb.	9.346,1	698,5	622,8	75,7	8.858,5	685,5	605,7	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
mar.	9.453,6	717,6	609,9	107,7	8.943,0	672,8	598,2	74,7	91,3	92,7	95,3	53,8
apr.	9.480,0	649,0	624,5	24,6	9.011,0	648,7	586,8	61,9	91,2	93,3	95,0	47,3
mag.	9.580,2	649,3	549,4	99,9	9.094,0	631,0	543,3	87,6	91,2	93,9	94,9	76,7
giu.	9.689,6	711,0	600,6	110,4	9.162,1	664,5	596,4	68,1	91,2	94,3	94,7	61,6
lug.	9.709,3	707,8	686,3	21,5	9.203,8	695,1	653,9	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
ago.	9.739,2	619,7	589,8	29,9	9.215,3	603,6	589,5	14,1	91,2	94,7	94,8	13,3
set.	9.849,9	724,8	614,2	110,6	9.247,4	660,9	619,3	41,6	91,3	94,9	94,5	42,1
ott.	9.872,6	711,3	689,9	21,4	9.282,1	695,9	655,8	40,1	91,3	93,7	94,9	29,9
nov.	9.962,3	702,9	618,1	84,9	9.333,3	673,1	614,8	58,3	91,4	94,3	94,3	55,4
dic.	9.970,7	706,1	698,1	7,9	9.306,7	679,1	699,0	-19,9	91,5	95,3	95,3	-18,4
2005 gen.	.	.	.	.	9.541,9	759,6	670,6	89,0	90,8	93,8	95,7	71,1
A lungo termine												
2004 gen.	8.398,5	195,8	136,7	59,1	7.907,8	178,4	138,2	40,2	91,6	92,9	90,9	40,1
feb.	8.483,8	193,5	109,2	84,2	7.990,5	182,7	98,8	83,9	91,7	92,2	88,0	81,5
mar.	8.544,7	213,5	152,0	61,6	8.054,9	189,6	133,8	55,8	91,4	86,8	94,1	38,6
apr.	8.586,3	163,8	123,9	39,8	8.106,0	155,5	110,0	45,5	91,3	88,5	94,7	33,5
mag.	8.688,4	174,7	71,9	102,8	8.190,3	156,5	67,6	88,9	91,3	89,3	90,8	78,3
giu.	8.775,8	204,2	118,8	85,3	8.264,0	181,1	111,1	70,0	91,3	92,9	92,1	65,8
lug.	8.811,5	190,3	153,1	37,2	8.299,4	173,4	139,0	34,4	91,2	91,8	93,7	28,9
ago.	8.837,7	87,2	61,3	25,8	8.313,9	75,3	59,3	16,0	91,2	86,9	91,6	11,2
set.	8.930,4	191,4	100,1	91,4	8.361,6	156,8	102,8	54,0	91,3	91,6	88,9	52,3
ott.	8.964,6	173,6	139,8	33,8	8.380,0	157,7	131,9	25,9	91,3	88,1	93,7	15,4
nov.	9.037,8	168,0	97,8	70,2	8.431,0	154,5	95,1	59,4	91,4	89,1	92,2	49,9
dic.	9.066,7	148,4	120,3	28,2	8.442,1	135,3	116,2	19,2	91,5	91,9	90,4	19,4
2005 gen.	.	.	.	.	8.602,3	194,4	127,3	67,1	91,1	89,5	94,1	54,3

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 ammi- nistrazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammi- nistrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2003	8.690	3.288	673	589	3.922	219	91,6	85,5	87,7	88,4	97,7	95,4
2004	9.307	3.592	758	594	4.113	249	91,5	84,9	90,7	87,7	97,7	95,7
2004 1° trim.	8.943	3.403	676	588	4.045	232	91,3	85,2	87,6	87,7	97,4	95,5
2° trim.	9.162	3.476	705	604	4.138	239	91,2	84,7	88,5	87,5	97,4	95,5
3° trim.	9.247	3.533	710	601	4.162	242	91,3	84,7	89,3	87,3	97,6	95,7
4° trim.	9.307	3.592	758	594	4.113	249	91,5	84,9	90,7	87,7	97,7	95,7
2004 ott.	9.282	3.565	719	603	4.152	243	91,3	84,6	89,7	87,4	97,6	95,7
nov.	9.333	3.578	737	604	4.166	249	91,4	84,8	90,3	87,6	97,6	95,7
dic.	9.307	3.592	758	594	4.113	249	91,5	84,9	90,7	87,7	97,7	95,7
2005 gen.	9.542	3.747	759	604	4.177	255	90,8	83,6	90,5	87,6	97,6	95,7
A breve termine												
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,6	99,5	86,8
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.	886	369	6	100	405	6	91,2	82,1	96,2	95,5	98,5	85,2
4° trim.	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,6	99,5	86,8
2004 ott.	902	384	6	99	407	5	91,3	82,5	96,1	95,2	98,6	86,0
nov.	902	392	6	99	400	6	92,1	84,2	95,2	95,3	99,0	91,4
dic.	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,6	99,5	86,8
2005 gen.	940	455	7	100	373	5	88,2	77,4	95,2	96,2	99,1	86,5
Totale a lungo termine ¹⁾												
2003	7.859	2.927	667	495	3.555	215	91,6	86,0	87,5	87,3	97,5	95,5
2004	8.442	3.192	751	504	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 1° trim.	8.055	3.029	671	486	3.642	228	91,4	85,7	87,5	86,2	97,3	95,7
2° trim.	8.264	3.098	700	496	3.736	234	91,3	85,2	88,4	85,8	97,3	95,8
3° trim.	8.362	3.163	704	501	3.757	236	91,3	85,0	89,3	85,7	97,5	95,9
4° trim.	8.442	3.192	751	504	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 ott.	8.380	3.181	713	504	3.745	238	91,3	84,9	89,6	85,9	97,5	95,9
nov.	8.431	3.186	730	505	3.766	243	91,4	84,9	90,2	86,1	97,5	95,8
dic.	8.442	3.192	751	504	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2005 gen.	8.602	3.292	752	504	3.804	250	91,1	84,5	90,5	85,9	97,4	95,9
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2003	6.116	1.885	407	420	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.379	1.929	423	412	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,6	97,5	95,6
2004 1° trim.	6.246	1.926	412	411	3.324	173	91,5	84,9	80,4	85,6	97,3	95,5
2° trim.	6.363	1.943	419	416	3.409	177	91,5	84,6	81,3	85,0	97,3	95,6
3° trim.	6.390	1.950	414	415	3.431	180	91,6	84,1	82,5	85,2	97,4	95,8
4° trim.	6.379	1.929	423	412	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,6	97,5	95,6
2004 ott.	6.369	1.944	415	416	3.414	181	91,6	84,1	82,9	85,4	97,4	95,8
nov.	6.390	1.937	422	416	3.432	184	91,6	83,9	83,7	85,6	97,4	95,6
dic.	6.379	1.929	423	412	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,6	97,5	95,6
2005 gen.	6.443	1.943	425	411	3.473	191	91,5	83,6	83,9	85,2	97,4	95,7
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2003	1.586	959	257	58	261	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.881	1.146	325	78	274	59	90,9	86,9	99,1	88,7	97,7	96,6
2004 1° trim.	1.645	1.008	256	62	264	55	91,2	87,5	98,7	89,2	97,5	96,0
2° trim.	1.724	1.048	278	65	276	57	90,8	86,7	98,9	89,6	97,5	96,2
3° trim.	1.782	1.100	287	73	267	56	90,6	86,7	99,0	87,5	97,5	96,3
4° trim.	1.881	1.146	325	78	274	59	90,9	86,9	99,1	88,7	97,7	96,6
2004 ott.	1.820	1.123	295	74	271	57	90,6	86,6	99,0	87,8	97,5	96,4
nov.	1.849	1.135	305	75	275	58	90,8	86,7	99,1	88,2	97,6	96,5
dic.	1.881	1.146	325	78	274	59	90,9	86,9	99,1	88,7	97,7	96,6
2005 gen.	1.891	1.149	323	79	281	59	90,7	86,5	99,0	88,7	97,7	96,5

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.

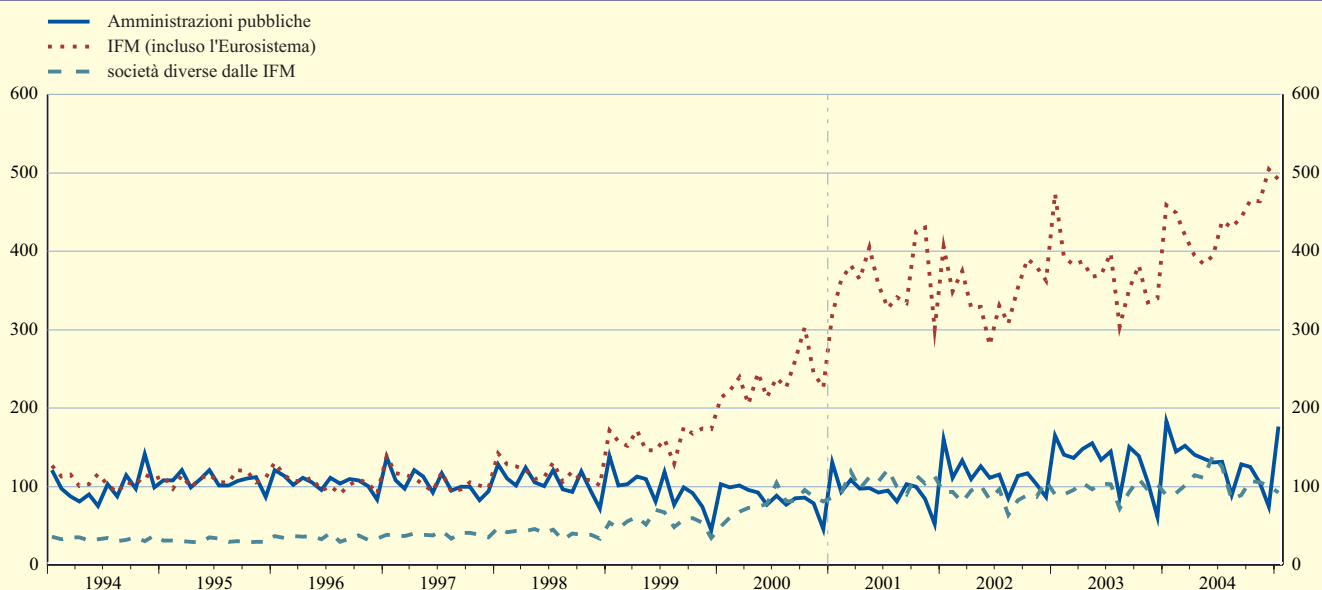
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento (miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

2. Emissioni lorde (transazioni nel periodo)

	Totale						A lungo termine ¹⁾					
	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					
2003	7.205,3	4.485,6	244,7	909,6	1.478,8	86,5	1.284,8	414,3	113,7	88,9	626,4	41,4
2004	8.041,0	5.247,4	228,7	1.026,8	1.457,1	81,0	1.191,0	406,3	75,5	59,8	614,0	35,3
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.	1.944,1	1.172,8	64,0	300,4	387,5	19,3	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
3° trim.	1.959,6	1.313,2	41,7	255,5	333,2	16,0	248,2	86,6	10,3	14,3	130,9	6,1
4° trim.	2.048,1	1.432,9	84,8	227,5	283,4	19,5	258,2	92,8	26,7	14,2	116,6	8,0
2004 ott.	695,9	464,4	20,9	85,9	119,1	5,6	93,5	28,0	6,4	8,2	49,0	1,8
nov.	673,1	463,9	30,5	74,6	95,4	8,8	94,4	33,1	13,4	3,2	40,3	4,3
dic.	679,1	504,6	33,5	67,0	68,9	5,1	70,3	31,6	6,8	2,7	27,3	1,9
2005 gen.	759,6	491,4	9,8	82,1	166,2	10,1	141,6	44,2	4,0	3,6	82,9	6,9
	Di cui a breve termine						A lungo termine con tasso variabile					
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,6	336,7	89,5	11,7	53,3	16,4
2004	6.144,0	4.381,9	43,9	930,5	755,6	32,1	616,1	402,0	109,1	31,7	59,7	13,5
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	159,6	96,9	31,1	7,8	21,1	2,7
3° trim.	1.554,1	1.118,7	10,8	230,3	185,9	8,4	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
4° trim.	1.600,5	1.222,3	12,0	204,4	154,7	7,1	173,9	104,4	46,1	7,4	11,7	4,4
2004 ott.	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,2	59,4	38,7	10,3	1,9	7,0	1,6
nov.	518,6	393,1	4,3	68,1	50,4	2,7	55,8	34,1	12,7	2,6	4,7	1,7
dic.	543,8	435,6	3,5	61,3	41,2	2,3	58,7	31,6	23,2	2,9	0,0	1,0
2005 gen.	565,2	409,2	4,2	77,3	72,1	2,3	44,7	33,5	1,6	1,1	7,5	0,9

F14 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



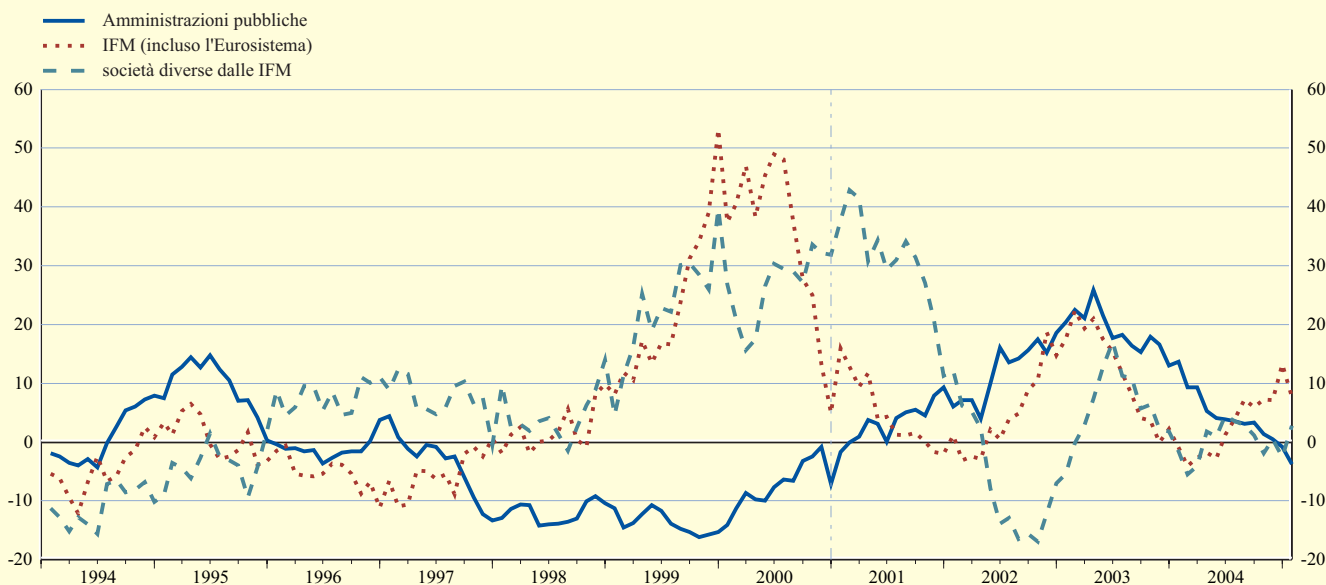
Fonte: BCE.

