



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
MAGGIO**

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

ECB EZB EKT EKP

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 MAGGIO 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 3 maggio 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE

5

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

SI

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

7

Gli andamenti monetari e finanziari

14

Prezzi e costi

33

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro

42

I tassi di cambio

e la bilancia dei pagamenti

50

CRONOLOGIA DELLE MISURE
DI POLITICA MONETARIA
DELL'Eurosistema

I

DOCUMENTI PUBBLICATI
DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA
DAL GENNAIO 2004

V

GLOSSARIO

XI

Riquadri:

1 Andamento recente dei prezzi
del petrolio

11

2 Risultati dell'indagine di aprile sul
credito bancario nell'area dell'euro

18

3 Variazione del titolo indicizzato
impiegato nel calcolo dei tassi
di inflazione "di pareggio"
a lungo termine

27

4 Andamenti recenti dei prezzi
degli immobili residenziali
nell'area dell'euro

34

5 Le aspettative del settore privato
per l'area dell'euro: i risultati della
Survey of Professional Forecasters
per il secondo trimestre del 2005

39

6 Andamenti recenti delle differenze
nella crescita del prodotto tra i paesi
dell'area dell'euro

42

7 Andamenti recenti degli investimenti
per categorie di prodotti

44

8 L'ingresso delle valute di Cipro,
Lettonia e Malta nei nuovi accordi
europei di cambio (AEC II)

51

9 Andamenti della posizione
patrimoniale sull'estero dell'area
dell'euro nel 2003

56

ARTICOLI

La politica monetaria e i differenziali
di inflazione in un'area valutaria
eterogenea

59

Il consolidamento e la diversificazione
nel settore bancario dell'area dell'euro

77

L'evoluzione del quadro istituzionale
in tema di *corporate governance*

87

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 4 maggio 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariato, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo continua a non rilevare evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro; pertanto, esso ha lasciato invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse su tutte le scadenze sostiene in misura considerevole l'attività economica nell'area. Nel contempo, occorre rimanere vigili circa i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

Per quanto riguarda l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, i recenti dati e i risultati delle ultime indagini concernenti la situazione congiunturale e le prospettive di breve periodo per l'attività economica sono, nell'insieme, orientati al ribasso. Negli ultimi mesi sembrano essersi in parte concretizzati alcuni dei rischi verso il basso per la crescita economica indicati in precedenza, in particolare quelli connessi al livello persistentemente elevato dei corsi petroliferi.

Nel contempo, oltre il breve termine, continuano a esistere i presupposti per un rafforzamento della crescita del PIL. Dal lato esterno, le esportazioni dell'area dell'euro seguirebbero a essere sostenute dalla domanda esterna. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, degli elevati utili registrati attualmente dalle imprese e del protratto miglioramento della loro efficienza. L'espansione dei consumi dovrebbe evolvere sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile. I rischi al ribasso per la crescita economica restano connessi alla dinamica delle quotazioni petrolifere e agli squilibri a livello mondiale.

Passando agli andamenti dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per aprile un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,1 per cento, invariato rispetto a marzo. È probabile che nei prossimi mesi l'inflazione armonizzata si mantenga intorno a questi valori. La dinamica salariale è rimasta contenuta 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. Nel complesso, non si rilevano in prospettiva evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro e, pertanto, l'inflazione dovrebbe seguire un profilo coerente con la definizione di stabilità dei prezzi.

Tuttavia, permangono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, connessi principalmente all'andamento dei corsi petroliferi e ai loro potenziali effetti di secondo impatto derivanti dal processo di formazione di salari e prezzi. Per evitare l'insorgere di tali effetti è importante che le parti sociali continuino ad assumersi le rispettive responsabilità.

Per quanto concerne l'analisi monetaria, la crescita della moneta e del credito resta vigorosa malgrado una certa recente moderazione. Questi sviluppi riflettono principalmente l'effetto espansivo esercitato dal basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro. Il fatto che lo scorso anno la dinamica della moneta sia stata in gran parte spinta dagli andamenti delle componenti più liquide di M3 continua a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che dal lato interno le spinte inflazionistiche di fondo restano contenute. Nondimeno, vanno tenuti sotto stretta osservazione i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. La verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere vigili circa il concretizzarsi di questi rischi. In tale contesto, è necessario seguire attentamente le aspettative d'inflazione a più lungo termine.

Per quanto attiene alle politiche di bilancio, le recenti informazioni e previsioni indicano il

conseguimento di limitati progressi nella riduzione degli squilibri dei conti pubblici nell'area dell'euro. È essenziale che gli impegni di risanamento vengano assolti appieno e con tempestività; ciò accrescerà la fiducia di investitori e consumatori nella solidità delle politiche economiche. Nel contempo, è fondamentale applicare in maniera rigorosa e sollecita le procedure riviste del Patto di stabilità e crescita, che entreranno a breve in vigore, in modo da consolidare la credibilità del quadro di riferimento per le politiche di bilancio nell'UE.

Il Consiglio direttivo si è ripetutamente espresso in favore di riforme strutturali atte a espandere il potenziale di crescita economica dell'area dell'euro. Le autorità nazionali sono consapevoli degli ostacoli strutturali esistenti e hanno avviato misure significative per superarli; tuttavia, occorre proseguire il processo di riforma per far fronte alle inevitabili sfide poste dal continuo accentuarsi della divisione del lavoro a livello mondiale, dalle rapide innovazioni tecnologiche e dall'invecchiamento demografico. È importante spiegare ai cittadini che tali riforme deter-

mineranno progressivamente un rafforzamento della crescita e la creazione di più posti di lavoro e che apporteranno maggior benessere in Europa. Negli ultimi anni le incertezze circa il programma di riforme strutturali in alcuni paesi dell'area sembrano avere ostacolato il necessario miglioramento del clima di fiducia di consumatori e imprenditori. Un chiaro impegno a realizzare le riforme accompagnato dalla spiegazione dei loro vantaggi contribuirà a ridurre tali incertezze e, quindi, a migliorare in misura considerevole le prospettive per l'economia dell'area dell'euro.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo valuta l'importanza per le politiche economiche delle differenze regionali all'interno di una unione monetaria, incentrandosi sulle implicazioni dei differenziali di inflazione per la politica monetaria unica dell'area dell'euro. Il secondo analizza il grado di concentrazione e diversificazione del settore bancario dell'area. Infine, il terzo esamina l'evoluzione del quadro normativo della *corporate governance* negli ultimi anni.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Il ritmo di espansione dell'economia mondiale resta abbastanza sostenuto. La crescita, che in base alle indicazioni disponibili sarebbe in graduale rallentamento in alcuni paesi fra cui gli Stati Uniti, avrebbe tuttavia ripreso slancio recentemente nei paesi asiatici escluso il Giappone. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale permangono relativamente modeste. Benché non sia da escludere un'ulteriore decelerazione graduale dell'attività economica su scala internazionale, le prospettive per l'economia mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro sono ancora piuttosto favorevoli. Gli andamenti dei corsi petroliferi e il protrarsi degli squilibri a livello mondiale continuano a rappresentare i rischi principali per questo scenario.

1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

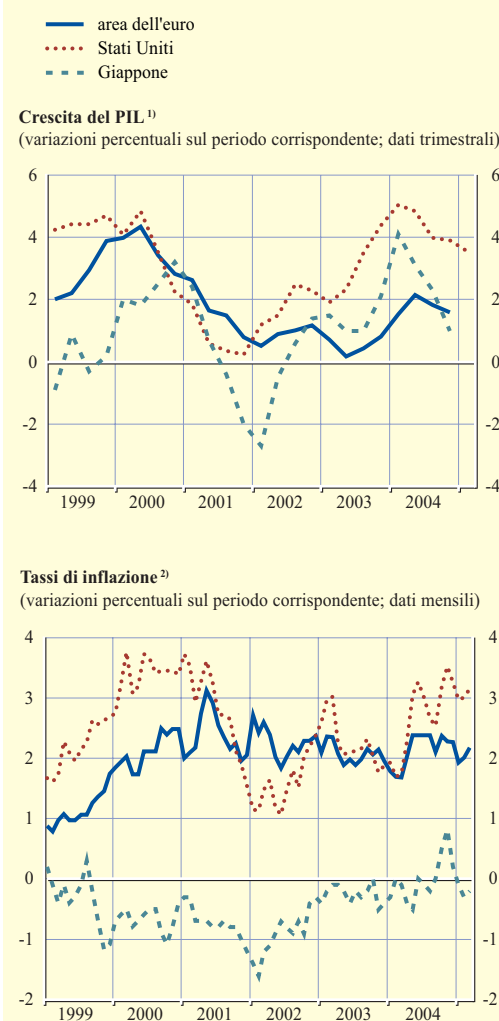
La crescita mondiale resta piuttosto vigorosa. Se in paesi quali gli Stati Uniti e altri dell'emisfero occidentale il ritmo di espansione sembra diminuire gradualmente, in quelli asiatici escluso il Giappone pare essersi recentemente intensificato. Per quanto riguarda il Giappone, quest'anno è atteso un generale miglioramento, anche se i dati di recente pubblicazione continuano a segnalare alcune debolezze. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale restano relativamente contenute anche se in alcuni paesi, e più in particolare negli Stati Uniti e in talune economie asiatiche, l'inflazione al consumo è recentemente aumentata, riflettendo in parte gli andamenti dei corsi petroliferi, che agli inizi di aprile hanno toccato un nuovo massimo storico.

STATI UNITI

Secondo stime preliminari, nel primo trimestre del 2005 il tasso di incremento del PIL statunitense in termini reali è sceso al 3,1 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno). I consumi privati e gli investimenti delle imprese, che pure hanno registrato ritmi di espansione inferiori a quelli estremamente vigorosi della fine del 2004, hanno fornito il contributo maggiore alla crescita. L'aumento della crescita delle esportazioni è stato accompagnato da un ulteriore aumento di quella, già vivace, delle importazioni, cosicché l'interscambio ha continuato a fornire un contributo negativo alla crescita del prodotto.

Varie statistiche di recente pubblicazione segnalano una diminuzione della crescita statunitense verso la fine del primo trimestre, proba-

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per l'area dell'euro sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono stati stagionalizzati.

2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

bilmente per effetto degli elevati prezzi dei prodotti energetici. Esistono evidenze recenti di una decelerazione sia della spesa per investimenti delle imprese, dopo i massimi toccati alla fine dello scorso anno, sia di quella delle famiglie. Allo stesso momento, in marzo il risparmio delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è rimasto su un livello prossimo ai minimi storici, allo 0,4 per cento. Sul mercato del lavoro i dati disponibili fino a marzo suggeriscono che l'eccesso di offerta accumulato ha continuato a ridursi progressivamente. In prospettiva, nonostante l'acuita incertezza circa gli andamenti di breve periodo, l'economia dovrebbe continuare a crescere, seppur a ritmi inferiori a quelli elevati della seconda metà del 2004.