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 ¹⁾ (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 ammi- nistrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammi- nistrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tutte le valute												
2003	6,8	5,1	25,8	8,6	4,5	26,0	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2004	7,0	8,0	15,1	3,7	4,9	17,5	3,2	2,2	-9,6	0,8	4,9	28,7
2004 1° trim.	6,9	6,3	20,5	6,0	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
2° trim.	7,0	8,0	15,5	2,3	5,0	18,5	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
3° trim.	7,3	8,7	13,3	3,6	5,2	16,4	4,0	4,9	-10,7	4,0	3,1	30,6
4° trim.	6,9	9,0	11,9	3,0	4,6	14,4	3,7	8,0	8,9	-1,3	0,5	66,6
2004 ago.	7,4	8,9	13,0	3,4	5,4	16,8	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
set.	7,1	9,1	11,1	3,7	4,9	15,4	4,2	5,9	6,2	0,9	2,8	65,4
ott.	6,7	8,9	11,1	3,2	4,4	14,2	3,4	7,2	4,5	-2,2	0,9	63,5
nov.	6,8	8,7	12,4	3,3	4,5	14,3	3,3	7,1	7,7	0,0	-0,2	78,5
dic.	7,3	9,5	13,2	1,6	4,9	14,1	5,0	13,2	22,3	-4,1	-1,3	50,3
2005 gen.	7,2	9,0	13,1	3,4	5,0	14,8	1,9	7,6	23,3	1,6	-4,1	30,1
Euro												
2003	6,4	3,9	31,4	9,4	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,8	2,9	5,0	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	28,1
2004 1° trim.	6,7	5,3	24,5	6,0	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
2° trim.	6,6	6,7	19,1	1,5	5,0	18,1	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
3° trim.	6,9	7,1	17,2	2,4	5,3	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,3	3,0	26,6
4° trim.	6,5	7,7	15,4	1,9	4,6	14,5	3,5	7,9	3,9	-0,1	0,6	72,6
2004 ago.	7,0	7,2	17,0	2,2	5,5	16,8	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
set.	6,7	7,8	14,7	2,4	5,0	15,5	3,5	4,2	2,2	2,0	2,8	65,9
ott.	6,4	7,6	14,4	2,1	4,4	14,4	3,1	6,7	0,3	-1,3	1,1	68,5
nov.	6,4	7,4	16,1	2,1	4,5	14,2	3,3	7,5	2,6	1,2	-0,1	92,7
dic.	7,0	8,5	16,6	0,5	4,8	14,4	5,1	15,0	15,1	-2,6	-1,4	48,5
2005 gen.	6,8	7,6	16,6	2,7	4,8	14,9	2,1	8,8	17,4	3,8	-4,0	26,9

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.

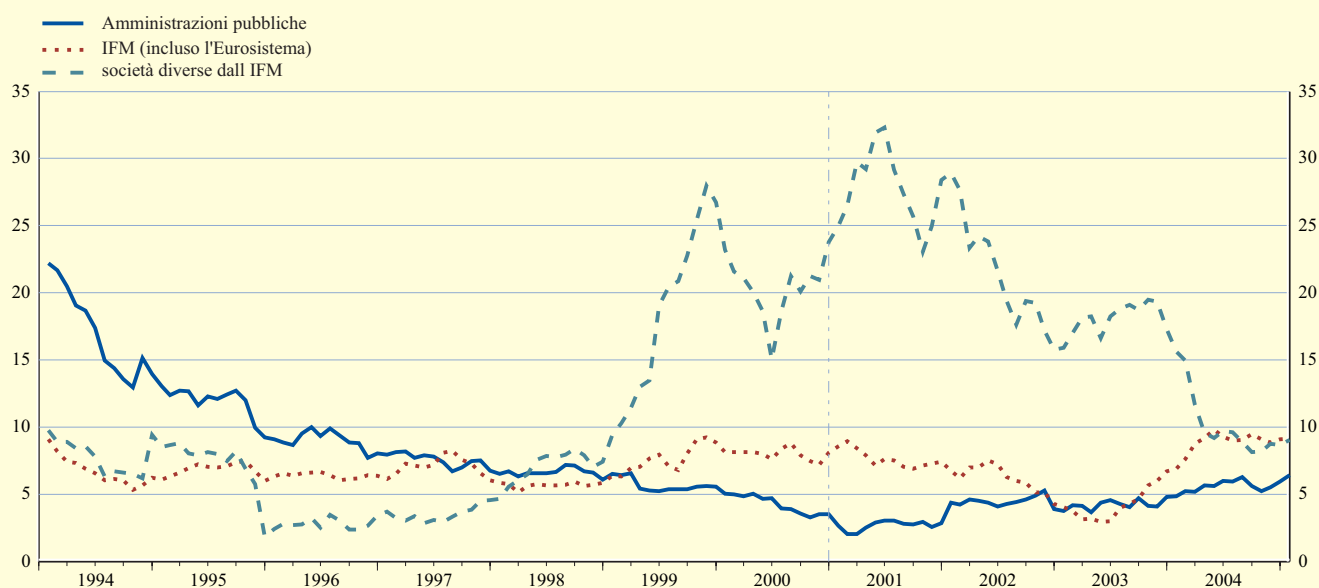
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,8	8,3	53,4	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,0	3,0	7,6	3,2	5,7	14,7	16,5	18,3	29,7	8,2	0,4	26,5
2004 1° trim.	5,6	3,0	12,6	8,6	5,3	18,4	13,8	15,2	37,7	-8,9	-4,4	33,5
2° trim.	5,4	3,8	9,5	2,6	5,8	15,2	16,1	18,8	27,9	-2,4	0,8	30,2
3° trim.	4,9	3,0	4,9	1,2	6,1	13,5	17,9	19,0	29,6	18,3	3,0	25,2
4° trim.	4,3	2,3	4,2	0,7	5,6	12,1	18,0	20,0	25,0	29,5	2,1	18,8
2004 ago.	4,8	2,7	4,0	0,7	6,3	14,4	18,5	19,4	30,6	20,2	4,3	23,7
set.	4,7	3,2	3,4	1,2	5,7	13,1	17,2	19,6	25,0	24,9	0,3	20,1
ott.	4,2	2,2	3,5	1,7	5,4	11,9	17,7	20,4	24,3	26,8	0,1	18,7
nov.	4,1	1,8	4,9	0,4	5,5	11,6	18,6	20,4	25,0	32,5	3,6	19,1
dic.	4,5	2,6	4,8	-1,1	5,9	12,5	18,4	19,0	26,4	33,6	4,8	17,2
2005 gen.	4,9	3,0	5,3	-0,5	6,1	14,6	18,4	18,5	25,2	30,5	9,1	14,3
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,6	12,2	4,2	21,3	8,9	7,7	53,3	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	11,9	1,9	5,8	14,7	16,0	17,6	29,8	8,5	0,3	25,4
2004 1° trim.	5,4	1,6	17,1	8,2	5,4	17,7	13,4	14,4	37,5	-6,1	-4,6	31,9
2° trim.	5,1	2,0	13,9	1,1	5,8	15,0	15,7	18,2	27,9	-0,4	0,8	28,8
3° trim.	4,7	1,2	9,2	-0,4	6,2	13,8	17,2	18,1	29,9	15,8	3,1	24,1
4° trim.	4,0	0,3	8,3	-0,9	5,6	12,4	17,5	19,4	25,4	27,0	2,0	18,2
2004 ago.	4,7	0,8	8,3	-0,9	6,4	14,8	17,8	18,4	30,9	16,9	4,4	22,6
set.	4,4	1,3	7,5	-0,5	5,9	13,6	16,7	19,2	25,2	22,2	0,2	19,0
ott.	3,9	0,3	7,2	0,3	5,5	12,5	17,0	19,9	24,6	23,9	0,1	17,8
nov.	3,7	-0,3	9,4	-1,2	5,4	11,7	18,0	19,7	25,4	29,8	3,6	18,2
dic.	4,2	0,7	8,9	-2,9	5,9	12,7	17,8	18,1	26,7	32,2	4,9	18,0
2005 gen.	4,4	0,8	9,6	-1,9	5,9	14,7	17,8	17,4	25,6	29,2	9,3	15,0

F16 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 tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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

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

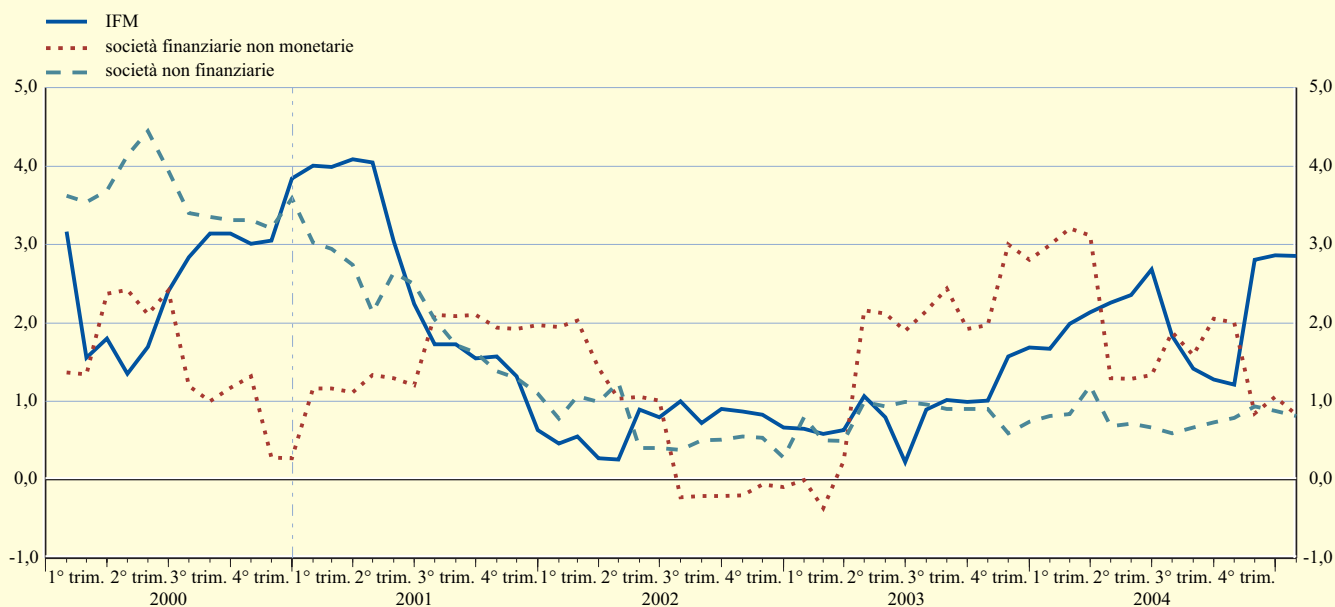
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 gen.	2.978,4	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2.291,5	0,8
feb.	2.885,0	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,4	2.189,0	0,5
mar.	2.763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,3	0,5
apr.	3.113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.349,8	1,0
mag.	3.145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,7	0,9
giu.	3.256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,4	1,0
lug.	3.366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,6	1,0
ago.	3.413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,5	0,9
set.	3.276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,7	0,9
ott.	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,6	0,9
nov.	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,6	0,6
dic.	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,7
2004 gen.	3.788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
feb.	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,8
mar.	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,6	1,2
apr.	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
mag.	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,7
giu.	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,7	0,7
lug.	3.679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,5	0,6
ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.705,6	0,7
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,0	0,8
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,8	2.896,2	0,9
dic.	4.034,6	102,6	1,2	643,7	2,9	406,4	1,1	2.984,4	0,9
2005 gen.	4.135,6	102,6	1,1	662,6	2,9	409,3	0,8	3.063,7	0,8

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 ¹⁾

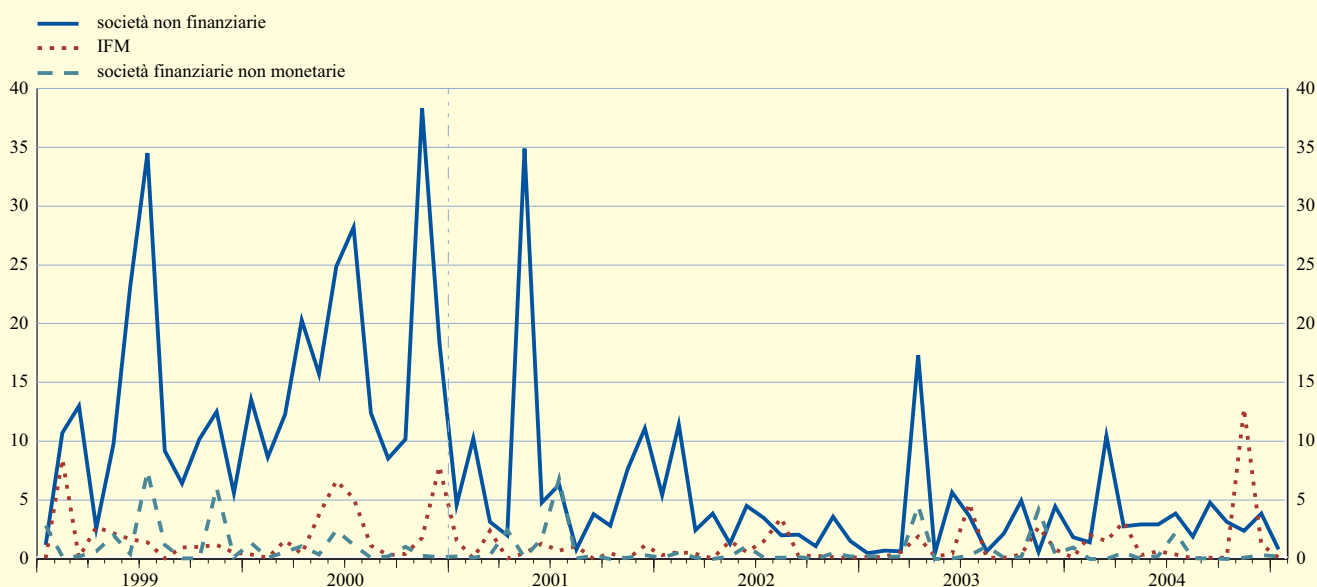
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
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	1,6	-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.	3,2	0,4	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,3	2,8
nov.	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
dic.	5,4	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,3	0,1	0,2	3,9	1,4	2,4
2005 gen.	1,1	1,8	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,8	-1,0

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 ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			
		fin a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fin a 3 mesi	oltre 3 mesi		fin a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	2,60	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	2,56	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	1,99	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
dic.	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,68	3,52	2,02
2005 gen.	0,73	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,25	2,05

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 feb.	9,81	6,89	7,06	8,49	8,11	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
mar.	9,72	6,91	6,90	8,37	7,97	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
apr.	9,73	6,92	6,64	8,30	7,77	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
mag.	9,69	6,82	6,77	8,27	7,87	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
giu.	9,56	6,58	6,74	8,42	7,87	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
lug.	9,58	6,63	6,86	8,52	7,97	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
ago.	9,62	7,07	6,89	8,58	8,15	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
set.	9,60	6,91	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
ott.	9,53	6,79	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
nov.	9,48	6,88	6,85	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
dic.	9,52	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 gen.	9,61	6,98	6,85	8,32	8,06	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,86	4,65	4,63

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e fino a 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e fino a 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2004 feb.		5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19
mar.		5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	4,37
apr.		5,51	3,88	4,75	4,70	3,00	4,21
mag.		5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	4,21
giu.		5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	4,08
lug.		5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	4,27
ago.		5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	4,30
set.		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	4,46
ott.		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	4,27
nov.		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	4,31
dic.		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	4,10
2005 gen.		5,40	3,97	4,69	4,47	3,02	4,08

Fonte: BCE.