Le indicazioni di maggiori spinte inflazionistiche emerse negli ultimi mesi hanno in parte trovato riflesso nei prezzi al consumo esclusi quelli dei prodotti alimentari ed energetici. In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,1 per cento, mentre quella calcolata al netto dei prodotti alimentari ed energetici è stata pari al 2,3 per cento. Fino a febbraio il deflatore della spesa complessiva per consumi privati ha seguito un andamento analogo a quello dell'IPC; in marzo, il tasso di variazione sui dodici mesi del deflatore calcolato escludendo i prodotti alimentari ed energetici è salito all'1,7 per cento.

Per quanto concerne la politica monetaria, nella riunione del 3 maggio il Federal Open Market Committee ha deciso di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per l'ottava volta consecutiva, al 3,0 per cento, reiterando inoltre che "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale".

GIAPPONE

In Giappone l'economia ha continuato a evidenziare una certa debolezza, riconducibile alla modesta dinamica delle esportazioni e all'attuale processo di correzione delle scorte nel settore delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni. I dati più recenti offrono segnali piuttosto contrastanti circa le condizioni dell'economia giapponese. Da un lato, dopo il forte incremento di gennaio (+3,2 per cento sul mese precedente), la produzione industriale è scesa sia in febbraio (-2,3 per cento) sia in marzo (-0,3 per cento). Inoltre, in parte per effetto delle minori esportazioni verso la Cina, le esportazioni hanno continuato a calare in termini sia di valore sia di volumi. Inoltre, l'ultima indagine sulle imprese condotta dal Ministero delle finanze ha evidenziato una significativa decelerazione della spesa in conto capitale (compresa la componente in software) nell'ultimo trimestre del 2004. Dall'altro lato, l'ultima indagine sulle famiglie fornisce indicazioni relativamente positive sui consumi: nel primo trimestre del 2005 la spesa per consumi in termini reali delle famiglie di lavoratori è aumentata notevolmente (+3,2 per cento sul trimestre precedente). Di conseguenza, benché le prospettive per l'economia giapponese nel futuro prossimo restino piuttosto controverse, l'attuale debolezza è vista in generale soltanto come una battuta d'arresto temporanea prima della probabile ripresa nel prosieguo dell'anno.

Per quanto concerne i prezzi, in marzo sia l'IPC complessivo sia quello calcolato escludendo gli alimentari freschi hanno continuato a scendere (rispettivamente dello 0,2 e 0,3 per cento sui dodici mesi) seppur in misura inferiore rispetto a febbraio. Negli ultimi mesi la liberalizzazione delle tariffe nel settore dei servizi di pubblica utilità, e in particolare nei comparti della telefonia, dell'elettricità e del gas, ha costituito la principale fonte di pressioni deflazionistiche. Secondo l'edizione di aprile dell'*Outlook for economic activity and prices*, bollettino semestrale della Banca del Giappone, i membri del Policy Board prevedono che il calo dell'IPC al netto degli alimentari freschi non si arresti prima dell'esercizio 2006.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita si è lievemente moderata durante il primo trimestre, pur restando nell'insieme abbastanza robusta. Stime preliminari indicano un'espansione del PIL in termini reali pari allo 0,6 per cento sul periodo precedente (2,9 per cento sul periodo corrispondente), un livello leggermente inferiore a quello raggiunto nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Nel primo trimestre la produzione è calata nel settore industriale, mentre è aumentata – seppur in misura più contenuta rispetto al quarto trimestre del 2004 – nei servizi e nelle costruzioni. La moderazione della crescita del PIL nel primo trimestre potrebbe in parte riflettere il contestuale rallentamento dei consumi. In particolare, durante tale periodo l'espansione delle vendite al dettaglio è scesa allo 0,3 per cento in termini reali sul periodo precedente. Guardando al futuro, nel 2005 il PIL in termini reali dovrebbe continuare a espandersi a ritmi abbastanza sostenuti benché potenzialmente inferiori a quelli dello scorso anno, soprattutto a causa del possibile rallentamento dei consumi privati.

Dopo essere rimasta pari all'1,6 per cento nei tre mesi precedenti, a marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita all'1,9 per cento. L'incremento va ricondotto in larga misura al rincaro dei trasporti, dei prodotti alimentari, dei mobili e dell'abbigliamento. Nel contempo i prezzi alla produzione nell'industria, e in particolar modo quelli connessi ai prodotti energetici, hanno continuato ad aumentare. In febbraio la dinamica delle retribuzioni medie settimanali ha subito una lieve accelerazione e le condizioni sul mercato del lavoro sono rimaste tese. Il mercato immobiliare sembra essersi stabilizzato: per la prima volta in oltre tre anni, in febbraio gli aumenti sui dodici mesi dei prezzi delle abitazioni sono scesi su tassi inferiori al 10 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

Negli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita del prodotto è rimasta vigorosa negli ultimi mesi, anche se per lo più in progressivo rallentamento. Durante il quarto trimestre del 2004 l'incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salito al 2,9 per cento in Danimarca, mentre è sceso al 2,8 per cento in Svezia. La robusta ripresa osservata in Danimarca nel quarto trimestre sarebbe proseguita anche nel primo trimestre del 2005, trainata dalla domanda interna. Per quanto riguarda la Svezia, al rallentamento del quarto trimestre, dovuto all'effetto negativo delle scorte, avrebbe fatto seguito una nuova accelerazione indotta dalla domanda interna nel primo trimestre del 2005. Nei primi mesi di quest'anno l'inflazione è rimasta contenuta in entrambi i paesi. In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,3 per cento in Danimarca, mentre è scesa allo 0,5 per cento in Svezia.

Durante il quarto trimestre l'attività economica nei nuovi Stati membri dell'UE ha continuato a registrare tassi di espansione elevati, benché diversi da paese a paese. Ancora in calo in Polonia, la crescita del prodotto è rimasta sostanzialmente invariata in Ungheria, mentre si è intensificata nella Repubblica Ceca. Con riferimento al primo trimestre, indicazioni preliminari segnalerebbero una moderazione della crescita in tutte e tre le economie. Nei primi mesi del 2005 l'inflazione misurata sullo IAPC ha proseguito la tendenza calante iniziata nel 2004 e in marzo la media relativa all'insieme dei nuovi Stati membri era pari al 2,9 per cento. Le spinte inflazionistiche si sono recentemente attenuate per effetto dei minori aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari e del carburante in parte riconducibili al precedente apprezzamento delle rispettive monete. Inoltre, sul calcolo dell'inflazione viene progressivamente meno l'impatto degli aumenti delle imposte indirette introdotti agli inizi del 2004. Sullo sfondo delle migliori prospettive per l'inflazione, alla fine di aprile la Magyar Nemzeti Bank, la Narodowy Bank Polski e la Česká národní banka hanno abbassato i rispettivi tassi di interesse.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Dopo il graduale rallentamento della seconda metà del 2004 e dei primi mesi del 2005, recentemente l'attività economica dei paesi asiatici escluso il Giappone ha ripreso slancio. La crescita delle esportazioni, in calo negli ultimi trimestri, si è stabilizzata e la domanda interna è rimasta vivace in gran parte della regione. Allo stesso tempo, soprattutto nelle economie in cui la riduzione delle sovvenzioni per i combustibili ha determinato un significativo aumento dei prezzi dei carburanti, le pressioni inflazionistiche si sono lievemente intensificate.

In Cina l'economia ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti durante il primo trimestre. Rispetto all'ultimo trimestre del 2004, il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è rimasto invariato al 9,5 per cento mentre quello calcolato sul periodo precedente è salito ulteriormente. L'aumento delle esportazioni, pari al 34,9 per cento sul corrispondente trimestre dello scorso anno, è stato ampiamente superiore a quello delle importazioni e ha costituito il principale motore della crescita. Nel primo trimestre la produzione industriale è aumentata del 16,2 per cento sul periodo corrispondente (contro il 15 per cento del quarto trimestre del 2004) grazie soprattutto al comparto dei beni di esportazione. Nel contempo la domanda interna si è moderata, in un contesto in cui la crescita degli investimenti fissi e delle vendite al dettaglio è scesa rispettivamente al 22,8 e al 13,7 per cento. Infine, nel mese di marzo l'inflazione sui dodici mesi è calata al 2,7 per cento.

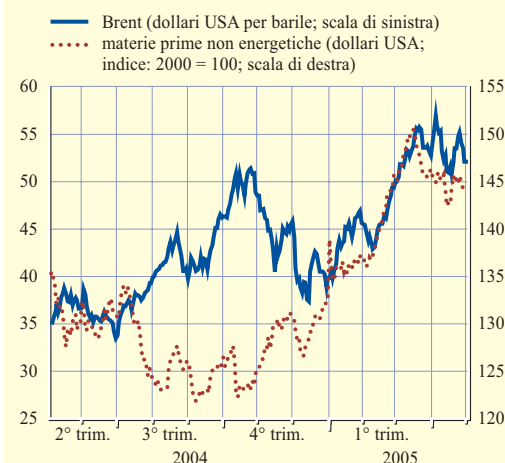
AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo vigoroso nonostante alcuni segnali di moderazione. La crescita sui dodici mesi della produzione industriale in febbraio è scesa rispettivamente al 4,4 e al 2,0 per cento in Brasile e in Messico, mentre è salita all'8,7 per cento in Argentina in marzo. Le prime due economie, nonostante la dinamica piuttosto vivace delle esportazioni, hanno perso slancio, in parte probabilmente per effetto dei recenti aumenti dei tassi ufficiali. Le prospettive di crescita per la regione restano nell'insieme positive, in un contesto in cui i rischi risultano piuttosto bilanciati. I tassi di inflazione sono rimasti elevati e superiori agli obiettivi ufficiali a causa della robusta domanda interna e degli andamenti dei prezzi petroliferi.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Livelli della domanda di petrolio superiori alle attese durante il primo trimestre del 2005, dovuti in parte a un'ondata di maltempo, assieme al ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e ai persistenti timori circa la sicurezza delle forniture hanno spinto il prezzo del greggio di qualità Brent verso un nuovo massimo storico di 57,0 dollari agli inizi di aprile. Nonostante la successiva moderazione della dinamica dei prezzi, questi ultimi restano contraddistinti da un notevole grado di volatilità. Il 3 maggio il Brent è stato quotato a 52,1 dollari, un livello inferiore dell'1,3 per cento a quello di fine marzo. Il ridotto margine di capacità inutilizzata e, di conseguenza, l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta dovrebbero mantenere

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

i corsi petroliferi elevati e volatili nel prossimo futuro. Nelle attese degli operatori, il prezzo del petrolio dovrebbe scendere solo gradualmente verso i 48,7 dollari per la fine del 2007 (per una trattazione più approfondita, si veda il riquadro 1 *Andamento recente dei prezzi del petrolio*).

Riquadro 1

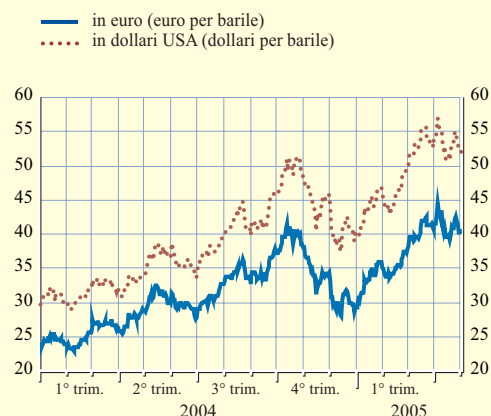
ANDAMENTO RECENTE DEI PREZZI DEL PETROLIO

I prezzi del petrolio, cresciuti in modo vigoroso nel 2004, hanno continuato ad aumentare in questa prima parte del 2005, toccando un nuovo massimo storico all'inizio di aprile (57 dollari al barile per il greggio della qualità Brent); tale andamento dei mercati del petrolio continua a rappresentare un rischio per le prospettive di crescita dell'economia mondiale. In questo quadro, il presente riquadro esamina più da vicino i recenti andamenti dei prezzi del petrolio e i fattori sottostanti.

Il rincaro del petrolio nel 2004 è stato limitato dal rafforzamento dell'euro: l'aumento nel corso dell'anno dei prezzi denominati in euro è stato del 24,2 per cento, a fronte del 34,0 per cento di quelli denominati in dollari statunitensi. Dall'inizio del 2005, tuttavia, l'indebolimento dell'euro rispetto al dollaro ha invertito la situazione e i prezzi del petrolio denominati in euro sono aumentati del 38,2 per cento, a fronte di un aumento del 30,5 dei prezzi in dollari (cfr. figura A).

I principali fattori sottostanti l'aumento delle quotazioni petrolifere nel 2004 e 2005 sono stati l'aumento della domanda, alcune strozzature dal lato dell'offerta e i timori circa la sicurezza degli approvvigionamenti, in parte collegati a incertezze sul piano geopolitico. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE), nel 2004 la domanda di petrolio è aumentata al ritmo più elevato degli ultimi trenta anni circa, principalmente sospinta dalla vigorosa crescita in Asia e America settentrionale. In tutto il 2004 le previsioni relative alla domanda sono state costantemente riviste al rialzo, a misura che la domanda effettiva superava sistematicamente le attese (cfr. figura B). Le previsioni per il 2005 sono state riviste al ribasso verso la fine del 2004, a fronte di un generale rallentamento dei prezzi. Le successive revisioni al rialzo nei primi mesi del 2005 hanno coinciso con la ripresa dei rincari.

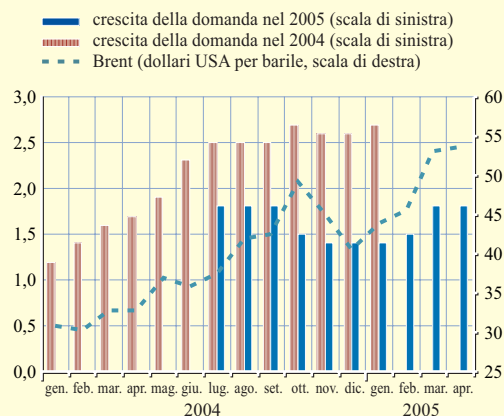
Figura A Prezzi del petrolio greggio (qualità Brent)



Fonte: Bloomberg.

Figura B Previsioni sulla domanda di petrolio

(variazione percentuale sui dodici mesi; dollari USA)



Fonti: International Energy Agency e Bloomberg.

In prospettiva, l'AIE prevede un lieve rallentamento della crescita della domanda di petrolio rispetto ai livelli dell'anno scorso, riconducibile alla decelerazione della crescita globale. Tale fenomeno interesserà in particolare la domanda cinese, protagonista di una crescita straordinariamente vigorosa nel 2004. Attualmente l'AIE si aspetta che la domanda globale aumenti complessivamente del 2,1 per cento nel 2005, contro il 3,4 nel 2004.

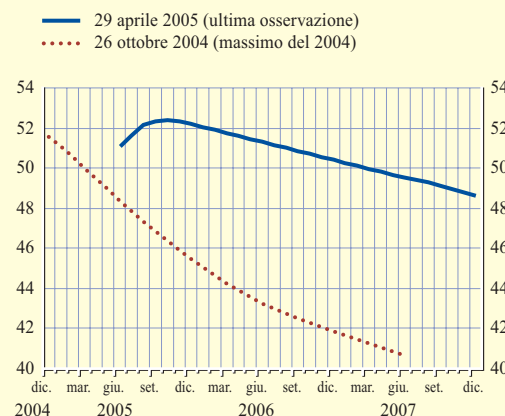
L'aumento della produzione in risposta alla crescente domanda di petrolio ha eroso l'eccesso di capacità produttiva lungo tutta la catena dell'offerta, facendola scendere (per l'OPEC escluso l'Iraq) a 1,2-1,7 milioni di barili al giorno, pari a meno del 2 per cento dell'offerta globale di petrolio (stime AIE). La forte domanda di prodotti raffinati (benzina, gasolio e combustibile per riscaldamento) unita a una normativa ambientale sempre più rigorosa hanno posto forti pressioni sulle capacità di raffinazione di petroli più pesanti e ricchi di zolfo. Ciò sembra avere avuto un impatto particolarmente importante nel 2004, quando i premi per la qualità incorporati nei prezzi dei greggi più leggeri (quali il Brent, il greggio di riferimento per il mercato europeo) rispetto a petroli pesanti (come il Dubai Fateh) sono saliti temporaneamente a 14 dollari al barile. Da allora tali differenziali si sono ridotti, ma restano comunque pari al triplo della loro media storica, indicando condizioni tese nel settore della raffinazione. In prospettiva, si prevede un aumento della capacità di produzione e raffinazione di petrolio, mentre l'eccesso di capacità produttiva potrà essere ricostituito solo in modo molto graduale.

Un altro importante fattore che ha contribuito all'aumento dei prezzi nel 2004 è l'incertezza circa la sicurezza degli approvvigionamenti. Diverse azioni di sabotaggio in Iraq, minacce alle infrastrutture petrolifere in altri paesi del Medio Oriente e gli scontri fra governo e ribelli in Nigeria hanno causato timori fra gli operatori circa la possibilità di interruzioni dell'offerta. Pur essendosi lievemente attenuati, tali timori permangono ancora oggi e continuano a esercitare una pressione al rialzo sui prezzi. In particolare, si prevede che la crescita della produzione dei paesi non-OPEC nel 2005 non riuscirà a far fronte all'aumento della domanda, aprendo la strada a un altro anno di crescente dipendenza dal petrolio OPEC.

Una differenza sostanziale fra la dinamica dei prezzi petroliferi nel 2005 e quella dell'anno scorso risiede nelle attese dei mercati, che sembrano considerare il rialzo attuale come più duraturo. Mentre i prezzi a pronti del petrolio, espressi in euro, sono vicini ai livelli osservati nel periodo di massimo precedente, alla fine di ottobre 2004, i prezzi dei *future* sul petrolio sono considerevolmente più elevati (cfr. figura C). Per esempio, il prezzo dei contratti *future* con consegna a metà 2007 è oggi di quasi 9 dollari più elevato che in ottobre. Su orizzonti più brevi, inoltre, i prezzi dei *future* sul petrolio aumentano con l'allungarsi delle scadenze, una situazione di mercato denominata "contango" non solita-

Figura C Future sul prezzo del petrolio greggio (qualità Brent)

(dollari USA per barile)



Fonte: Bloomberg.

Nota: le curve mostrano i prezzi dei contratti *future* per il petrolio greggio di qualità Brent negoziati presso la Borsa internazionale del petrolio per diverse scadenze (asse orizzontale); il 26 ottobre 2004 corrisponde al massimo raggiunto dai prezzi del petrolio nel 2004.

mente associata a livelli elevati dei prezzi a pronti; in ottobre, la situazione era opposta (“backwardation”). Tale struttura del mercato può riflettere i timori che l’offerta di petrolio non riesca a soddisfare il picco della domanda atteso per l’estate, e quindi indica il desiderio degli operatori di costituire scorte in anticipo su tale picco.

I prezzi del petrolio continuano a costituire un rischio significativo per le prospettive dell’economia globale. Tuttavia, gli effetti negativi sulla crescita e l’inflazione sembrano essere stati relativamente contenuti e ciò potrebbe indicare una migliore tenuta dell’economia globale agli shock petroliferi rispetto ai precedenti episodi di rincari, forse collegata a un livello generalmente inferiore di dipendenza dal petrolio. Non è comunque possibile escludere il rischio che un ulteriore aumento dei prezzi, o il loro permanere su livelli elevati per un periodo più lungo del previsto, innesci effetti negativi significativamente più gravi in futuro. In questo contesto, è necessario mantenere un livello elevato di vigilanza sull’andamento del mercato del petrolio.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente calati dopo i massimi della metà di marzo, riflettendo soprattutto l’evoluzione dei prezzi degli alimentari e delle bevande e, in misura inferiore, di quelli delle materie prime industriali. Nell’insieme, in aprile i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche erano superiori del 5,9 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nonostante i recenti segnali di una lieve moderazione della crescita in vari paesi, e soprattutto negli Stati Uniti, le prospettive generali dell’economia mondiale e della domanda estera dell’area dell’euro restano piuttosto positive. Il protrarsi di condizioni di finanziamento favorevoli e i miglioramenti strutturali nei bilanci societari in molti paesi, assieme alla robusta espansione dei profitti, dovrebbero sostenere un’ulteriore crescita dell’attività economica. La fase relativamente avanzata del ciclo economico e il livello persistentemente elevato dei corsi petroliferi non consentono tuttavia di escludere una diminuzione graduale della crescita mondiale, dopo i ritmi sostenuti dei primi mesi del 2004. Gli andamenti dei corsi petroliferi e il protrarsi degli squilibri a livello mondiale continuano a rappresentare i rischi principali per questo scenario.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Sebbene in marzo la crescita sui dodici mesi di M3 sia rimasta vigorosa, le dinamiche a più breve termine suggeriscono che il ritmo dell'espansione monetaria sia lievemente rallentato successivamente al volgere dell'anno. L'effetto di stimolo derivante dal basso livello dei tassi di interesse ha continuato a rappresentare la principale determinante della crescita della moneta in marzo, benché il suo impatto sia stato parzialmente compensato dalla perdurante, ancorché graduale, normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro. Il livello contenuto dei tassi di interesse ha inoltre favorito un ulteriore rafforzamento della crescita dei prestiti al settore privato. Nel complesso, la liquidità nell'area dell'euro rimane considerevolmente 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. Inoltre, l'elevata liquidità in eccesso, unitamente a una forte crescita del credito, potrebbe essere fonte di forti rincari delle attività, specie nei mercati degli immobili residenziali.