- 1) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

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

4. Tassi d'interesse sui depositi (consistenze)

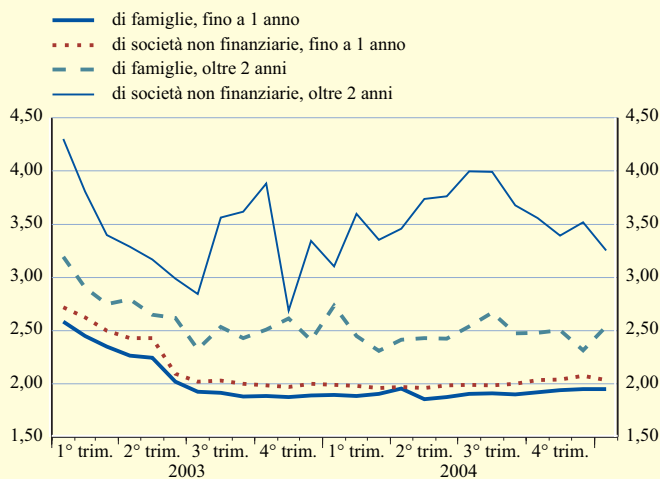
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 feb.	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,08	4,22	1,97
mar.	0,70	1,92	3,32	2,00	2,60	0,86	2,07	4,17	1,93
apr.	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,08	4,17	1,92
mag.	0,70	1,89	3,28	2,00	2,56	0,86	2,07	4,15	1,93
giu.	0,70	1,88	3,27	2,00	2,55	0,87	2,08	4,12	1,94
lug.	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,09	4,11	1,96
ago.	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,12	4,03	1,97
set.	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	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	3,86	2,00
dic.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,78	2,02
2005 gen.	0,73	1,89	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,69	2,01

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
2004 feb.	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,63	4,06	4,58
mar.	4,98	4,82	5,03	8,05	7,16	5,89	4,57	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	7,98	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
giu.	4,87	4,69	4,97	7,92	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	3,96	4,48
dic.	4,72	4,49	4,83	7,94	7,02	5,80	4,35	3,97	4,44
2005 gen.	4,66	4,45	4,79	8,07	6,98	5,77	4,42	3,90	4,41

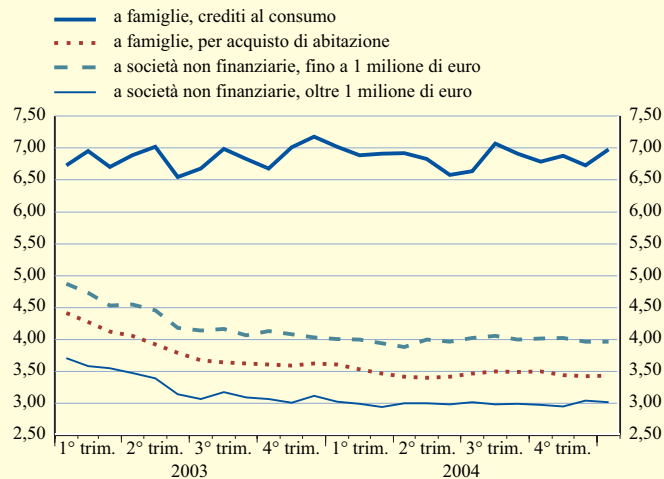
F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

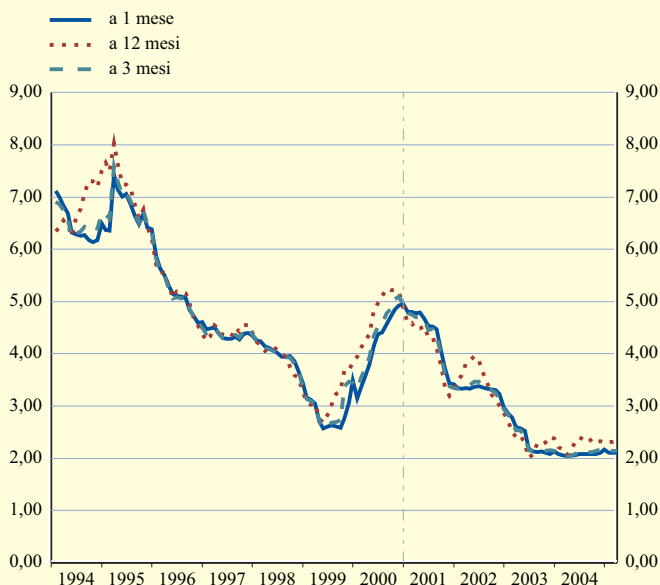
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

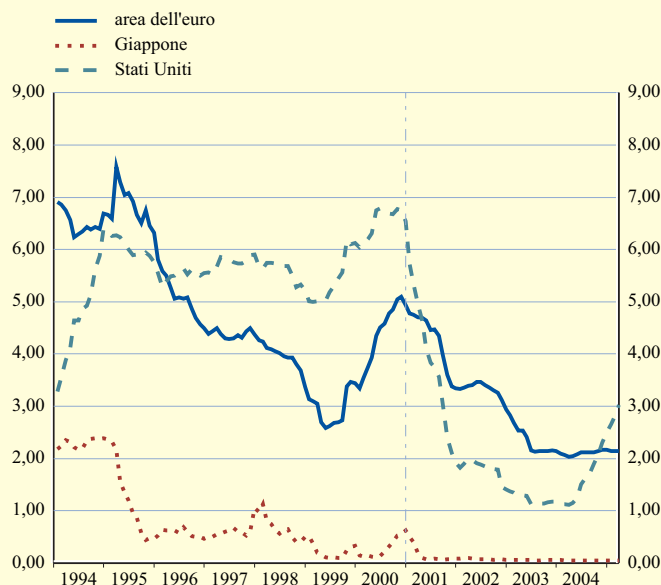
	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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
2005 1° trim.	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
2004 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
feb.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
mar.	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	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.

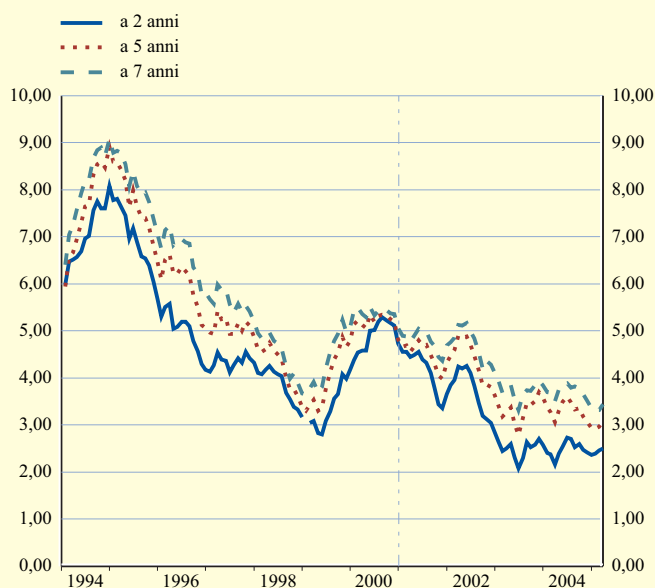
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni	a 3 anni	a 5 anni	a 7 anni	a 10 anni	a 10 anni	a 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7
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
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
2005 1° trim.	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
2004 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
feb.	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
mar.	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45

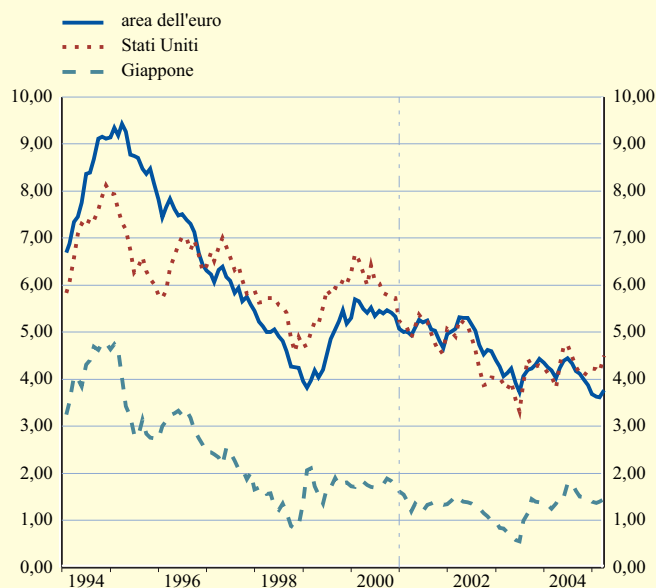
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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)



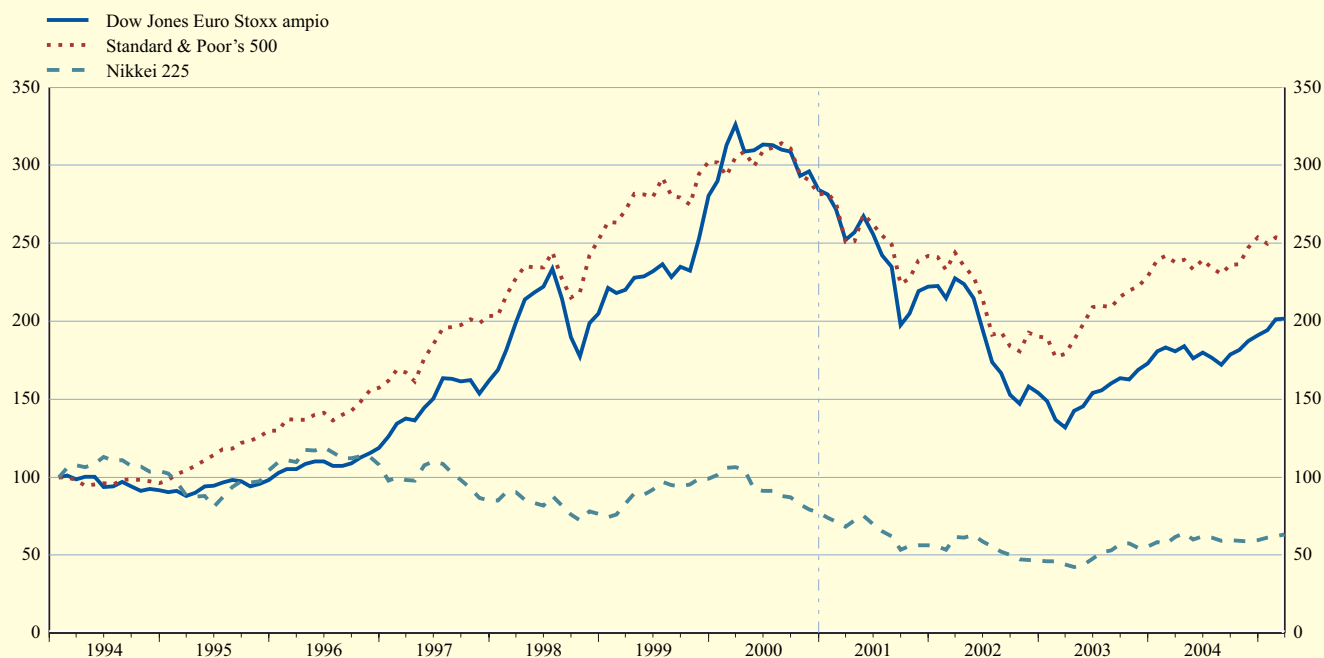
Fonte: BCE.

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	Petroliifero 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
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
2005 1° trim.	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
2004 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
feb.	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7
mar.	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,5

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



Fonte: BCE.

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 ¹⁾	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	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	1,0	-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	0,3	-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 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	0,7	0,0	-1,8	0,2
2005 gen.	116,2	1,9	1,6	2,4	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	0,3	0,1
feb.	116,6	2,1	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,9	-0,2	1,4	0,2
mar. ²⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,5	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	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	0,6	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 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	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 gen.	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5
feb.	1,9	2,6	0,7	1,8	0,2	7,7	2,5	2,0	2,9	-1,8	2,3	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2005.

2) Stima basata su dati preliminari pubblicati da Germania, Spagna e Italia (e, ove disponibili, da altri Stati membri), nonché su informazioni preliminari riguardo ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾		Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni ³⁾	Industria manifatturiera	Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			Totale al netto dell'energia		
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli						
in perc. del totale ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	2,7	2,5	18,4	10,8	30,5
2004 1° trim.	103,9	0,2	0,9	1,0	0,3	1,2	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	1,7	3,7	2,1	2,5	28,8	20,9	29,3
3° trim.	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	5,9	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
4° trim.	107,2	3,8	2,7	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,1	3,7	4,0	22,9	1,3	34,5
2005 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	22,9	1,9	36,6
2004 ott.	107,5	4,1	2,7	5,5	1,1	1,1	1,0	1,1	9,8	-	4,4	35,1	3,7	39,4
nov.	107,3	3,7	2,7	5,6	1,1	1,0	1,2	1,0	8,0	-	3,9	21,0	0,4	34,5
dic.	107,0	3,5	2,9	5,4	1,3	1,5	1,0	1,6	6,7	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 gen.	107,7	3,9	2,9	5,6	1,5	1,3	1,3	1,3	8,1	-	3,7	20,7	3,1	33,6
feb.	108,1	4,2	2,8	5,2	1,7	1,3	1,5	1,3	9,7	-	3,8	23,7	3,1	35,2
mar.										-		24,1	-0,4	40,4

3. Costo orario del lavoro⁵⁾

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

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

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

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

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

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾							
2000	100,0	1,2	1,3	-0,7	1,2	0,1	3,0	1,8
2001	102,5	2,5	3,8	2,4	3,5	0,9	3,6	3,0
2002	104,8	2,2	0,2	0,7	2,3	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	4,2	1,0	4,7	2,1	1,6	2,9
2003 3° trim.	107,3	2,3	6,3	1,6	4,9	1,7	0,9	3,8
4° trim.	107,1	1,5	3,0	0,0	4,6	2,1	1,6	2,2
2004 1° trim.	107,2	0,9	-4,2	0,0	1,7	0,6	1,7	2,3
2° trim.	107,4	0,4	-5,6	-2,6	1,1	-0,8	1,4	2,9
3° trim.	107,5	0,1	-5,4	-1,9	2,7	-0,2	2,5	0,7
	Redditi per occupato							
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,9	2,9	2,0	2,7	3,0	2,8	2,5	3,1
2002	105,5	2,5	2,8	2,5	2,9	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,2	3,2	3,3	2,1	1,6	2,3
2003 3° trim.	108,5	2,5	2,9	3,3	3,5	1,7	1,2	3,2
4° trim.	108,7	2,2	3,0	3,1	3,3	1,8	1,5	2,1
2004 1° trim.	109,5	2,2	0,1	3,8	2,7	1,6	0,7	2,4
2° trim.	110,0	2,2	0,6	2,7	2,0	1,2	0,7	3,4
3° trim.	110,1	1,5	2,4	2,4	1,8	1,5	1,2	1,1
	Produttività del lavoro ²⁾							
2001	100,3	0,3	-1,8	0,3	-0,5	1,8	-1,1	0,2
2002	100,6	0,3	2,7	1,7	0,6	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-1,0	2,2	-1,4	0,0	0,0	-0,5
2004	102,3	1,3	6,6	3,8	0,2	1,6	-1,0	0,4
2003 4° trim.	101,5	0,7	0,1	3,1	-1,2	-0,3	-0,1	-0,1
2004 1° trim.	102,2	1,3	4,5	3,8	1,0	1,0	-1,0	0,1
2° trim.	102,4	1,8	6,5	5,4	0,9	2,0	-0,6	0,5
3° trim.	102,4	1,3	8,2	4,3	-0,9	1,7	-1,3	0,4
4° trim.	102,4	0,9	7,2	1,8	-0,1	1,8	-1,0	0,4

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,2	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,2	2,2	2,1	1,8	-0,4	-1,6
2003	107,2	2,1	1,9	2,0	2,2	1,4	-0,6	-1,3
2004	109,2	1,8	2,0	1,8	1,6	2,6	0,8	1,1
2003 4° trim.	107,9	2,0	1,6	1,9	1,7	1,2	-0,8	-2,0
2004 1° trim.	108,5	1,9	1,6	1,5	1,7	1,8	-1,1	-2,2
2° trim.	109,2	2,1	2,2	1,9	2,0	2,5	0,9	1,1
3° trim.	109,4	1,7	1,9	2,0	0,8	3,0	1,9	2,5
4° trim.	109,8	1,7	2,2	1,8	2,1	3,1	1,6	3,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.

2) Valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.

3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2001	6.850,3	6.728,0	3.927,3	1.373,4	1.442,1	-14,8	122,4	2.559,5	2.437,1
2002	7.085,5	6.897,8	4.041,7	1.445,1	1.430,9	-20,0	187,6	2.598,0	2.410,3
2003	7.271,6	7.111,1	4.165,3	1.500,4	1.442,1	3,2	160,5	2.588,4	2.427,8
2004	7.542,8	7.387,3	4.288,4	1.549,0	1.504,4	45,6	155,5	2.756,6	2.601,1
2003 4° trim.	1.840,6	1.798,1	1.049,9	378,9	365,8	3,4	42,5	654,3	611,8
2004 1° trim.	1.863,4	1.817,2	1.061,9	382,5	368,6	4,3	46,2	662,8	616,6
2° trim.	1.883,8	1.839,2	1.067,9	387,4	373,8	10,0	44,6	687,4	642,8
3° trim.	1.893,1	1.858,5	1.075,2	387,6	378,9	16,8	34,5	701,5	667,0
4° trim.	1.902,6	1.872,4	1.083,3	391,5	383,1	14,5	30,2	704,9	674,7
in percentuale del PIL									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	19,9	0,6	2,1	-	-
A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2003 4° trim.	0,4	1,0	0,0	0,5	1,1	-	-	0,1	1,7
2004 1° trim.	0,7	0,3	0,8	0,2	-0,1	-	-	1,4	0,4
2° trim.	0,5	0,3	0,0	0,4	0,5	-	-	2,7	2,4
3° trim.	0,2	0,9	0,1	0,4	0,6	-	-	1,3	3,1
4° trim.	0,2	0,3	0,5	0,2	0,6	-	-	0,5	1,0
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
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
2004	2,0	2,0	1,2	1,6	1,3	-	-	6,0	6,3
2003 4° trim.	0,8	1,5	0,6	1,4	0,2	-	-	0,2	2,0
2004 1° trim.	1,6	1,2	1,2	1,9	1,2	-	-	3,6	2,8
2° trim.	2,2	1,7	1,2	1,8	1,9	-	-	7,2	6,0
3° trim.	1,9	2,6	0,9	1,5	2,1	-	-	5,6	7,8
4° trim.	1,6	1,9	1,3	1,2	1,6	-	-	6,0	7,1
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali									
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	1,2	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2004	2,0	2,0	0,7	0,3	0,3	0,7	0,1	-	-
2003 4° trim.	0,8	1,5	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-
2004 1° trim.	1,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	-	-
2° trim.	2,2	1,6	0,7	0,4	0,4	0,2	0,6	-	-
3° trim.	1,9	2,5	0,5	0,3	0,4	1,3	-0,6	-	-
4° trim.	1,6	1,9	0,8	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-

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 ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2001	6.345,3	150,4	1.407,3	351,5	1.349,9	1.721,2	1.365,0	212,2	717,2
2002	6.569,3	147,5	1.432,4	365,5	1.393,4	1.796,4	1.434,1	222,7	739,0
2003	6.734,1	151,1	1.440,1	373,0	1.419,3	1.866,6	1.484,0	231,3	768,8
2004	6.983,1	153,4	1.491,2	394,5	1.464,7	1.950,9	1.528,5	240,9	800,6
2003 4° trim.	1.703,3	38,7	363,5	94,8	357,9	473,6	374,7	57,9	195,2
2004 1° trim.	1.724,4	38,7	366,9	96,4	362,9	480,4	379,2	59,2	198,2
2° trim.	1.746,5	38,7	373,9	98,5	365,8	486,7	383,0	61,0	198,2
3° trim.	1.751,4	38,0	375,2	98,9	368,1	490,1	381,1	59,9	201,5
4° trim.	1.760,8	38,0	375,3	100,6	367,9	493,8	385,2	60,8	202,6
in percentuale del valore aggiunto									
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	21,0	27,9	21,9	-	-
A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2003 4° trim.	0,4	1,5	0,8	0,1	0,0	0,2	0,5	-0,7	0,4
2004 1° trim.	0,7	4,1	0,8	0,6	1,2	0,4	0,1	0,8	0,9
2° trim.	0,7	0,4	1,1	0,5	0,8	0,8	0,3	1,3	-1,7
3° trim.	0,1	0,9	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	0,2	-0,6	1,6
4° trim.	0,2	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,6	0,9	0,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2001	1,9	-2,4	0,5	0,0	3,2	2,9	1,8	4,7	0,4
2002	1,0	0,6	0,2	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,3
2003	0,5	-3,8	0,1	-0,5	0,5	1,4	0,6	1,5	0,9
2004	2,1	5,2	2,9	0,7	2,7	1,6	1,2	1,6	1,2
2003 4° trim.	0,7	-2,0	0,9	-1,0	0,4	1,2	0,8	0,2	2,0
2004 1° trim.	1,4	2,5	1,3	0,8	1,8	1,3	0,9	0,9	3,3
2° trim.	2,4	4,8	3,6	1,1	2,8	2,0	1,2	2,1	0,3
3° trim.	1,9	7,0	2,6	0,6	2,5	1,3	1,1	0,9	1,2
4° trim.	1,7	5,9	1,2	0,8	2,6	1,5	1,2	2,5	1,1
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali									
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	-	-
2004	2,1	0,1	0,7	0,0	0,6	0,4	0,3	-	-
2003 4° trim.	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 1° trim.	1,4	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,2	-	-
2° trim.	2,4	0,1	0,8	0,1	0,6	0,5	0,2	-	-
3° trim.	1,9	0,2	0,6	0,0	0,6	0,4	0,2	-	-
4° trim.	1,7	0,1	0,3	0,0	0,6	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 ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,7	-0,8
2003	0,2	100,2	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	-0,1	0,0
2004	2,1	102,1	2,0	1,9	1,9	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,4	0,2	2,0
2004 1° trim.	1,4	101,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,6	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
2° trim.	3,2	102,3	3,1	3,2	2,8	4,8	1,5	3,0	1,3	2,7	-0,1	3,3
3° trim.	2,9	102,6	2,8	2,9	2,9	5,2	0,4	-0,7	0,5	2,5	-0,2	3,1
4° trim.	1,0	102,4	1,0	0,5	1,2	1,5	-0,2	-3,6	0,4	2,4	-0,2	0,7
2004 ago.	3,0	102,1	2,0	2,4	1,8	5,1	0,4	-1,3	0,6	1,4	0,2	2,5
set.	3,2	102,9	3,6	3,5	3,2	6,4	0,6	-1,5	1,0	4,5	-0,4	3,7
ott.	1,2	102,4	1,2	1,1	1,2	4,6	-0,9	-2,7	-0,6	-1,0	-1,6	1,2
nov.	-0,6	102,1	0,7	-0,1	0,8	0,5	-0,6	-4,3	0,0	3,6	-1,2	0,1
dic.	2,6	102,5	1,1	0,6	1,6	-0,5	1,0	-3,9	1,8	4,3	2,6	0,8
2005 gen.	.	103,0	2,2	2,7	3,2	3,0	1,5	-1,6	2,0	0,3	.	2,8
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2004 ago.	-0,1	-	-0,6	-0,6	-0,8	-0,2	-0,5	-2,9	-0,1	0,6	-1,4	-0,6
set.	0,2	-	0,8	0,7	0,4	1,0	0,2	0,6	0,1	0,2	0,4	0,6
ott.	-0,4	-	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-1,4	-0,8	-0,6
nov.	-0,7	-	-0,3	-0,5	0,1	-1,8	-0,2	-1,1	0,0	0,6	0,3	-0,5
dic.	1,7	-	0,4	0,5	0,8	-0,4	1,1	0,1	1,2	1,4	4,0	0,6
2005 gen.	.	-	0,4	0,9	0,7	1,3	0,3	1,2	0,1	-2,1	.	0,8

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 ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettro- domestici			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,7	-2,0	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,5	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	921	1,0
2004 1° trim.	101,1	4,1	103,9	2,5	1,0	102,3	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	912	0,7
2° trim.	107,4	12,1	106,0	6,3	1,1	102,2	0,0	-0,4	0,2	-0,3	2,4	927	3,0
3° trim.	105,5	7,6	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	904	-3,5
4° trim.	110,8	10,2	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2004 set.	106,4	7,7	108,1	6,1	0,5	101,7	-0,4	-0,8	0,1	-0,7	1,2	927	-0,6
ott.	106,7	0,4	104,6	1,6	0,1	102,1	-0,6	-1,0	-0,4	-1,8	0,7	948	3,9
nov.	108,5	13,4	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,3	0,5	2,4	0,8	953	4,8
dic.	117,3	17,1	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,4	1,2	925	1,9
2005 gen.	108,9	6,5	106,1	5,1	0,7	102,5	-0,6	-1,0	0,1	-1,8	-0,7	920	1,6
feb.	.	.	.	.	2,2	102,8	0,9	2,1	0,5	.	.	906	-2,2
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2004 set.	-	1,5	-	2,7	-0,3	-	-0,1	0,2	-0,1	-1,3	0,1	-	6,3
ott.	-	0,3	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,5	0,2	1,1	-0,1	-	2,2
nov.	-	1,7	-	3,6	0,5	-	0,0	0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-	0,5
dic.	-	8,1	-	0,2	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,3	0,6	-	-2,9
2005 gen.	-	-7,1	-	-2,3	0,5	-	0,3	-0,1	0,8	0,8	0,1	-	-0,6
feb.	-	.	-	.	0,4	-	0,3	1,0	-0,5	.	.	-	-1,5

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 costituivano 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

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Clima di fiducia delle famiglie ³⁾					
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 1° trim.	98,6	-7	-21	10	10	81,1	-14	-4	-13	30	-9
2° trim.	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
3° trim.	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	10	82,1	-13	-3	-13	29	-6
2005 1° trim.	99,0	-6	-15	10	6	.	-13	-3	-13	29	-8
2004 ott.	101,5	-3	-11	7	11	82,1	-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.	100,8	-5	-11	9	7	82,0	-13	-3	-13	28	-7
feb.	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
mar.	97,4	-8	-17	12	5	-	-14	-3	-13	31	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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
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
2005 1° trim.	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	10	6	7	18
2004 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.	-13	-19	-7	-6	-8	11	1	13	12	9	18
feb.	-14	-18	-10	-8	-14	13	2	10	6	5	18
mar.	-13	-17	-9	-10	-15	13	-1	9	1	7	19

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	133,183	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	134,192	0,2	0,2	0,1	-2,4	-1,9	0,0	0,4	1,3	1,2
2004	134,846	0,5	0,3	1,3	-1,3	-1,6	1,3	0,7	2,6	0,7
2003 4° trim.	134,134	0,2	0,1	0,4	-1,9	-2,1	0,0	0,9	1,2	0,9
2004 1° trim.	134,230	0,2	0,1	0,8	-2,0	-2,5	-0,3	0,8	2,6	0,7
2° trim.	134,575	0,4	0,2	1,5	-1,5	-1,7	0,3	0,8	2,8	0,6
3° trim.	134,854	0,5	0,3	1,8	-0,9	-1,7	2,4	0,5	2,6	0,7
4° trim.	135,097	0,8	0,7	1,3	-1,0	-0,7	2,7	0,7	2,5	0,8
variazioni sul trimestre precedente (dest.)										
2003 4° trim.	0,002	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,2
2004 1° trim.	0,096	0,1	0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2	0,1	1,0	0,3
2° trim.	0,345	0,3	0,2	0,8	-0,2	0,2	0,7	0,3	0,4	0,2
3° trim.	0,279	0,2	0,0	1,3	0,1	-0,5	0,9	0,4	0,7	0,1
4° trim.	0,243	0,2	0,2	-0,1	-0,5	0,4	-0,5	0,1	0,4	0,3