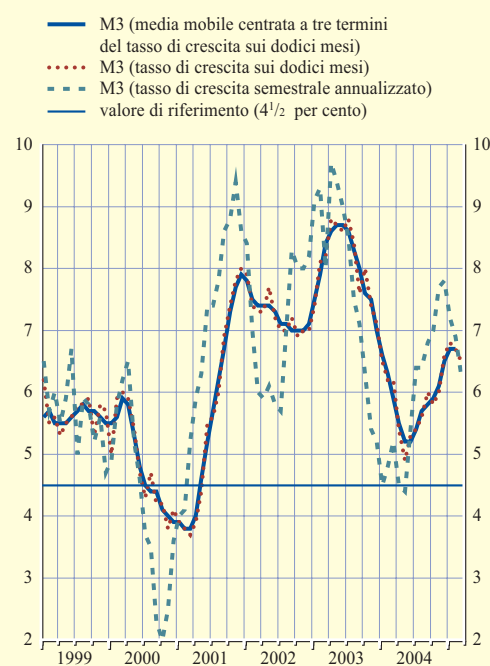
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 6,5 per cento in marzo, dal 6,7 di febbraio (dove quest'ultimo dato incorpora una revisione al rialzo dei dati precedenti, che ha aumentato di 0,2-0,3 punti percentuali i tassi di crescita sui dodici mesi di M3 per l'arco temporale compreso fra dicembre 2004 e febbraio 2005). La media a tre mesi dei tassi di crescita sul periodo corrispondente è rimasta al 6,7 per cento nel periodo da gennaio a marzo, invariata rispetto al periodo da dicembre 2004 a febbraio 2005, mentre il tasso di crescita sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno è sceso in marzo al 6,3 per cento, dal 6,9 del mese precedente (cfr. figura 3). Sebbene la crescita sui dodici mesi di M3 rimanga su livelli elevati, le dinamiche a più breve termine di questo aggregato indicano, a partire dal volgere dell'anno, un ritmo di espansione monetaria lievemente più moderato di quanto osservato nella seconda metà del 2004.

I dati di marzo sono rimasti in linea con la valutazione in base alla quale gli andamenti monetari risultano essere ancora influenzati da due forze opposte. Da una parte, il basso livello prevalente dei tassi di interesse ha continuato a stimolare la domanda sia delle componenti più liquide di M3 (dal lato delle passività nel bilancio delle IFM) sia dei prestiti al settore privato (dal lato delle attività). Dall'altra, le dinamiche monetarie sono state frenate dalla normalizzazione in atto delle scelte di allocazione degli investimenti da parte degli operatori economici nell'area dell'euro, dopo l'eccezionale preferenza per la liquidità osservata fra il 2001 e il 2003. Tuttavia, tale processo di normalizzazione procede ancora a un ritmo più lento di quanto prevedibile sulla base delle passate regolarità.

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.

Al momento nell'area dell'euro è disponibile un livello di liquidità considerevolmente superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. La riduzione di tale eccesso di liquidità richiederà un'ulteriore normalizzazione delle scelte di portafoglio del settore detentore di moneta dell'area. In una prospettiva di medio e più lungo termine, i rischi per la stabilità dei prezzi insiti in questo eccesso di liquidità potrebbero concretizzarsi qualora una porzione significativa della liquidità dovesse essere destinata all'acquisto di beni e di servizi nel contesto di un progressivo rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività economica. Inoltre, l'elevata liquidità in eccesso, unitamente a una forte crescita del credito, potrebbe essere fonte di forti rincari delle attività, soprattutto nei mercati degli immobili residenziali.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In marzo la dinamica di M1 ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita sui dodici mesi di M3 (cfr. tavola 1). A livello di singole componenti di M1, nel periodo in esame la crescita sui dodici mesi del circolante è rimasta sostenuta, a un tasso del 17,8 per cento, rispetto al 18,3 di febbraio. La crescita dei depositi a vista è calata al 7,8 per cento dall'8,8 del mese precedente (benché quest'ultimo andamento sia riconducibile in parte a un effetto base).

Sempre in marzo la crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è aumentata al 4,8 per cento, dal 4,3 di febbraio. Tale incremento riflette principalmente l'accresciuta domanda di questo tipo di attività da parte di società non finanziarie, nonché di intermediari finanziari non monetari diversi da società di assicurazione e fondi pensione.

Nei sei mesi da ottobre 2004 a marzo 2005 si è osservato un deflusso di fondi investiti in quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, attività che sono spesso detenute in periodi di accresciuta incertezza come forme di investimento del risparmio liquide e sicure. Questo deflusso ha rispecchiato la normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio da parte dei residenti nell'area

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 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 feb.	2005 mar.
M1	45,4	10,2	9,6	9,3	9,6	10,2	9,3
Banconote e monete in circolazione	7,2	21,6	20,3	19,1	18,0	18,3	17,8
Depositi a vista	38,2	8,5	7,9	7,7	8,2	8,8	7,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,4	1,7	2,0	3,5	4,5	4,3	4,8
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,4	-6,9	-5,8	-2,4	0,6	0,3	1,7
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,0	8,1	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8
M2	85,7	6,0	5,8	6,4	7,1	7,3	7,1
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,3	2,0	4,0	3,8	4,0	2,7	3,2
M3	100,0	5,4	5,6	6,0	6,7	6,7	6,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,0	6,2	6,0	6,4	6,6	6,4
Credito alle amministrazioni pubbliche		6,3	6,3	3,7	3,4	4,1	2,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,3	2,3	0,7	-0,4	0,1	-2,1
Credito al settore privato		5,9	6,2	6,6	7,3	7,3	7,5
Prestiti al settore privato		5,6	6,2	6,8	7,3	7,3	7,6
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,3	8,6	8,9	9,5	9,8	9,7

Fonte: BCE.

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

dell'euro, con il trasferimento di fondi da strumenti liquidi ad attività più rischiose e a più lungo termine. Tuttavia, il processo di normalizzazione sta ancora procedendo a un ritmo più lento di quanto prevedibile sulla base dell'esperienza passata.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, in marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è salito al 7,6 per cento, dal 7,3 del mese precedente, di riflesso non solo all'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse, ma anche al miglioramento delle condizioni di offerta del credito (cfr. riquadro 2 *Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro*). Se si considera l'evoluzione dalla fine dello scorso anno, l'aumento della crescita dei prestiti nel primo trimestre del 2005 rispetto all'ultimo del 2004 ha interessato in maniera generalizzata tutti i settori (cfr. tavola 2). L'evoluzione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasta la principale determinante della crescita complessiva dei prestiti nel primo trimestre del 2005, in un contesto caratterizzato da bassi tassi sui mutui ipotecari e dal protrarsi di una vivace dinamica del mercato degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area dell'euro (cfr. riquadro 4 *Andamento recente dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e nei suoi paesi membri*). Questa categoria di prestiti ha mostrato un tasso di crescita pari al 10,0 per cento in marzo, sostanzialmente invariato da febbraio. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie si è ulteriormente rafforzato, con la ripresa osservata dagli inizi del 2004 sospinta principalmente dall'andamento dei prestiti a più breve scadenza. Tuttavia, in marzo questi ultimi sono ancora cresciuti, sui dodici mesi, a un ritmo meno sostenuto dei prestiti a più lungo termine.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche è diminuito in marzo al 2,3 per cento, dal 4,1 del mese precedente (cfr. tavola 1), per effetto principalmente di un netto calo delle disponibilità delle IFM in titoli emessi da queste Amministrazioni, a possibile indicazione del maggior interesse da parte del settore detentore di moneta in attività a più lunga scadenza.

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati 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 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 feb.	2005 mar.
Società non finanziarie	41,6	3,6	4,2	5,1	5,8	5,8	6,0
Fino a 1 anno	30,9	-2,4	-1,4	1,6	3,3	3,7	4,2
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	5,1	6,0	5,8	6,7	6,4	6,8
Oltre 5 anni	51,7	7,0	7,3	7,0	6,9	6,9	6,8
Famiglie ²⁾	50,3	6,9	7,4	7,9	8,1	8,1	8,0
Credito al consumo ³⁾	13,5	4,9	6,0	6,2	6,4	6,4	6,7
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	68,4	8,7	9,3	9,9	10,1	10,1	10,0
Altri prestiti	18,2	2,1	2,2	1,9	2,1	2,2	2,0
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	14,8	18,3	14,4	23,1	24,2	23,5
Altri intermediari finanziari non monetari	7,3	8,4	8,3	9,7	10,0	9,2	12,2

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli cfr. 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.

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 rimasta sostanzialmente invariata in marzo, al 9,7 per cento (cfr. tavola 1). Questo andamento conferma ulteriormente l'interpretazione secondo cui le scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro hanno continuato a normalizzarsi, con la crescente allocazione di fondi (probabilmente trasferiti in gran parte da quote e partecipazioni in fondi comuni monetari) a favore di strumenti a più lungo termine.

Il flusso sui dodici mesi nella posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è stato di 100 miliardi di euro nei dodici mesi terminati a marzo, rispetto ai 121 miliardi dei dodici mesi terminati a febbraio (cfr. figura 4). Dal momento che l'andamento delle attività nette sull'estero riflette le transazioni fra residenti e non dell'area diversi dalle IFM, regolate attraverso il settore delle IFM dell'area, questa flessione indica un rallentamento delle riallocazioni di portafoglio da parte di residenti esterni all'area a favore di attività denominate in euro e/o una minor riluttanza del settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere.

Sintetizzando le informazioni provenienti dalle contropartite di M3, da un lato il rafforzamento della domanda di prestiti delle IFM, determinato dal basso livello dei tassi di interesse, ha continuato a esercitare un impatto positivo sulla crescita di M3. Dall'altro, la robusta espansione in atto delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) delle IFM e il rallentamento del flusso delle attività nette sull'estero suggeriscono una riallocazione dei portafogli a favore di attività non monetarie, che frena la dinamica di M3. Nonostante tali indicazioni di una riallocazione dei portafogli da strumenti liquidi verso attività più rischiose e a più lungo termine, il grado apparentemente ancora piuttosto elevato di avversione al rischio da parte dei detentori di moneta, in particolare per quanto concerne gli investimenti in attività estere, sembra impedire una più rapida normalizzazione delle scelte di portafoglio.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

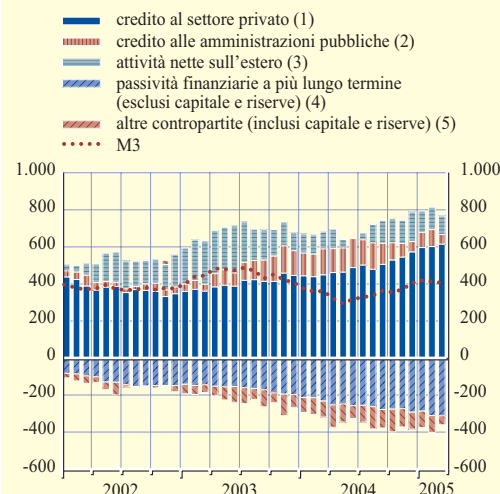
In febbraio la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è aumentata, sospinta da una sostenuta attività di emissione da parte del settore finanziario. Nel contempo le emissioni di azioni quotate di residenti dell'area sono rimaste modeste.

TITOLI DI DEBITO

La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è aumentata in febbraio al 7,5 per cento, dal 7,2 del mese precedente (cfr. figura 5). Sempre in febbraio la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine è aumentata di 1,7 punti percentuali rispetto

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.