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,3		21,7		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	10,980	7,8	8,067	6,6	2,913	16,1	5,017	6,3	5,962	9,9
2002	11,656	8,2	8,668	7,0	2,988	16,8	5,467	6,8	6,189	10,1
2003	12,407	8,7	9,326	7,4	3,081	17,6	5,905	7,3	6,502	10,4
2004	12,714	8,8	9,629	7,6	3,084	17,9	6,078	7,5	6,635	10,5
2003 4° trim.	12,606	8,8	9,456	7,5	3,150	18,1	5,975	7,4	6,632	10,6
2004 1° trim.	12,719	8,9	9,599	7,6	3,120	18,0	6,062	7,5	6,657	10,6
2° trim.	12,720	8,8	9,606	7,6	3,114	18,0	6,058	7,5	6,661	10,6
3° trim.	12,696	8,8	9,621	7,6	3,074	17,9	6,030	7,5	6,665	10,6
4° trim.	12,716	8,8	9,685	7,6	3,031	17,8	6,182	7,6	6,534	10,3
2004 set.	12,660	8,8	9,567	7,5	3,093	18,0	6,056	7,5	6,604	10,5
ott.	12,832	8,9	9,755	7,7	3,077	18,0	6,259	7,7	6,573	10,4
nov.	12,645	8,8	9,715	7,6	2,929	17,3	6,238	7,7	6,407	10,2
dic.	12,672	8,8	9,585	7,5	3,087	18,0	6,050	7,5	6,622	10,5
2005 gen.	12,715	8,8	9,530	7,5	3,185	18,5	6,117	7,5	6,598	10,4
feb.	12,793	8,9	9,619	7,6	3,174	18,5	6,020	7,4	6,773	10,7

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

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

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

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	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 ⁴⁾							
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza		Totale						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
								Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,0	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,9	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,0	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-0,4	-2,6	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-2,9	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,7	-6,1	-0,3	-3,7	1,3	-3,0	-1,1	-2,5	-1,3	-2,9	2,1

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

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

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

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

5) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

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

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1994	70,7	58,9	5,3	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
2001	108,0	59,4	114,8	57,8	57,0	35,8	110,7	7,2	52,9	67,1	55,9	43,8
2002	105,4	60,9	112,2	55,0	59,0	32,6	108,0	7,5	52,6	66,7	58,5	42,5
2003	100,0	64,2	109,3	51,4	63,9	32,0	106,3	7,1	54,3	65,4	60,1	45,3
2004	95,6	66,0	110,5	48,9	65,6	29,9	105,8	7,5	55,7	65,2	61,9	45,1

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

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

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

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

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo – debito ⁹⁾											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Altre variazioni in volume	Altro ¹⁰⁾	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹¹⁾	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

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

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

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

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

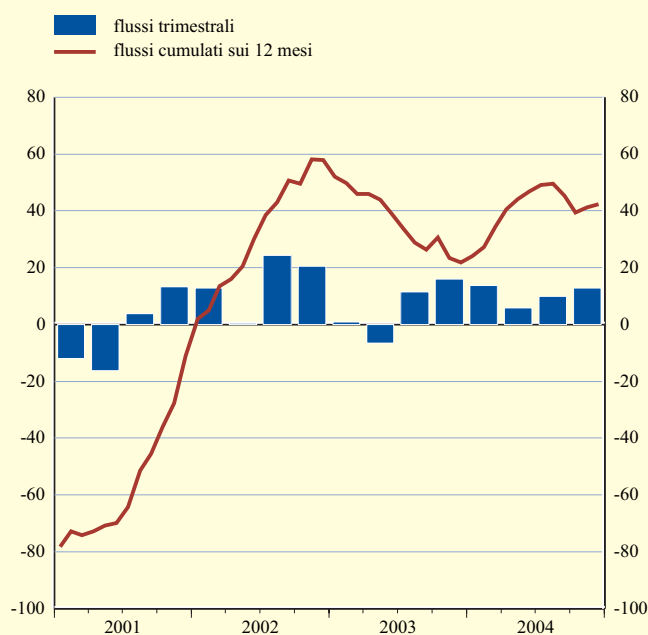
(miliardi di euro; transazioni nette)

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
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
2004	42,3	105,8	21,8	-31,7	-53,7	15,8	58,1	-4,6	-37,9	55,8	-2,7	-32,1	12,4	-53,5
2003 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
4° trim.	12,9	21,1	4,1	0,4	-12,7	4,1	17,0	11,9	-6,7	33,5	-4,4	-13,0	2,4	-28,9
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.	4,4	5,9	1,0	2,0	-4,5	1,0	5,4	29,3	-0,8	-10,8	1,9	39,2	-0,1	-34,7
dic.	7,3	7,6	0,7	1,7	-2,7	2,5	9,8	4,1	5,8	38,2	-3,0	-38,5	1,6	-13,9
2005 gen.	-7,9	0,4	-0,3	-4,7	-3,3	1,0	-6,9	24,3	-13,1	-18,2	-3,9	60,9	-1,5	-17,4
flussi cumulati sui 12 mesi														
2005 gen.	37,1	101,0	22,5	-27,8	-58,7	16,6	53,6	38,4	-43,8	46,8	-8,4	29,9	13,9	-92,0

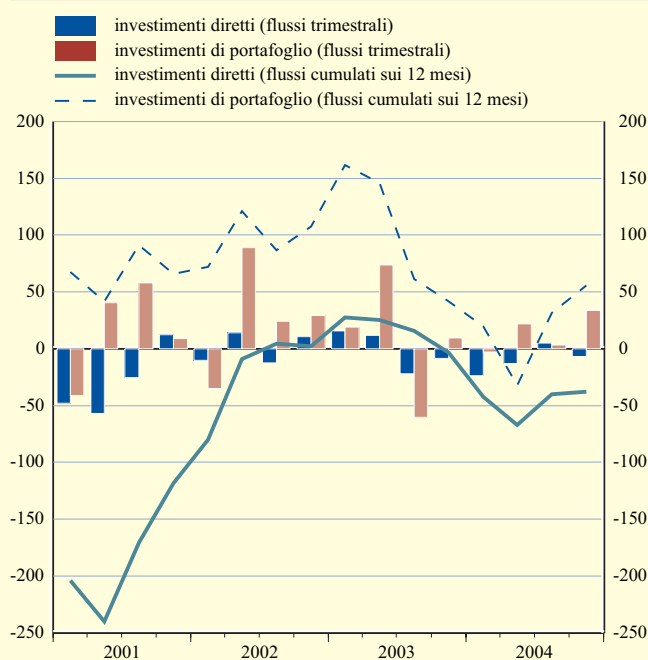
F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



F27 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

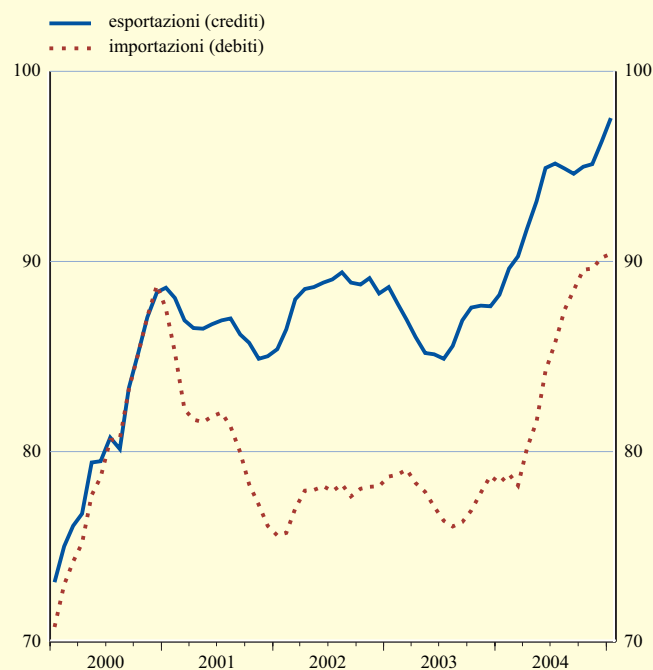
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

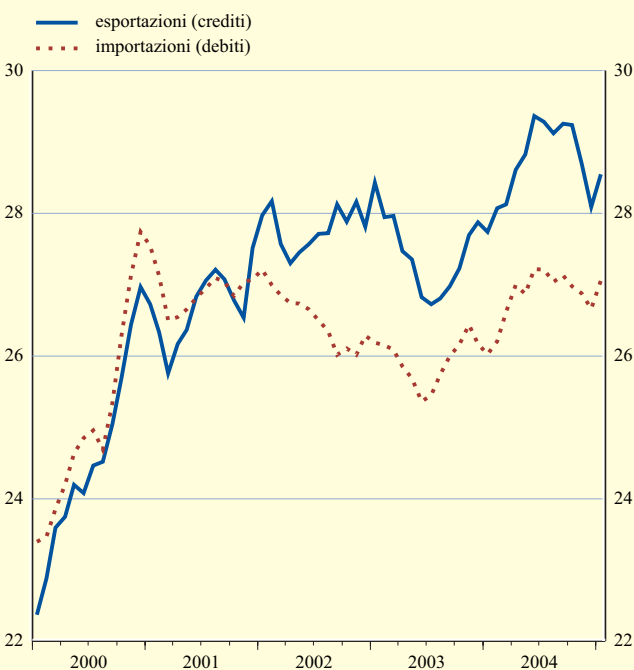
	Conto corrente											Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti			
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11	Crediti 12	Debiti 13
2002	1.721,5	1.663,6	57,8	1.062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	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
2004	1.799,3	1.757,1	42,3	1.130,9	1.025,0	345,1	323,3	242,4	274,0	81,1	134,8	21,7	5,9
2003 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
4° trim.	466,1	453,2	12,9	298,8	277,6	85,7	81,6	63,7	63,3	18,0	30,7	5,7	1,6
2004 nov.	152,3	147,9	4,4	101,0	95,1	26,6	25,6	19,3	17,3	5,5	10,0	1,4	0,4
dic.	161,7	154,4	7,3	97,7	90,1	30,0	29,3	25,6	23,9	8,3	11,0	3,3	0,8
2005 gen.	149,5	157,4	-7,9	87,3	86,9	25,9	26,3	18,7	23,4	17,6	20,9	1,6	0,6
	Dati destagionalizzati												
2003 4° trim.	423,7	414,5	9,1	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,2	33,5	.	.
2004 1° trim.	434,8	418,5	16,3	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	35,2	.	.
2° trim.	453,3	438,1	15,2	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,6	32,3	.	.
3° trim.	452,3	448,6	3,7	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	20,0	34,8	.	.
4° trim.	454,8	449,5	5,3	289,0	270,6	84,3	80,0	61,7	66,2	19,9	32,7	.	.
2004 mag.	151,3	146,3	4,9	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,5	.	.
giu.	151,5	148,9	2,6	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,4	.	.
lug.	149,6	147,2	2,4	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	.	.
ago.	151,8	150,0	1,8	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,9	.	.
set.	150,9	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	.	.
ott.	151,7	150,4	1,2	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,8	.	.
nov.	150,5	149,3	1,2	95,5	89,9	27,8	26,5	20,8	22,0	6,4	10,9	.	.
dic.	152,6	149,8	2,8	97,8	90,6	27,9	27,0	20,1	21,2	6,9	11,0	.	.
2005 gen.	157,5	154,3	3,2	99,4	90,7	30,0	27,7	21,1	21,0	7,0	14,9	.	.

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	Debiti	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2004	-104,9	-103,4	-17,7	-85,7	-1,5	0,0	-1,5	67,0	57,5	2,0	55,5	9,6	1,3	8,3
2003 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
4° trim.	-36,4	-34,9	-7,2	-27,7	-1,5	0,1	-1,5	29,7	16,9	0,5	16,3	12,8	0,4	12,4
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.	-15,8	-13,6	-13,0	-0,6	-2,2	0,1	-2,3	15,0	5,8	0,1	5,7	9,2	0,4	8,8
dic.	4,9	-5,7	5,6	-11,4	10,7	0,0	10,7	0,8	6,3	0,3	6,0	-5,4	0,0	-5,5
2005 gen.	-10,9	-6,9	-0,9	-6,1	-3,9	0,0	-3,9	-2,2	3,0	0,2	2,9	-5,2	0,0	-5,3

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
						Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario					
	Attività			Passività		Attività			Passività	Attività				Passività	
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			
													Ammini-strazioni pubbliche		Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
2004	0,0	-22,9	-42,5	.	127,3	1,4	-85,7	-68,8	.	200,5	-0,2	-40,9	-14,3	.	1,9
2003 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
4° trim.	0,0	-2,0	-11,0	.	68,8	0,8	-25,7	-15,6	.	44,8	-0,1	-10,6	-3,5	.	-12,4
2004 gen.	0,0	-3,4	-6,8	-	1,5	0,0	-13,0	-6,3	-	25,8	0,1	-15,5	-2,3	-	10,7
feb.	0,1	-3,1	-6,7	-	20,5	0,0	-1,6	-1,4	-	11,0	-0,2	-5,5	-0,4	-	0,8
mar.	0,0	0,5	-11,4	-	2,5	-0,4	-11,6	-12,5	-	5,3	0,0	10,4	-1,1	-	11,2
apr.	0,0	-1,0	2,6	-	-20,1	0,2	-2,8	-5,8	-	38,0	0,0	-15,3	-3,9	-	0,5
mag.	0,0	-1,8	0,5	-	0,8	0,1	-7,3	-7,4	-	15,3	-0,2	2,6	0,7	-	-3,8
giu.	0,0	-9,7	-6,8	-	14,4	0,0	-0,5	-4,6	-	26,9	0,3	7,6	-0,3	-	2,3
lug.	0,0	-8,9	0,2	-	10,6	-0,3	-12,9	0,8	-	-11,3	0,3	-19,1	2,0	-	-2,7
ago.	0,0	-4,2	-7,3	-	15,7	0,4	-12,0	-0,4	-	6,2	-0,2	-3,5	-0,9	-	7,3
set.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,6	-	38,5	-0,1	7,9	-4,6	-	-12,0
ott.	0,0	-2,9	-3,3	-	16,3	0,3	-13,6	-5,1	-	15,6	-0,1	1,2	-3,9	-	1,8
nov.	0,0	-10,8	-7,1	-	23,6	0,4	-9,9	-5,1	-	16,9	0,2	-13,2	0,8	-	-6,5
dic.	0,0	11,8	-0,6	-	28,9	0,2	-2,2	-5,3	-	12,3	-0,2	1,5	-0,4	-	-7,7
2005 gen.	0,0	-7,1	-8,9	-	10,5	-0,4	-26,0	-2,7	-	4,4	0,2	-3,1	-6,3	-	21,2

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	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	
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
2004	-299,7	267,5	-0,4	7,0	-1,6	-1,5	-6,1	-260,7	245,5	-24,3	1,8	-236,5	243,7	-36,9	-18,9	21,2
2003 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
4° trim.	-73,9	60,9	0,8	3,4	3,4	3,9	-5,0	-75,0	58,0	-3,6	0,3	-71,5	57,8	-3,1	6,9	4,5
2004 gen.	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7
feb.	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6
mar.	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7
apr.	-52,5	48,3	0,6	0,6	-1,4	-1,2	-0,3	-50,5	54,3	-6,3	0,4	-44,1	53,9	-1,2	3,0	-6,4
mag.	10,3	1,8	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-7,0	4,5	-8,8
giu.	18,5	-32,0	0,5	1,3	-3,2	-3,5	2,9	27,4	-42,5	0,4	2,7	27,0	-45,2	-6,2	-3,1	6,4
lug.	55,7	-27,3	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,0	-12,7	3,1	-7,8	42,9	-4,9	10,3	1,7	-15,7
ago.	-32,2	31,6	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,4	18,9	-5,8	2,4	-25,6	16,5	-0,4	-2,3	12,5
set.	-43,4	3,7	-1,0	1,5	0,9	0,7	2,6	-38,7	0,4	-5,2	-0,2	-33,5	0,6	-4,6	-9,7	-0,9
ott.	-15,2	1,4	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-7,4	-1,8	0,8
nov.	-68,7	107,9	0,5	1,9	-1,1	-0,7	-0,4	-60,3	96,9	-0,9	2,9	-59,4	94,0	-7,7	-1,0	9,4
dic.	10,0	-48,4	0,3	0,3	2,5	2,3	-4,9	-4,8	-38,2	-10,1	-8,2	5,3	-30,0	12,0	9,7	-5,7
2005 gen.	-50,2	111,1	0,7	3,9	-1,5	-1,2	2,6	-33,9	97,7	-15,1	16,6	-18,8	81,1	-15,5	-12,5	6,9

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	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		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	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.

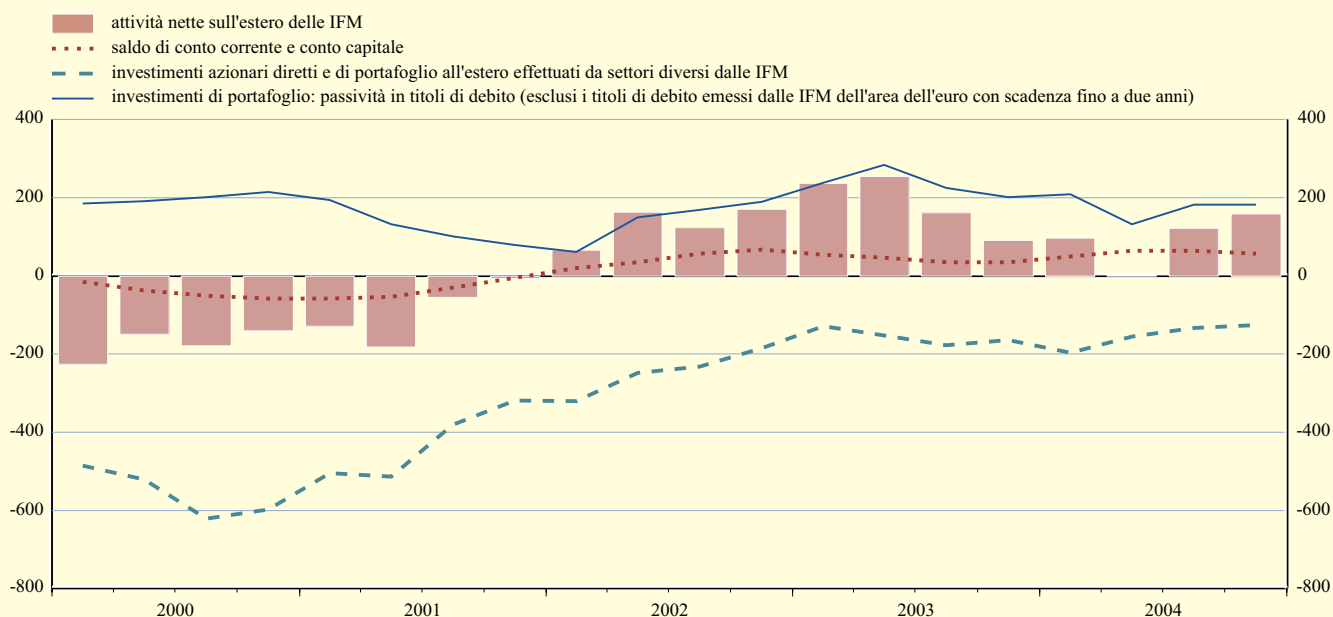
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(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 (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Titoli di debito ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	49,2	189,4	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	155,2	170,7
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	121,8	201,4	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	81,9	91,1
2004	58,1	-87,2	65,7	-125,6	117,3	183,4	-38,5	15,1	-2,7	-53,5	132,0	158,2
2003 4° trim.	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,3	17,6
2004 1° trim.	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,1	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,3	39,7
2° trim.	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,2	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,8
3° trim.	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,5
4° trim.	17,0	-29,2	29,3	-30,2	76,2	20,0	0,2	-0,5	-4,4	-28,9	49,6	53,2
2004 gen.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,5	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	23,5
feb.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	9,0
mar.	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	7,2
apr.	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	7,0
mag.	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,7
giu.	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,2	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,6	14,5
lug.	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,3	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,1	-0,7
ago.	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,5	14,7	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,2	30,3
set.	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,2	35,7	-3,7	1,7	2,8	-11,5	30,9	34,9
ott.	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,7	-5,4	1,1	-3,3	19,7	19,4	20,4
nov.	5,4	-2,9	14,6	-11,5	27,6	7,7	-8,9	9,0	1,9	-34,7	8,3	10,0
dic.	9,8	-0,7	0,8	-6,3	33,7	-2,4	14,5	-10,6	-3,0	-13,9	21,9	22,8
2005 gen.	-6,9	-10,0	-2,3	-17,9	7,5	20,5	-17,0	9,5	-3,9	-17,4	-37,7	-20,7
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2005 gen.	53,6	-87,5	61,2	-128,1	131,4	170,2	-49,7	35,9	-8,4	-92,0	86,5	114,0

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)



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)

	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					
dal 4° trim. 2003 al 3° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	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
Conto capitale	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												
Conto corrente	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
Conto capitale	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												
Conto corrente	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
Conto capitale	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)

	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
Investimenti diretti	-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
Investimenti di portafoglio: attività	-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
Altri investimenti	-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
Investimenti diretti	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
Investimenti di portafoglio: attività	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
Altri investimenti	-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
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
2000	-506,9	-7,7	369,9	-832,7	2,0	-437,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
Attività							
2000	6.763,5	102,8	1.632,4	2.327,7	105,8	2.306,4	391,2
2001	7.628,1	111,4	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,5	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,9	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
quota percentuale del totale delle attività							
2003	100,0	-	27,2	33,6	2,0	33,3	3,9
Passività							
2000	7.270,3	110,5	1.262,5	3.160,4	103,8	2.743,7	-
2001	8.026,9	117,2	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	111,3	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	-
quota percentuale del totale delle passività							
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										
					Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario					
	Attività			Passività	Attività				Passività	Attività				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				
												Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori		Ammini- strazioni pubbliche
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		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	-	-	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	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:	
														Altri crediti	Attività	Passività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati		Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite net- te prede- terminate a breve termine di valuta estera
		Totale	In milioni di once					presso autorità mone- tarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbli- gazioni e notes				
	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 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
3° trim.	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
2004 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
2005 gen.	289,0	126,1	389,435	4,0	18,8	140,1	10,2	30,1	99,8	-	-	-	0,0	0,0	19,9	-14,4
feb.	283,2	127,6	388,411	4,0	18,3	133,4	9,2	26,7	97,4	-	-	-	0,0	0,0	20,5	-11,5
	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 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
3° trim.	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0
2004 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
2005 gen.	36,3	8,0	24,656	0,2	0,0	28,2	2,0	4,8	21,5	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3
feb.	34,9	8,1	24,656	0,2	0,0	26,6	1,6	3,7	21,3	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:		12	13
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,6	506,0	234,9	289,2	932,5	1.014,6	579,1	179,0	228,5	741,0	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,6	227,9	309,6	949,4	984,8	559,5	163,3	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,8	300,4	924,9	988,0	554,2	164,1	240,9	715,5	109,1
2004	8,4	8,6	1.144,7	538,6	241,7	309,6	987,3	1.071,6	594,2	177,3	252,0	759,1	127,5
2003 3° trim.	-2,2	-1,0	265,4	125,8	56,5	75,4	232,9	243,1	135,4	39,6	60,3	176,5	26,8
4° trim.	-0,4	1,5	269,6	125,9	57,6	76,4	233,4	249,9	139,0	42,2	61,6	180,8	27,0
2004 1° trim.	4,6	-0,2	277,4	130,4	58,7	75,7	241,0	251,1	137,6	41,8	62,2	182,1	26,2
2° trim.	11,8	8,8	286,5	134,7	59,6	78,8	245,8	263,4	145,6	44,4	62,2	186,0	29,3
3° trim.	8,7	14,3	288,8	137,0	61,2	78,5	249,6	277,0	156,2	44,8	64,0	194,0	36,1
4° trim.	8,5	12,0	291,8	136,5	62,2	76,7	250,8	280,2	154,9	46,3	63,5	197,0	35,8
2004 ago.	12,5	20,5	96,2	46,1	20,3	26,0	82,7	93,3	53,2	15,3	21,7	64,9	12,4
set.	6,3	14,2	96,3	45,3	20,4	26,1	83,4	92,4	52,1	15,1	21,2	64,9	12,8
ott.	3,0	7,1	96,2	45,3	20,8	25,4	82,4	93,5	50,9	15,3	21,4	65,0	12,9
nov.	14,3	18,1	98,1	45,9	20,7	26,0	84,3	94,1	52,7	15,8	21,3	66,6	12,1
dic.	9,0	11,2	97,6	45,3	20,8	25,2	84,2	92,6	51,3	15,2	20,8	65,3	10,7
2005 gen.	7,7	12,7	97,8	46,2	20,7	26,7	85,7	94,3	50,4	15,5	21,5	66,7	11,0
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,4	107,9	105,5	98,8	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,1	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,5	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,3	5,9	117,8	113,5	118,2	118,5	117,1	107,5	102,1	104,5	116,6	106,0	104,2
2003 3° trim.	0,8	2,4	109,7	106,8	110,4	115,7	110,5	101,0	99,7	92,4	110,9	99,4	109,4
4° trim.	3,0	5,5	112,0	107,3	112,2	117,5	111,4	103,9	102,0	98,3	113,7	102,1	106,5
2004 1° trim.	7,5	4,6	115,7	111,8	115,6	116,9	115,5	105,2	101,1	99,1	116,1	103,3	101,3
2° trim.	11,2	5,7	117,8	113,7	116,2	120,0	116,5	106,6	101,6	104,0	115,3	104,0	100,3
3° trim.	7,3	8,1	117,8	114,5	118,9	119,6	117,6	108,8	104,1	104,6	117,3	107,1	113,0
4° trim.	7,4	5,4	120,0	114,1	121,9	117,6	119,0	109,6	101,6	110,3	117,7	109,6	102,1
2004 ago.	10,3	13,9	117,3	115,2	117,2	119,4	116,8	109,8	105,9	107,6	119,5	107,8	113,4
set.	5,4	8,5	118,1	113,7	119,0	119,5	118,0	108,8	103,9	107,0	117,4	107,9	118,1
ott.	2,0	-0,2	118,5	113,7	121,6	117,1	117,2	109,1	99,1	108,8	119,2	108,4	106,4
nov.	12,2	10,8	120,1	114,1	121,5	118,9	119,3	109,8	102,9	112,6	118,3	111,0	101,0
dic.	8,5	6,0	121,2	114,5	122,6	116,7	120,3	109,8	102,8	109,6	115,5	109,5	99,0
2005 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,0	2,5	96,9	96,3	94,5	99,5	96,2	97,2	98,5	92,8	97,9	96,2	99,4
2003 3° trim.	-3,0	-3,3	96,5	95,7	94,6	99,2	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,9
4° trim.	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,1	95,7	93,9	92,2	93,8	98,1	95,2	82,5
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,7	95,3	93,2	92,1	92,2	97,1	94,8	84,3
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,8	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,8	96,1	95,1
3° trim.	1,3	5,8	97,8	97,2	95,2	99,9	96,9	99,4	101,5	93,7	98,8	97,4	104,2
4° trim.	1,1	6,3	97,1	97,2	94,3	99,3	96,3	99,8	103,2	91,8	97,8	96,6	114,1
2004 ago.	2,1	5,8	98,2	97,6	95,9	99,7	97,1	99,5	102,1	93,0	98,6	97,1	106,7
set.	0,8	5,2	97,6	97,0	95,2	99,8	96,9	99,5	101,9	92,8	98,2	97,0	105,7
ott.	0,9	7,3	97,2	97,1	94,8	99,2	96,3	100,4	104,3	92,2	97,5	96,7	118,7
nov.	1,9	6,6	97,8	98,1	94,3	99,8	96,8	100,3	103,9	92,2	98,0	96,9	117,6
dic.	0,4	4,9	96,4	96,3	93,8	98,9	95,9	98,8	101,4	91,1	97,8	96,2	105,9
2005 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2001	1.062,6	24,4	37,0	202,5	105,9	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,3
2002	1.083,9	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1.058,7	24,9	38,7	194,9	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1.144,7	25,4	41,6	202,6	126,3	35,5	66,0	31,8	173,5	40,2	33,0	149,5	63,4	40,1	115,7
2003 3° trim.	265,4	6,3	9,7	48,2	30,5	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,4
4° trim.	269,6	6,1	9,8	49,7	29,7	7,4	15,9	6,8	41,5	9,0	8,1	34,2	15,1	8,9	27,5
2004 1° trim.	277,4	6,1	10,1	49,1	31,1	8,0	15,5	7,9	42,4	9,8	8,4	36,8	15,2	9,6	27,6
2° trim.	286,5	6,3	10,4	50,3	31,6	9,1	16,3	8,2	43,9	10,4	8,0	36,8	15,7	9,9	29,8
3° trim.	288,8	6,4	10,5	51,7	31,1	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,6	16,7	10,3	27,4
4° trim.	291,8	6,6	10,7	51,5	32,6	9,1	17,1	7,7	43,9	10,1	8,1	37,3	15,8	10,4	30,9
2004 ago.	96,2	2,2	3,5	17,0	10,5	3,1	5,6	2,6	14,5	3,1	2,8	12,8	5,5	3,4	9,6
set.	96,3	2,2	3,5	17,3	10,6	3,1	5,7	2,7	14,3	3,3	2,8	12,4	5,5	3,5	9,4
ott.	96,2	2,2	3,6	17,3	11,0	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,7
nov.	98,1	2,2	3,6	17,7	10,9	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,3	5,1	3,7	10,6
dic.	97,6	2,2	3,6	16,5	10,7	3,1	5,8	2,6	14,9	3,4	2,8	12,6	5,3	3,4	10,6
2005 gen.	97,8	2,2	3,5	17,8	11,1	3,2	6,0	2,7	15,0	3,4	2,8	13,7	5,5	3,7	7,4
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,0	3,1	5,8	2,8	15,2	3,5	2,9	13,1	5,5	3,5	10,1
Importazioni (c.i.f.)															
2001	1.014,6	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,7
2002	984,8	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,8	67,9	39,4	81,0
2003	988,0	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,4	74,3	52,2	141,5	68,9	39,8	82,1
2004	1.071,6	24,2	39,2	141,3	107,3	56,1	53,4	22,7	113,4	91,6	53,4	162,8	71,9	44,7	89,4
2003 3° trim.	243,1	5,8	9,1	33,8	25,4	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,5	17,0	9,7	20,5
4° trim.	249,9	5,9	9,4	34,5	27,0	11,9	12,4	5,0	26,6	20,0	13,0	36,1	16,5	10,6	21,1
2004 1° trim.	251,1	6,0	9,4	33,6	26,8	12,3	12,7	5,1	26,1	20,7	13,4	35,2	16,5	10,7	22,7
2° trim.	263,4	5,8	9,8	34,4	26,3	13,6	13,2	5,5	29,9	22,1	12,8	41,0	17,0	10,8	21,0
3° trim.	277,0	6,2	10,0	37,4	26,7	14,3	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	43,3	18,9	11,5	22,5
4° trim.	280,2	6,2	10,0	35,9	27,5	15,9	13,8	6,1	28,6	25,1	13,4	43,3	19,5	11,7	23,1
2004 ago.	93,3	2,1	3,4	12,8	9,0	4,7	4,5	2,0	9,7	7,9	4,6	15,0	6,4	3,9	7,3
set.	92,4	2,1	3,3	12,2	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,5	14,3	6,3	3,9	7,3
ott.	93,5	2,2	3,3	12,3	9,1	5,1	4,6	2,0	9,5	8,2	4,3	13,1	6,6	3,8	9,4
nov.	94,1	2,2	3,4	12,3	9,2	5,5	4,6	2,0	9,5	8,5	4,6	14,8	6,8	3,9	6,6
dic.	92,6	1,8	3,3	11,2	9,2	5,3	4,6	2,1	9,6	8,4	4,5	15,4	6,1	4,0	7,1
2005 gen.	94,3	2,3	3,3	13,0	9,5	4,6	4,6	2,1	9,6	8,6	4,5	12,7	6,5	4,1	9,0
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,4
Saldo															
2001	48,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,5
2002	99,1	2,3	1,5	56,1	18,6	-15,0	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,5
2003	70,7	1,1	1,8	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,1	-9,4	-1,8	17,1
2004	73,1	1,1	2,4	61,3	19,0	-20,6	12,6	9,0	60,1	-51,4	-20,4	-13,3	-8,5	-4,6	26,3
2003 3° trim.	22,3	0,5	0,6	14,4	5,1	-4,0	2,9	1,7	14,3	-9,5	-4,8	-0,2	-1,9	-0,6	3,9
4° trim.	19,7	0,2	0,5	15,2	2,6	-4,6	3,5	1,8	14,9	-11,0	-4,9	-1,8	-1,4	-1,6	6,3
2004 1° trim.	26,3	0,2	0,7	15,5	4,3	-4,2	2,8	2,8	16,3	-10,9	-5,0	1,6	-1,3	-1,1	4,8
2° trim.	23,2	0,5	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,2	-1,2	-1,0	8,8
3° trim.	11,9	0,2	0,4	14,3	4,4	-5,0	3,5	2,0	14,4	-13,8	-5,3	-4,7	-2,2	-1,3	4,9
4° trim.	11,7	0,3	0,7	15,6	5,1	-6,8	3,2	1,6	15,3	-15,0	-5,3	-6,1	-3,7	-1,3	7,8
2004 ago.	2,9	0,1	0,1	4,2	1,5	-1,6	1,1	0,6	4,8	-4,8	-1,8	-2,2	-0,9	-0,5	2,3
set.	3,9	0,1	0,2	5,0	1,5	-2,1	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,7	-1,9	-0,8	-0,4	2,1
ott.	2,7	0,0	0,2	5,0	1,9	-2,2	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,5	0,3
nov.	4,0	0,0	0,2	5,4	1,7	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,5	-1,6	-0,2	4,0
dic.	4,9	0,4	0,3	5,2	1,5	-2,1	1,2	0,6	5,3	-4,9	-1,7	-2,8	-0,8	-0,6	3,5
2005 gen.	3,5	-0,1	0,2	4,8	1,5	-1,4	1,3	0,6	5,4	-5,1	-1,8	1,0	-1,0	-0,4	-1,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5, e 12 e 15).