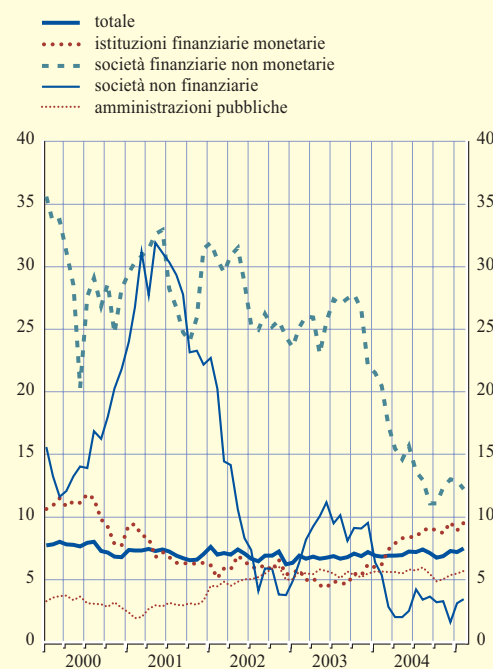
al mese precedente, al 3,4 per cento, mentre le emissioni di titoli di debito a lungo termine, in particolare a tasso variabile, hanno continuato a crescere a un tasso elevato (7,9 per cento).

Quanto alla scomposizione settoriale, la crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM ha continuato ad aumentare vigorosamente, collocandosi al 9,5 per cento in febbraio (cfr. tavola 3), in linea con l'andamento al rialzo in atto da metà del 2003. In questo settore, il tasso di crescita più elevato è stato registrato nelle emissioni a tasso variabile di titoli di debito a lungo termine (al 20,1 per cento in febbraio). Tale andamento è imputabile con ogni probabilità al fatto che le banche hanno approfittato dei costi favorevoli del finanziamento mediante ricorso al credito, in particolare a tasso variabile, per finanziare la forte crescita in atto dei prestiti, rappresentati soprattutto da mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e, più di recente, anche da prestiti a società non finanziarie.

La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è lievemente aumentata in febbraio al 3,4 per cento, ricollocandosi quindi sul livello di novembre 2004. In una prospettiva di più lungo termine, l'emissione di titoli di debito di società non finanziarie rimane relativamente modesta rispetto ai tassi medi di crescita molto sostenuti registrati dopo l'introduzione dell'euro. Il basso ricorso netto a titoli di debito è riconducibile con ogni probabilità agli andamenti positivi degli utili societari nel 2004, che hanno in genere accresciuto la disponibilità di finanziamenti interni, riducendo di conseguenza il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Nel contempo la crescita contenuta delle emissioni di titoli di debito sembra non stare al passo con i recenti aumenti della crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, indicando forse un approccio più conciliante da parte delle IFM nella concessione di prestiti, come evidenzia anche l'indagine di aprile sul credito bancario (cfr. riquadro 2).

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.

Riquadro 2

RISULTATI DELL'INDAGINE DI APRILE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in aprile¹⁾. Nel complesso, l'indagine ha evidenziato un ulteriore significativo allentamento dei criteri per la concessione del credito a favore di imprese e famiglie nel primo trimestre del 2005 e, quindi, un consolidamento degli scorsi orientamenti delle politiche di credito delle banche situate nell'area. Per il secondo trimestre gli istituti interpellati

1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 6 maggio ed è disponibile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html).

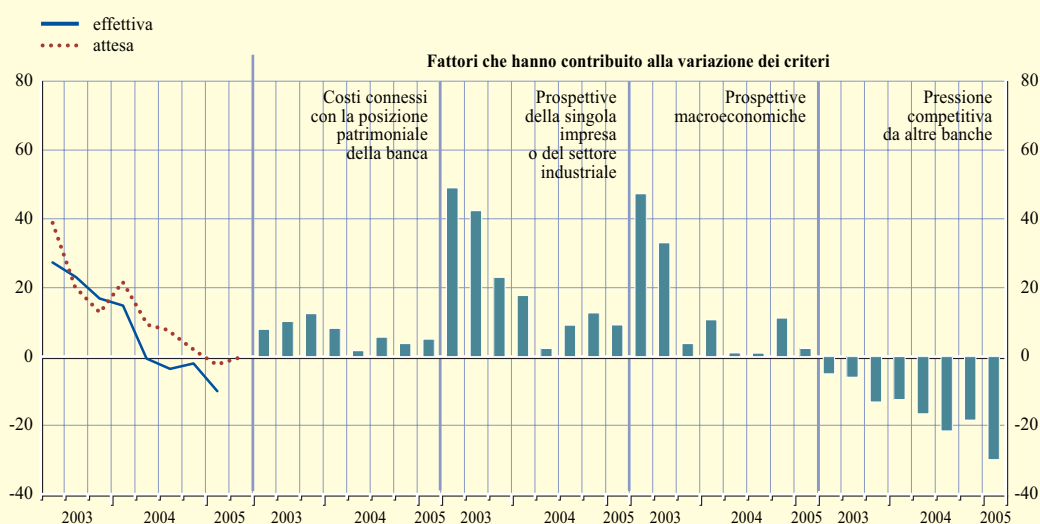
hanno previsto che i criteri per la concessione del credito alle imprese rimangano sostanzialmente invariati, mentre dovrebbero allentarsi quelli per la concessione del credito alle famiglie.

Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Per il primo trimestre del 2005 le banche hanno segnalato un nuovo allentamento netto²⁾ dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito a favore delle imprese, notevolmente più pronunciato di quello riportato nel trimestre precedente (-10 per cento, rispetto a -2 per cento). Si tratta del quarto trimestre consecutivo nel quale si registra un allentamento netto dei criteri per la concessione del credito: prosegue pertanto l'andamento al ribasso osservato fin dalla prima indagine sul credito bancario (cfr. figura A, primo riquadro). Fra i fattori determinanti per le modifiche dei criteri per la concessione del credito, la concorrenza da altre banche è stato quello che ha maggiormente contribuito all'allentamento (cfr. figura A, quinto riquadro). Nel contempo le percezioni dei rischi riguardo all'attività economica in generale, pur continuando ad agire da fattore di compensazione, sono scese a livelli molto bassi. Per quanto concerne i termini e le condizioni del credito, l'ulteriore allentamento dei criteri di concessione del credito è stato realizzato principalmente attraverso un netto calo dei margini sulla media dei prestiti e, per la prima volta da quando viene condotta l'indagine, attraverso una riduzione degli oneri diversi dai tassi di interesse. In termini di dimensioni dei mutuatari, le banche hanno segnalato un allentamento netto dei criteri per la concessione del credito a favore sia delle piccole e medie imprese sia delle grandi.

Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldi percentuali)

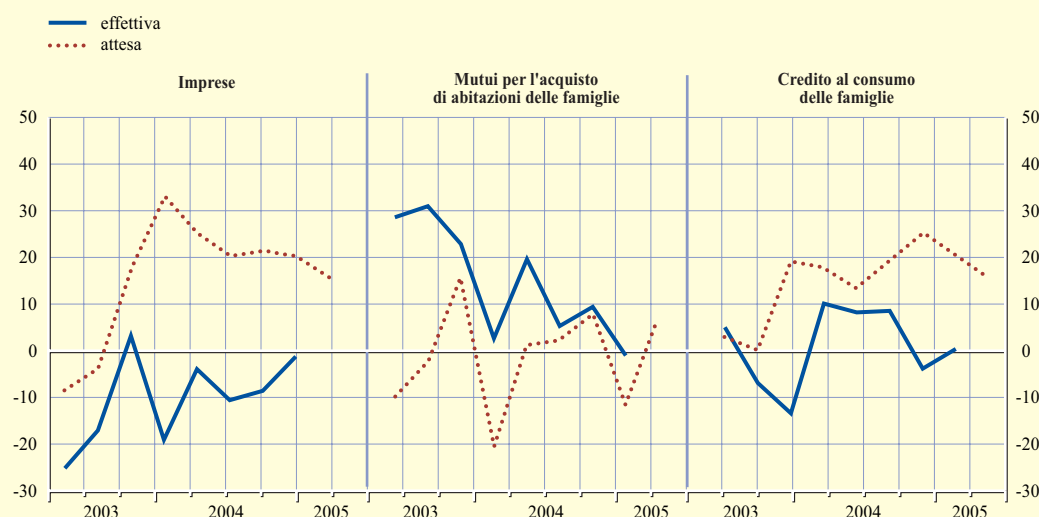


Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".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

2) L'espressione "allentamento netto" indica che la quota di banche che segnalano un allentamento dei criteri per la concessione del credito è stata superiore a quella di banche che ne segnalano un inasprimento.

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

(saldi percentuali)



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

Domanda di prestiti. La domanda netta³⁾ di prestiti alle imprese, pur rimanendo negativa, è lievemente aumentata nel primo trimestre del 2005 (cfr. figura B, primo riquadro). Questo andamento ha rispecchiato principalmente un aumento della domanda netta di prestiti da parte delle piccole e medie imprese, aumento segnalato dalle banche per il secondo trimestre consecutivo. Stando agli istituti interpellati, i principali fattori che hanno contribuito al perdurare della domanda netta negativa sono stati il protrarsi di investimenti fissi deboli, l’impiego di fonti alternative di finanziamento delle imprese (in primo luogo il finanziamento interno connesso con la maggiore redditività) e l’accresciuta concorrenza fra banche. Tuttavia, gli istituti hanno segnalato che l’aumento del fabbisogno di finanziamenti delle imprese per la costituzione di scorte, per il capitale circolante operativo, nonché per attività di fusione e acquisizione è stato un fattore importante all’origine del miglioramento relativo della domanda di prestiti da parte delle imprese nei primi tre mesi dell’anno.

Aspettative. Nel complesso, per il secondo trimestre le banche non si attendono sostanziali variazioni dei criteri di concessione di credito alle imprese (cfr. figura A, primo riquadro). Nel contempo prevedono un considerevole incremento della domanda netta di prestiti da parte delle imprese (cfr. figura B, primo riquadro). La domanda netta positiva prevista dovrebbe essere più pronunciata per le piccole e medie imprese che per le grandi.

Prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Le banche hanno segnalato un lieve allentamento netto dei criteri applicati in sede di approvazione dei prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni

3) L’espressione “domanda netta” fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento nella domanda di prestiti e quella di banche che ne segnalano una contrazione.

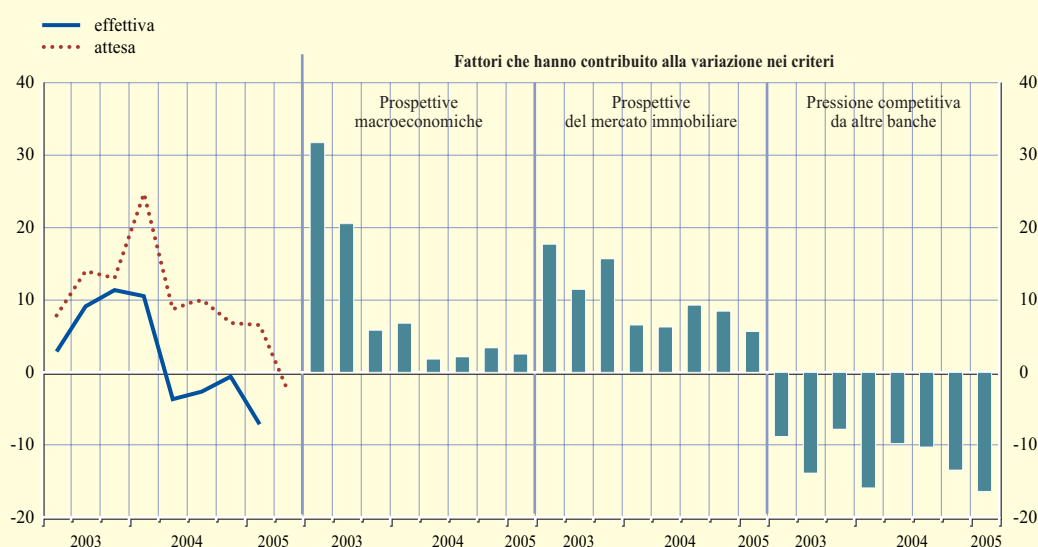
nel primo trimestre dell'anno (cfr. figura C, primo riquadro). Ciò è parzialmente imputabile a un ulteriore incremento della concorrenza fra banche (cfr. figura C, quarto riquadro), mentre le percezioni dei rischi in termini di attese per l'attività economica generale e le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno contribuito a un inasprimento netto in misura lievemente inferiore nel primo trimestre dell'anno rispetto ai trimestri precedenti (cfr. figura C, secondo e terzo riquadro). Quanto ai termini e alle condizioni del credito, le banche hanno segnalato che l'allentamento netto dei criteri per la concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stato conseguito prevalentemente attraverso una diminuzione sostanziale dei margini sulla media dei prestiti e, in misura minore, attraverso un allungamento della scadenza dei nuovi prestiti.

Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è diminuita nel primo trimestre, diventando negativa per la prima volta da quando è condotta l'indagine sul credito bancario (cfr. figura B, secondo riquadro). I principali fattori all'origine di questo andamento sono stati un calo della fiducia dei consumatori e un aumento della spesa per consumi diversi dall'acquisto di abitazioni.

Aspettative. Per il secondo trimestre le banche interpellate hanno previsto un lieve allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura C, primo riquadro). È la prima del volta che le banche prevedono un allentamento netto di tali criteri, in quanto le condizioni del credito hanno mostrato la tendenza a essere meno restrittive di quanto previsto. Le banche si attendono altresì che la domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni riguardi terreno e torni positiva nel secondo trimestre (cfr. figura B, secondo riquadro).

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

(saldi percentuali)



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

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

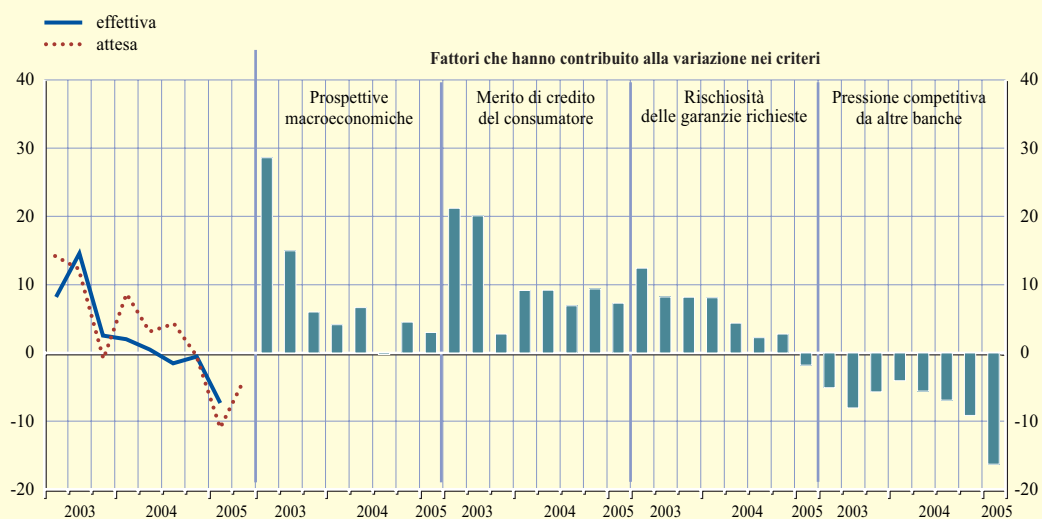
Criteri per la concessione del credito. Quanto ai prestiti alle famiglie finalizzati ai consumi, i criteri per la concessione del credito hanno mostrato un ulteriore allentamento netto nel primo trimestre dell'anno (cfr. figura D, primo riquadro). Il principale fattore che ha contribuito a questo andamento è stato un forte aumento della concorrenza proveniente da banche e da altri soggetti (cfr. figura D, quinto riquadro). I considerevoli rischi percepiti riguardo al merito di credito dei consumatori e i timori relativi all'attività economica generale hanno continuato ad agire da fattori di compensazione, sebbene in misura inferiore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura D, secondo e terzo riquadro). Le banche hanno allentato i termini e le condizioni del credito principalmente riducendo i margini sulla media dei prestiti.

Domanda di prestiti. Secondo le banche interpellate, la domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata nel primo trimestre (cfr. figura B, terzo riquadro), il che potrebbe riflettere la concomitanza di fattori opposti. Da un lato, la domanda netta nel primo trimestre è stata compressa in particolare da un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Dall'altro, tuttavia, le banche hanno segnalato che la contrazione dei risparmi delle famiglie ha contribuito nel primo trimestre a un aumento netto complessivo della domanda di tali prestiti.

Aspettative. Per il secondo trimestre le banche hanno previsto un allentamento netto dei criteri per la concessione del credito (cfr. figura D, primo riquadro) e un aumento della domanda netta di credito al consumo (cfr. figura B, terzo riquadro).

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

(saldi percentuali)



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

Le IFM e le società non finanziarie possono altresì ottenere finanziamenti esterni indirettamente attraverso il ricorso a società finanziarie non monetarie. Come nei mesi precedenti, la crescita dell'attività di emissione di questo settore è rimasta vigorosa in febbraio, collocandosi al 12,2 per cento, rispetto a una media del 15,1 nel 2004.

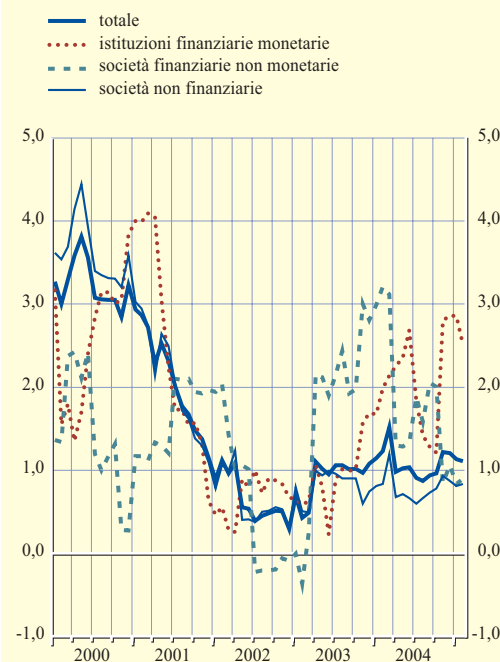
Per quanto concerne il settore pubblico, la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle Amministrazioni centrali ha continuato ad aumentare lievemente in febbraio, al 5,3 per cento, superando quindi il tasso medio di variazione sui dodici mesi del 2004 (pari al 4,9 per cento). Nel contempo la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da altri comparti delle Amministrazioni pubbliche, prevalentemente Amministrazioni locali, è rimasta vigorosa, nonostante sia scesa in febbraio al 12,7 per cento.

AZIONI QUOTATE

In febbraio l'emissione di titoli azionari è rimasta modesta. Pertanto, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro si è collocato all'1,1 per cento, rimanendo sostanzialmente invariato dal mese precedente (cfr. figura 6 e tavola 3). La scomposizione per settore evidenzia che in febbraio la crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è rimasta particolarmente contenuta, allo 0,8 per cento. Nel

Figura 6 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2004 4° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 gen.	2005 feb.
Emissione di titoli di debito:	9.305	6,9	7,0	7,3	6,9	7,2	7,5
IFM	3.592	6,3	8,0	8,7	9,0	8,9	9,5
Società finanziarie non monetarie	757	20,5	15,5	13,3	11,8	12,9	12,2
Società non finanziarie	593	5,9	2,2	3,6	3,0	3,1	3,4
Amministrazioni pubbliche	4.363	5,6	5,6	5,8	5,1	5,5	5,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.114	4,8	5,0	5,2	4,6	5,0	5,3
Altre amministrazioni pubbliche	250	21,4	18,5	16,4	14,4	14,8	12,7
Emissione di azioni quotate:	4.035	1,2	1,1	0,9	1,1	1,1	1,1
IFM	644	1,9	2,3	1,7	2,0	2,9	2,5
Società finanziarie non monetarie	406	3,1	1,6	1,7	1,5	0,8	0,9
Società non finanziarie	2.985	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	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*.

contempo, sempre in febbraio, la crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle IFM è lievemente calata, al 2,5 per cento, mentre quella delle azioni quotate emesse da società finanziarie non monetarie (comprese le società di assicurazione) è rimasta invariata allo 0,9 per cento. La contenuta attività di emissione netta di azioni quotate ha riflesso il limitato fabbisogno di fonti di finanziamento esterno e i costi molto contenuti di finanziamento mediante ricorso al credito.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

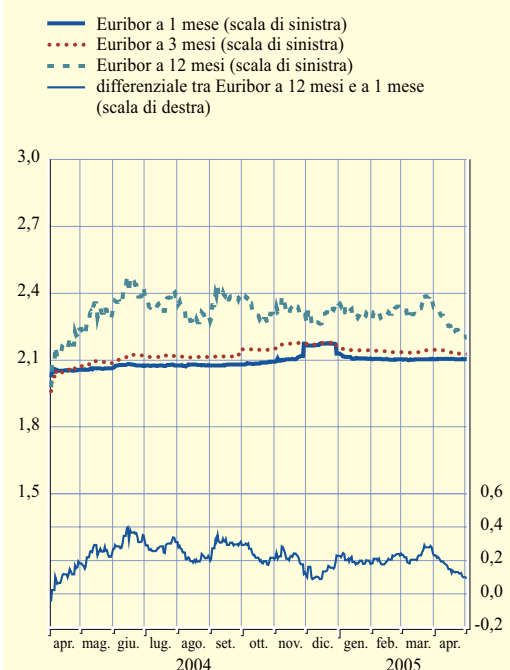
In aprile i tassi di interesse a breve termine del mercato monetario si sono mantenuti sostanzialmente stabili, mentre quelli a lungo termine sono gradualmente diminuiti. Di conseguenza l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è ridotta nel corso del mese.

Ad aprile i tassi di interesse del mercato monetario nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti sono rimasti sostanzialmente stabili. Nello stesso periodo l'Euribor a dodici mesi è leggermente diminuito rispetto al livello di fine marzo. Di conseguenza l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dal differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, si è ridotta collocandosi a 9 punti base il 3 maggio, 16 punti al di sotto del livello della fine di marzo (cfr. figura 7).