8

TASSI DI CAMBIO

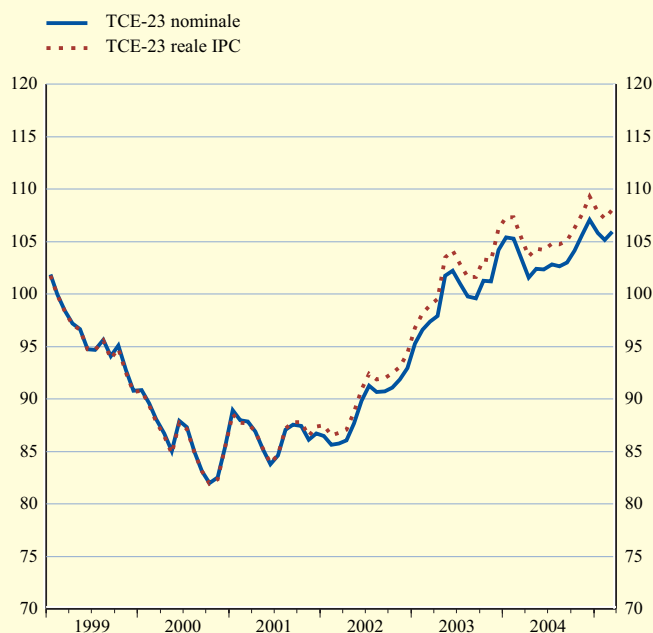
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-23						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	89,2	90,3	91,9	90,3	87,9	88,4	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	99,1	99,5	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,3	105,9	102,8	102,9	111,0	105,4
2004 1° trim.	102,1	104,1	103,6	104,3	101,3	101,3	109,2	103,7
2° trim.	102,8	104,9	104,4	104,9	101,6	101,7	110,1	104,5
3° trim.	105,7	107,7	106,8	107,7	104,2	104,2	113,0	107,1
4° trim.	105,7	107,7	107,2	.	.	.	112,6	106,5
2005 1° trim.	104,7	106,7	106,4	106,5	104,3	104,3	111,6	106,1
2004 mar.	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,7
apr.	101,6	103,6	103,3	-	-	-	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	104,5
ago.	102,7	104,7	104,3	-	-	-	109,9	104,4
set.	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,4	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,6	106,6	-	-	-	113,1	107,1
dic.	107,1	109,3	108,4	-	-	-	114,4	108,4
2005 gen.	105,8	107,9	107,2	-	-	-	112,9	106,8
feb.	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8
mar.	106,0	108,1	107,6	-	-	-	112,9	106,7
variazione percentuale sul mese precedente								
2005 mar.	0,8	0,8	0,9	-	-	-	0,8	0,8
variazione percentuale sull'anno precedente								
2005 mar.	2,5	2,5	2,2	-	-	-	2,5	1,9

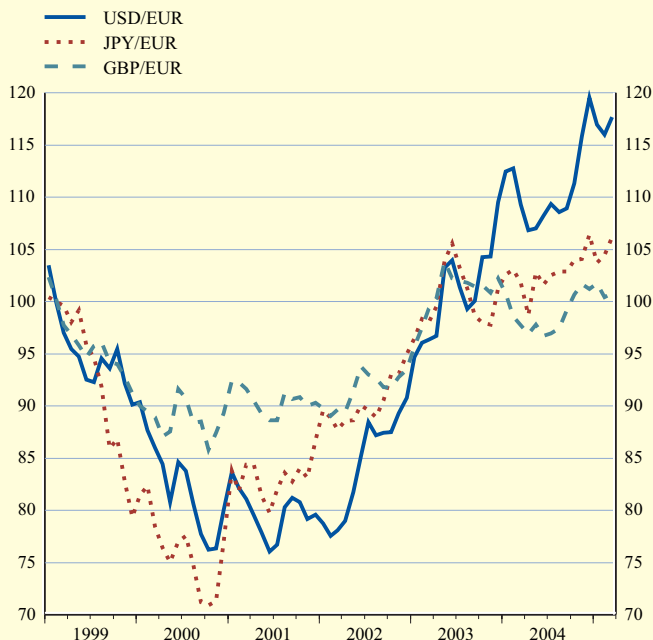
F31 Tassi di cambio effettivi

(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 statuni- tense	Sterlina britan- nica	Yen giap- ponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro austra- liano	Corona islandese	Dollaro neo- zelandese	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
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
2005 1° trim.	1,3113	0,69362	137,01	1,5488	9,0736	1.340,74	10,2257	7,4433	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878	80,67	1,8299	7,8793
2004 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
feb.	1,3014	0,68968	136,55	1,5501	9,0852	1.330,26	10,1507	7,4427	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670	80,74	1,8192	7,8337
mar.	1,3201	0,69233	138,83	1,5494	9,0884	1.329,44	10,2960	7,4466	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806	79,15	1,8081	7,9635
	variazione percentuale sul mese precedente														
2005 mar.	1,4	0,4	1,7	0,0	0,0	-0,1	1,4	0,1	0,9	-0,4	-1,6	0,8	-2,0	-0,6	1,7
	variazione percentuale sull'anno precedente														
2005 mar.	7,7	3,1	4,3	-1,1	-1,6	-7,0	7,8	0,0	3,3	-1,5	-4,1	2,7	-9,3	-2,6	-2,1

	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat letteone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno	Nuova lira turca ¹⁾
	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	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2004	0,58185	31,891	15,6466	251,66	3,4529	0,6652	0,4280	4,5268	239,0874	40,022	1,9533	40,510	1.777.052
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
2005 1° trim.	0,58267	30,012	15,6466	245,01	3,4528	0,6962	0,4316	4,0267	239,7361	38,294	1,9559	37,069	1.7412
2004 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
feb.	0,58315	29,957	15,6466	243,69	3,4528	0,6961	0,4309	3,9867	239,7355	38,044	1,9559	36,733	1.7104
mar.	0,58319	29,771	15,6466	244,81	3,4528	0,6961	0,4317	4,0123	239,7010	38,253	1,9559	36,292	1.7333
	variazione percentuale sul mese precedente												
2005 mar.	0,0	-0,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,0	-1,2	1,3
	variazione percentuale sull'anno precedente												
2005 mar.	-0,5	-9,7	0,0	-3,4	0,0	5,5	1,2	-15,8	0,7	-5,3	0,5	-9,3	-

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.

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 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
2005 gen.	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
feb.	1,4	1,0	4,6	2,4	7,0	3,2	3,4	2,5	3,5	2,8	2,6	1,2	1,6
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,5	-8,5	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	-0,3	-1,7
2003	-11,7	1,2	3,1	-6,3	-1,5	-1,9	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,8	-4,2	-0,8	-2,5	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,9	71,9	14,4	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
2005 gen.	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
feb.	3,55	3,64	-	6,06	4,03	3,80	6,84	4,72	5,73	3,92	3,80	3,76	4,66
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
2005 gen.	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
feb.	2,25	2,19	2,40	5,13	3,97	2,59	8,45	2,97	6,54	4,05	2,90	2,12	4,89
PIL a prezzi costanti													
2003	3,7	0,4	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-1,8	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	4,0	2,0	6,2	3,7	8,5	6,7	4,0	1,5	5,3	4,6	5,5	3,5	3,1
2004 2° trim.	4,0	2,5	5,8	4,4	7,7	7,5	4,1	-0,5	6,1	4,4	5,5	3,3	3,6
3° trim.	4,0	1,9	5,9	4,1	9,1	6,2	3,9	1,9	4,8	4,5	5,3	3,3	3,1
4° trim.	4,3	2,1	5,9	3,0	8,6	6,5	3,9	2,3	3,9	3,4	5,8	2,6	2,9
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	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,6
2004 1° trim.	-2,3	3,0	-11,5	-12,2	-8,5	-8,7	-9,8	-8,4	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,4
2° trim.	-5,2	3,7	-17,9	-10,9	-16,7	-10,7	-9,0	-4,8	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
3° trim.	-7,2	2,5	-7,7	1,0	-10,3	-6,0	-7,6	-4,8	-0,6	0,5	-3,4	8,8	-2,6
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	3,3	2,3	4,6	-	5,2	1,5	7,0	-	-	4,8	3,5	0,6	3,1
2004	.	1,3	4,9	-	8,4	.	.	-	.	.	2,1	.	.
2004 2° trim.	.	1,0	4,8	-	.	.	.	-	.	-	5,1	.	1,7
3° trim.	.	1,8	5,2	-	.	.	.	-	.	-	3,5	.	1,1
4° trim.	.	0,9	4,7	-	.	.	.	-	.	-	5,1	.	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,6
2004 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	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
2005 1° trim.	.	.	.	.	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.
2004 nov.	8,3	5,2	8,3	5,2	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
dic.	8,3	5,1	8,2	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	4,6
2005 gen.	8,3	5,0	8,1	5,6	9,6	9,1	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,2	.
feb.	8,3	.	8,0	5,6	9,6	8,9	6,3	6,8	18,1	5,8	16,2	6,5	.
mar.	.	.	.	.	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.