Fra la fine di marzo e il 3 maggio, i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2005 sono diminuiti fino a 32 punti base, raggiungendo il 2,11, 2,11 e 2,17 per cento rispettivamente.

Figura 7 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

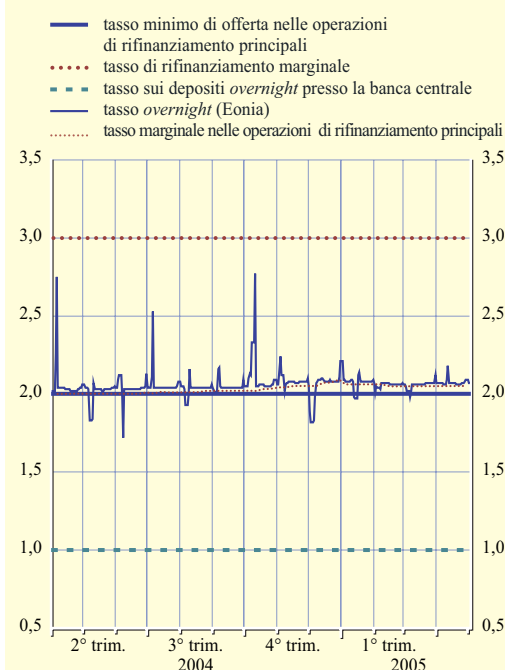
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



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.

In aprile i tassi di interesse del mercato monetario a più breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili su livelli prossimi al tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema (ORP). Nello stesso mese il tasso marginale e quello medio ponderato delle ORP dell'Eurosistema si sono collocati intorno al 2,05 per cento. L'Eonia (*euro overnight index average*) si è mantenuto stabile al 2,07 per cento per la maggior parte del mese. Tuttavia, l'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 12 aprile, esso è salito al 2,18 per cento a seguito di un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 0,9 miliardi di euro. L'Eonia è cresciuto leggermente, al 2,09 per cento, anche il 29 aprile a causa dell'effetto di fine mese, per poi riportarsi il 3 maggio sul livello osservato prima della fine del mese, ossia al 2,07 per cento (cfr. figura 8).

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 28 aprile, i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati al 2,08 e al 2,09 per cento rispettivamente, inferiori di un punto base rispetto ai corrispondenti tassi nell'asta precedente (il 31 marzo 2005) e di 5 e 4 punti base rispetto ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti il 28 aprile.

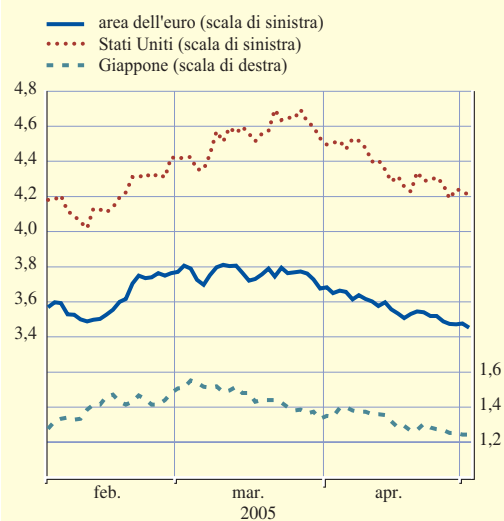
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti sui principali mercati, probabilmente rispecchiando percezioni degli operatori meno favorevoli riguardo alle prospettive di crescita. In tale contesto, tuttavia, le aspettative di inflazione non sono sostanzialmente mutate, come testimoniano le modeste variazioni dei tassi di inflazione di pareggio.

In aprile gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine sono stati sostanzialmente simili in tutti i principali mercati del mondo. Tra la fine di marzo e il 3 maggio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono ridotti di circa 20 e 30 punti base rispettivamente (cfr. figura 9). Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è calato leggermente, collocandosi a circa 75 punti base il 3 maggio. Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi anche in Giappone, di circa 10 punti base. La generale riduzione dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine sembra principalmente ascrivibile ai maggiori timori degli operatori di mercato circa le prospettive di crescita mondiale in seguito alle più recenti pubblicazioni di dati sull'attività economica nei paesi interessati. Inoltre, anche le ricomposizioni di portafoglio operate dagli investitori a favore di titoli "sicuri", ovvero dalle azioni alle obbligazioni, possono avere contribuito al calo dei rendimenti di queste ultime. Ciò nonostante, l'incertezza degli operatori sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari, come indicato dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è rimasta relativamente bassa nelle principali economie (cfr. figura 10).

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

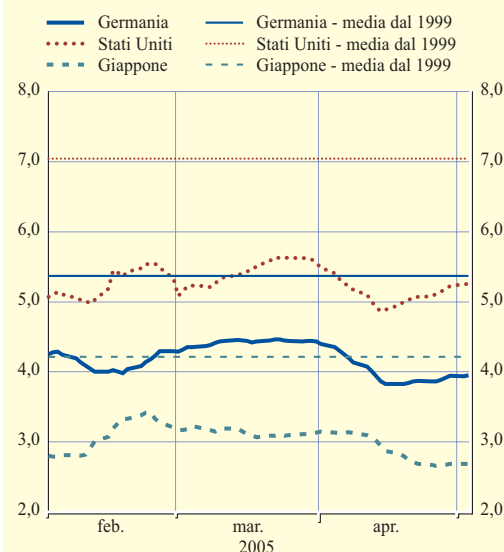


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

Figura 10 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari

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

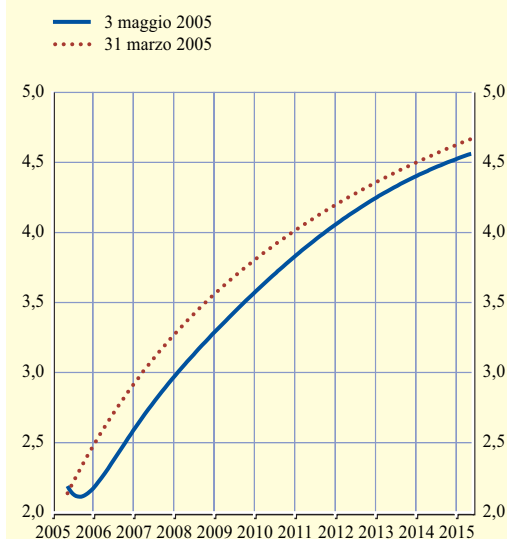


Fonte: Bloomberg.

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.

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*.

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato sono calati per tutte le scadenze nel periodo in esame. Per quanto riguarda i titoli a più breve scadenza in particolare, la flessione ha rispecchiato in parte le reazioni dei mercati alla pubblicazione dei verbali della riunione del Federal Open Market Committee di marzo, che sembrano aver indotto gli investitori a rivedere in certa misura al ribasso le loro aspettative riguardo al percorso di inasprimento della politica monetaria statunitense. Per quanto concerne le scadenze più lunghe, la diminuzione dei rendimenti obbligazionari è apparsa più legata alla diffusione di dati sull'attività economica, in particolare i dati più recenti sull'occupazione e le vendite al dettaglio, che sono stati percepiti dagli operatori di mercato come meno favorevoli del previsto. Le più modeste prospettive degli investitori per l'attività economica futura si sono riflesse in rendimenti inferiori dei titoli indicizzati statunitensi a dieci anni. Nel contempo le aspettative di inflazione degli operatori per l'economia statunitense, riflesse, fra l'altro, dai tassi di inflazione di pareggio a dieci anni, potrebbero essere diminuite lievemente in aprile (cfr. il riquadro 3 *Variazione del titolo indicizzato impiegato nel calcolo dei tassi di inflazione "di pareggio" a lungo termine*), dimostrando di risentire poco del dato leggermente più elevato del previsto riguardante l'inflazione al consumo in marzo.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti in aprile raggiungendo livelli storicamente molto bassi. Il recente calo dei tassi di interesse a lungo termine è stato principalmente dovuto alle revisioni al ribasso degli operatori per quanto riguarda le prospettive di crescita economica dell'area dell'euro. Inoltre, le riallocazioni di portafoglio dai mercati azionari ai mercati dei titoli di Stato potrebbero avere esercitato una pressione al ribasso aggiuntiva sui ren-

dimenti obbligazionari dell'area per tutte le scadenze. Gli investitori sembrano essere divenuti particolarmente preoccupati circa le prospettive di crescita a breve e medio termine. Di conseguenza, il rendimento reale del titolo di Stato indicizzato italiano (collegato allo IAPC dell'area dell'euro escluso il tabacco) con scadenza nel 2008 è diminuito di circa 20 punti base, mentre il rendimento reale dell'analogo titolo di Stato indicizzato francese con scadenza nel 2015 è sceso meno marcatamente, ovvero di circa 10 punti base, fra la fine di marzo e il 3 maggio. La curva dei tassi *overnight* a termine dell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap* per obbligazioni con scadenza a breve o medio termine ha subito uno spostamento verso il basso molto marcato in aprile (cfr. figura 11).

Le preoccupazioni degli operatori di mercato circa le pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro sembrano essersi lievemente attenuate in aprile, come suggerito da un calo di circa 10 punti base del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, derivato dalla differenza fra i rendimenti dei titoli di Stato francesi nominali e indicizzati con scadenza nel 2015, che si è collocata al 2,1 per cento il 3 maggio.

Riquadro 3

VARIAZIONE DEL TITOLO INDICIZZATO IMPIEGATO NEL CALCOLO DEI TASSI DI INFLAZIONE "DI PAREGGIO" A LUNGO TERMINE

I tassi di inflazione "di pareggio" a lungo termine, misurati dal differenziale di rendimento fra un normale titolo di Stato nominale e uno indicizzato emesso dallo stesso organismo e con scadenza comparabile, sono indicatori molto utili dell'inflazione media attesa dagli operatori di mercato nell'arco della vita residua di tali titoli ¹⁾. Dal numero di febbraio 2002 di questo Bollettino, i tassi di inflazione "di pareggio" di riferimento ("a dieci anni") per l'area dell'euro sono stati desunti dal titolo indicizzato con scadenza nel 2012 emesso dal governo francese nel novembre 2001. Tuttavia, questo titolo ha attualmente una vita residua di circa 7½ anni soltanto. L'emissione nel novembre 2004 di un titolo di Stato francese indicizzato all'inflazione (anche in questo caso a quella misurata sullo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco) con scadenza nel 2015 consente una sostituzione dei titoli impiegati per calcolare il tasso di inflazione "di pareggio" di riferimento in modo che quest'ultimo rifletta l'inflazione attesa dagli operatori di mercato su un periodo che sia nuovamente il più prossimo possibile ai dieci anni.

Il presente riquadro esamina le conseguenze della variazione dei titoli usati nel calcolo dei tassi di inflazione "di pareggio" di riferimento nell'area dell'euro riportati periodicamente nel Bollettino mensile. Per coerenza, una variazione analoga è stata apportata nel calcolo dei tassi di inflazione "di pareggio" riportati per gli Stati Uniti.