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

Indicatori
per i paesi
non appartenenti
all'area dell'euro

9.2 Stati Uniti e Giappone

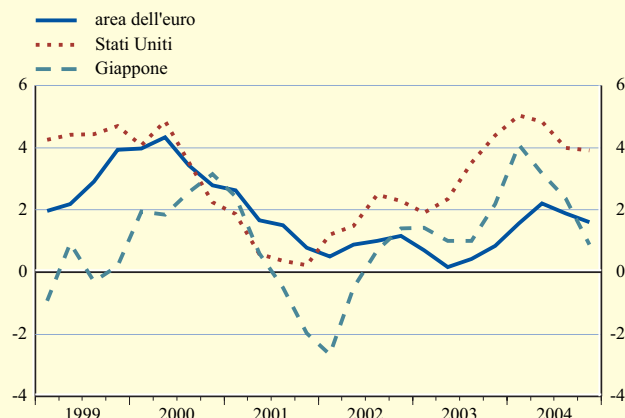
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,8
2004	2,7	-0,8	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 1° trim.	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,6	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,5
2° trim.	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
3° trim.	2,7	-0,1	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
4° trim.	3,3	-0,5	3,9	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-3,9	48,7
2005 1° trim.	.	.	.	.	5,3	.	2,84	4,30	1,3113	.	.
2004 nov.	3,5	-	-	4,5	5,4	5,8	2,31	4,19	1,2991	-	-
dic.	3,3	-	-	5,1	5,4	6,3	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 gen.	3,0	-	-	5,2	5,2	6,0	2,66	4,21	1,3119	-	-
feb.	3,0	-	-	4,8	5,4	5,5	2,82	4,16	1,3014	-	-
mar.	.	-	-	.	5,2	.	3,03	4,49	1,3201	-	-
Giappone											
2001	-0,7	4,4	0,1	-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	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	.	2,6	5,6	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 1° trim.	-0,1	-6,5	4,1	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	-6,7	3,2	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	-0,1	-5,9	2,3	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
4° trim.	0,5	.	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,41	137,01	.	.
2004 nov.	0,8	.	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
dic.	0,2	.	-	1,8	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 gen.	-0,1	.	-	1,5	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
feb.	-0,3	.	-	0,6	4,6	2,0	0,05	1,40	136,55	-	-
mar.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,45	138,83	-	-

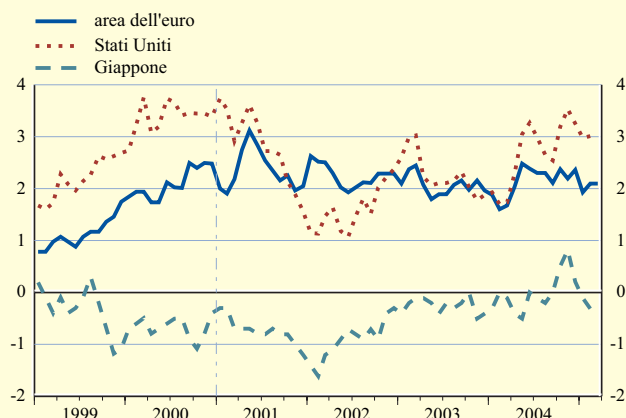
F33 PIL a prezzi costanti

(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

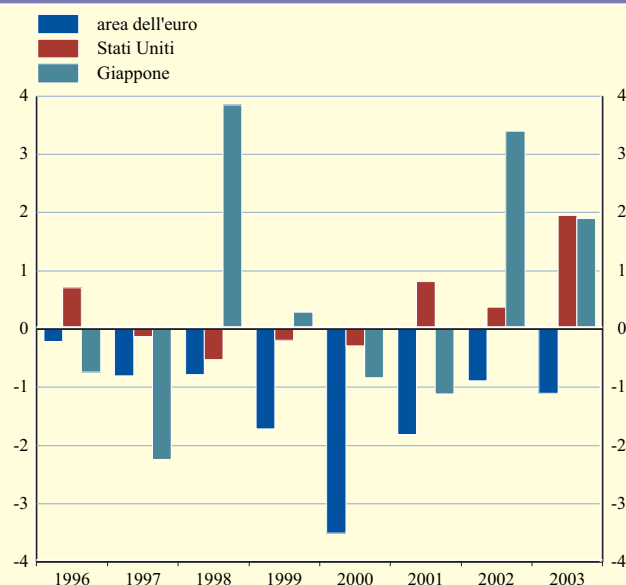
(in percentuale del PIL)

2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento ²⁾	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo ³⁾	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,6	0,9	1,7	12,8	5,3	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,9	3,7	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,4	8,5	2,5	0,8	13,2	6,9	10,6	8,0
2004	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,4	4,5	8,7	3,0	0,3	13,4	6,6	10,4	9,5
2003 1° trim.	12,8	18,2	-5,0	7,0	7,0	3,6	7,8	2,4	0,8	12,9	6,1	10,2	8,8
2° trim.	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,1	13,1	9,3	10,5	11,7
3° trim.	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,6	8,7	1,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,4
4° trim.	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,3	9,1	2,8	0,1	13,4	3,0	10,7	4,3
2004 1° trim.	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,2	8,9	4,2	1,0	13,1	7,2	10,2	10,2
2° trim.	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,3	8,8	2,5	-0,6	13,4	5,9	10,3	8,5
3° trim.	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,2	9,1	2,6	0,3	13,5	6,9	10,4	9,3
4° trim.	13,4	20,1	-6,2	8,0	7,6	3,2	8,2	2,8	0,3	13,4	6,4	10,7	9,7
Giappone													
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	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,0	-5,3	0,7	.	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,8	.	0,9	0,7	.	1,9	.	-0,7
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	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
3° trim.	25,7	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
4° trim.	27,8	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,2	.	9,5	.	-1,4
2004 1° trim.	30,7	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,5	.	-7,2	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,0	.	7,9	.	-6,2
3° trim.	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,2	.	-2,1	.	1,5
4° trim.	.	24,6	.	.	.	13,0	.	15,2	2,2	.	8,3	.	-0,4

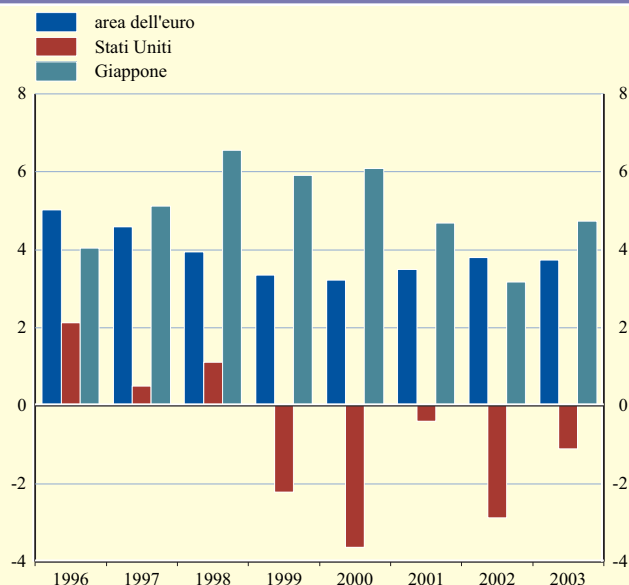
F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



F36 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾

(in percentuale del PIL)



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

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

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

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

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S30
F14	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S32
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F18	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F19	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F20	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F21	Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F22	Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F23	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F24	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F25	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F26	Saldi di conto corrente	S54
F27	Investimenti diretti e di portafoglio	S54
F28	Conto dei beni	S55
F29	Conto dei servizi	S55
F30	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S59
F31	Tassi di cambio effettivi	S66
F32	Tassi di cambio bilaterali	S66
F33	PIL a prezzi costanti	S69
F34	Indici dei prezzi al consumo	S69
F35	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S70
F36	Saldo finanziario delle famiglie	S70

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EUREO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

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

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

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

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

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

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

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

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

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

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

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

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

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

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

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

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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

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

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

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

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

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

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 ⁴⁾

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

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *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). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 aprile 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 ¹ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 ².

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

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

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

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 95³. 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 stagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2 sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁵. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-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 2000⁶, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle Amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002⁷ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione

statistica della BCE (BCE/2004/15)⁸ e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004).

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni

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). 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 cumulate 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* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

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 destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione 7.5.1 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 ¹⁾

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 dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

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

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

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

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

6 FEBBRAIO 2003

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

6 MARZO 2003

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

3 APRILE 2003

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

8 MAGGIO 2003

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

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.

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, deci-

de di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

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

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

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

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

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle

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

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

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

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

3 FEBBRAIO, 3 MARZO E 7 APRILE 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 gennaio e marzo 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.

Rapporto annuale 2004 (sarà pubblicato il 26 aprile 2005).

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza 2004, ottobre 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.

Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti, febbraio 2005.

Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria, aprile 2005.

Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone, aprile 2005.

Gli standard SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea, aprile 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.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Murre, febbraio 2005.
- 25 *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, di G. Wolswijk and J. de Haan, marzo 2005.

- 26 *The analysis of banking sector health using macro-prudential indicators*, di L. Hörttinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, aprile 2005.
- 27 *The EU budget: how much scope for institutional reform?*, di H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, aprile 2005.
- 28 *Regulatory reforms in selected EU network indicators*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 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. Leòn-Ledesma, gennaio 2005.
- 435 *Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?*, di L. Schuknecht e V. Tanzi, febbraio 2005.
- 436 *Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany*, di L. Cappiello e S. Guéné, febbraio 2005.
- 437 *What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants*, di E. Papaioannou, febbraio 2005.
- 438 *Quality of public finances and growth*, di A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht e M. Thöne, febbraio 2005.
- 439 *A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market*, di V. Brousseau e A. Manzanares, febbraio 2005.
- 447 *Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications*, di O. Castrén e S. Mazzotta, febbraio 2005.
- 440 *Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states*, di O. Castrén, febbraio 2005.
- 441 *The Phillips curve and long-term unemployment*, di R. Llaudes, febbraio 2005.
- 442 *Why do financial systems differ? History matters*, di C. Monnet e E. Quintin, febbraio 2005.
- 443 *Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data*, di S. Rosati e S. Secola, febbraio 2005.
- 444 *Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy*, di L. Stracca e A. al-Nowaihi, febbraio 2005.
- 445 *Welfare implications of joining a common currency*, di M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis e F. Zampolli, febbraio 2005.

- 446 *Trade effects of the euro: evidence from sectoral data*, di R. E. Baldwin, F. Skudelny e D. Taglioni, febbraio 2005.
- 447 *Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications* di O. Castrén e S. Mazzotta, febbraio 2005.
- 448 *Price-setting behaviour in Belgium: what can be learned from an ad hoc survey?*, di L. Aucremanne e M. Druant, marzo 2005.
- 449 *Consumer price behaviour in Italy: evidence from micro CPI data*, di G. Veronese, S. Fabiani, A. Gattulli e R. Sabbatini, marzo 2005.
- 450 *Using mean reversion as a measure of persistence*, di D. Dias e C. Robalo Marques, marzo 2005.
- 451 *Breaks in the mean of inflation: how they happen and what to do with them*, di S. Corvoisier e B. Mojon, marzo 2005.
- 452 *Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission*, di M. Ehrmann, M. Fratzscher e R. Rigobon, marzo 2005.
- 453 *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors*, di M. Przybyla e M. Roma, marzo 2005.
- 454 *European women: why do(n't) they work?*, di V. Genre, R. Gómez-Salvador e A. Lamo, marzo 2005.
- 455 *Central bank transparency and private information in a dynamic macroeconomic model*, di J.G. Pearlman, marzo 2005.
- 456 *The French block of the ESCB multi-country model*, di F. Boissay e J.-P. Villetelle, marzo 2005.
- 457 *Transparency, disclosure and the federal reserve*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, marzo 2005.
- 458 *Money demand and macroeconomic stability revisited*, di A. Schabert e C. Stoltenberg, marzo 2005.
- 459 *Capital flows and the US 'New Economy': consumption smoothing and risk exposure*, di M. Miller, O. Castrén e L. Zhang, marzo 2005.
- 460 *Part-time work in EU countries: labour market mobility, entry and exit*, di H. Buddelmeyer, G. Mourre e M. Ward-Warmedinger, marzo 2005.
- 461 *Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?*, di L. J. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando, marzo 2005.
- 462 *Time-dependent versus state-dependent pricing: a panel data approach to the determinants of Belgian consumer price changes*, di L. Aucremanne e E. Dhyne, marzo 2005.
- 463 *Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI*, di L. Bilke, marzo 2005.
- 464 *The price-setting behavior of Austrian firms: some survey evidence*, di C. Kwapil, J. Baumgartner e J. Scharler, marzo 2005.
- 465 *Determinants and consequences of the unification of dual-class shares*, di A. Pajuste, marzo 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..

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

The European Central Bank - History, role and functions, di Hanspeter K. Scheller, 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.

Progress Report on Target2, febbraio 2005.

The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, febbraio 2005.

Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation, febbraio 2005.

Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures, febbraio 2005.

Statistics and their use for monetary and economic policy-making, marzo 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institutions using TARGET, luglio 2003.

TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.

TARGET – the current system, settembre 2004.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esauritivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, esse costituiscono un settore comprendente gli enti residenti che producono soprattutto beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o che redistribuiscono il prodotto e la ricchezza nazionali. Vi sono inclusi l'amministrazione centrale, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, come le aziende pubbliche.

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali l'oro, le banconote e monete in valuta estera, i titoli emessi da non residenti nell'area e i prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali i depositi detenuti da non residenti nell'area, le operazioni pronti contro termine, le quote/partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, i prestiti e i depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Esso costituisce la principale fonte per il calcolo delle statistiche sugli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è costituita dal fatto che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e il prodotto interno lordo a prezzi costanti per persona occupata.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le Amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: una curva che descrive la relazione esistente in un determinato momento fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza per titoli di debito con stesso rischio di credito ma scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle Amministrazioni pubbliche.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle Amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario overnight in euro. E' calcolato come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*Euribor (euro interbank offered rate)*]: tasso al quale vengono concessi i prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito, calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie non superiori ai dodici mesi.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (nonché le gratifiche di qualsiasi genere), i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro e altri costi (quali i costi di formazione, di reclutamento e le imposte relative all'occupazione), al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi relativi a tutti gli occupati per il totale delle ore da loro lavorate (comprese le ore di straordinario).

Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inerzia salariale [wage drift]: il divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: le transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e le transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni

sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali con lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una quota di almeno il 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) [*Monetary Financial Institutions (MFIs)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore che emette moneta dell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

M1: un aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: un aggregato monetario intermedio che comprende M1 più i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore ai due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali.

M3: un aggregato monetario ampio che ci 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 dall'Eurosistema 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.