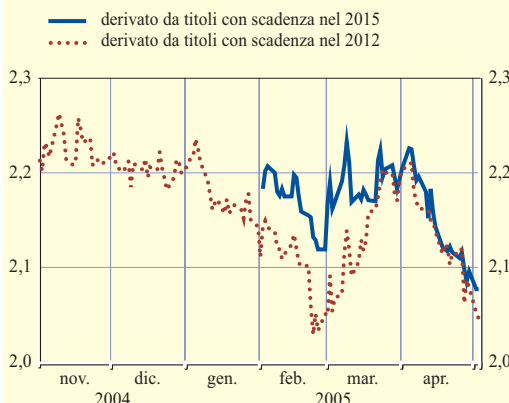
Come si può riscontrare nella figura A, il passaggio dal titolo con scadenza nel 2012 a quello con scadenza nel 2015 ha finora comportato solo una modesta differenza dei tassi di inflazione "di pareggio" a lungo termine riportati ²⁾. Il 3 maggio i tassi di inflazione "di pareggio" derivati

1) Per maggiori informazioni, cfr. l'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

2) I tassi di inflazione "di pareggio" derivati dai titoli indicizzati all'inflazione con scadenza nel 2012 e nel 2015 sono determinati sulla base di un raffronto con i titoli di Stato francesi nominali equivalenti. Al fine di evitare distorsioni dovute a scadenze discordanti, i titoli nominali sono scelti in modo da far coincidere la loro scadenza, per quanto possibile, con quella dei titoli indicizzati. Per i titoli indicizzati con scadenza nel 2012 e nel 2015, sono stati considerati titoli nominali con durata più breve di tre mesi. Di conseguenza, i tassi di inflazione "di pareggio" derivati dal titolo con scadenza nel 2015 non sono stati disponibili fino a febbraio 2005, quando è stato emesso il titolo nominale sottostante.

Figura A Tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro

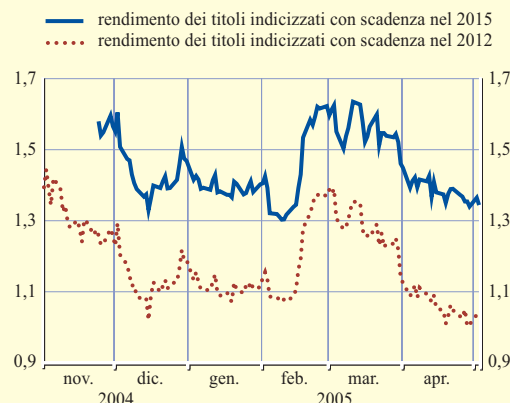
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura B Rendimenti dei titoli indicizzati nell'area dell'euro

(valori percentuali; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

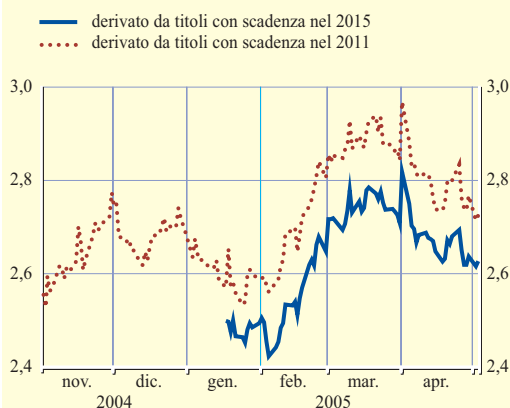
dai titoli con scadenza nel 2012 e nel 2015 si collocavano entrambi al 2,1 per cento circa. Tuttavia, la figura A mostra anche che fra gli inizi di febbraio e la metà di marzo i tassi di inflazione “di pareggio” derivati dal titolo con scadenza nel 2015 erano superiori di qualche punto base a quelli derivati dal titolo con scadenza nel 2012. Prescindendo da fattori di mercato, queste modeste differenze potrebbero rispecchiare premi a termine lievemente superiori e crescenti con la scadenza, nonché un grado di incertezza sull’inflazione che varia nel tempo e i relativi premi per il rischio di inflazione incorporati nei diversi titoli utilizzati. Ad esempio, i picchi dei corsi petroliferi nel periodo in questione potrebbero aver contribuito a un grado di incertezza riguardo all’inflazione temporaneamente maggiore negli orizzonti di breve e medio periodo che in quelli a più lungo termine.

Peraltro, se si considerano i rendimenti sui titoli indicizzati a lungo termine (una misura dei tassi di interesse reali a lungo termine nell’area dell’euro), quello sul titolo con scadenza nel 2015 si è collocato il 3 maggio su un livello di circa 30 punti base superiore a quello del titolo con scadenza nel 2012 (cfr. figura B). Ciò riflette il fatto che la curva dei rendimenti per i tassi di interesse reali ha al momento inclinazione positiva.

Una sostituzione analoga dei titoli alla base del calcolo del tasso di inflazione “di pareggio” è stata effettuata per gli Stati Uniti, al fine di garantire la comparabilità con i dati relativi all’area dell’euro. I rendimenti sui titoli indicizzati all’inflazione riportati e i tassi di inflazione “di pareggio” corrispondenti relativi a tale paese si basano ora su un titolo del Tesoro statunitense indicizzato all’inflazione con scadenza nel 2015, recentemente emesso, anziché su quello con scadenza nel 2011 utilizzato in precedenza. Il 3 maggio il tasso di inflazione “di pareggio” derivato dai titoli con scadenza nel 2015 si è collocato su un livello di circa 10 punti base inferiore a quello del tasso derivato dai titoli con scadenza nel 2011 (cfr. figura C). Ciò potrebbe indicare che i timori di inflazione degli operatori di mercato sono attualmente maggiori nel breve e medio termine che negli orizzonti più lunghi. Il 3 maggio il rendimento reale a dieci anni sul titolo indicizzato con scadenza nel 2015 è stato di circa 40 punti base superiore a quello del titolo corrispondente con scadenza nel 2011 (cfr. figura D).

Figura C Tassi di inflazione di pareggio negli Stati Uniti

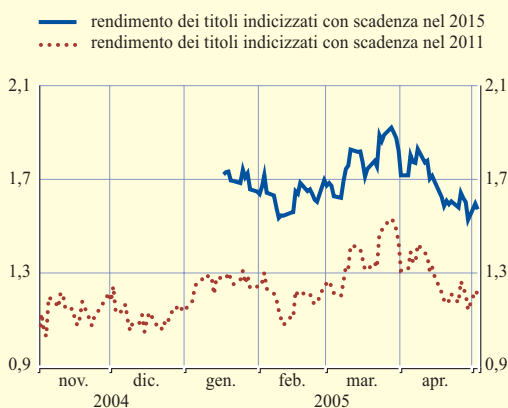
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura D Rendimenti dei titoli indicizzati negli Stati Uniti

(valori percentuali; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In febbraio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM è rimasta sostanzialmente invariata. Nel contempo i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie sono leggermente diminuiti.

La maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sui nuovi depositi e prestiti è rimasta invariata a febbraio (cfr. figura 12 e tavola 4). L'unica eccezione di rilievo è stata rappresentata da un calo di 75 punti base del tasso a breve termine sui prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo, dovuto principalmente alla brusca diminuzione di questo tasso in un singolo paese.

In una prospettiva di più lungo termine, la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM è rimasta sostanzialmente invariata da luglio 2003, rispecchiando gli andamenti degli analoghi tassi del mercato monetario. Tra giugno 2004 e gennaio 2005, per esempio, i tassi a breve termine sia sui prestiti a società non finanziarie sia sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti generalmente invariati. Nello stesso periodo, i tassi sui depositi con durata prestabilita fino a un anno sia per le famiglie sia per le società non finanziarie sono aumentati solo leggermente, di circa 5 punti base.

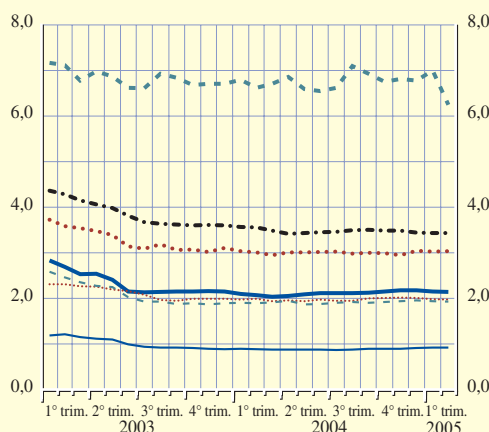
In febbraio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni su scadenze più lunghe è leggermente diminuita (cfr. figura 13 e tavola 4). L'unica eccezione di rilievo è stata costituita dal tasso sui depositi a lungo termine (con durata prestabilita superiore a due anni) da parte di società non finanziarie, che si è accresciuto di circa 30 punti base nel mese in esame, compensando così un calo complessivamente simile di questo tasso nei due mesi precedenti.

In una prospettiva di più lungo termine, da giugno 2004 la maggior parte dei tassi di interesse applicati dalle IFM sono diminuiti, in linea con gli andamenti dei corrispondenti tassi di interesse di mercato. Per esempio il rendimento sui titoli di Stato a cinque anni è diminuito di circa 65 punti base nel periodo in esame, a fronte di una diminuzione dei tassi sui prestiti a lungo termine a società non finanziarie (con un pe-

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



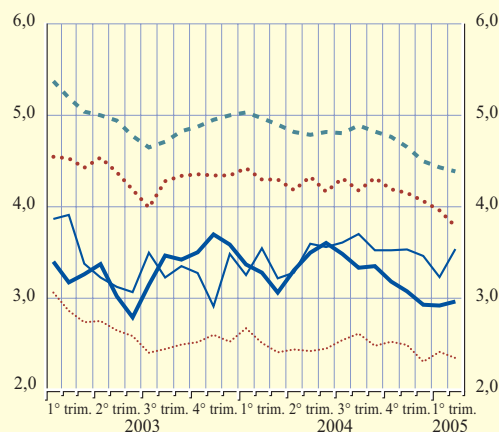
Fonte: BCE.

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.

riodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) e di quelli sui mutui a lungo termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con periodo di determinazione iniziale del tasso tra i cinque e i dieci anni) di circa 35 e 45 punti base, rispettivamente. Nello stesso tempo, il tasso di interesse sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni delle famiglie si è ridotto solo lievemente (di circa 10 punti base), mentre il corrispondente tasso relativo alle società non finanziarie è generalmente rimasto invariato.

2.6 MERCATI AZIONARI

Nel complesso, i corsi sui mercati azionari mondiali sono diminuiti in aprile. A tale diminuzione e all'aumento dell'incertezza nei mercati azionari mondiali hanno contribuito le crescenti incertezze degli investitori circa le prospettive di crescita delle principali economie.

I corsi azionari sono diminuiti in aprile su tutti i principali mercati, confermando così l'andamento al ribasso già osservato nel mese precedente (cfr. figura 14). Nel complesso, le quotazioni azionarie

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 febbraio 2005		
	2004 set.	2004 ott.	2004 nov.	2004 dic.	2005 gen.	2005 feb.	2003 gen.	2004 nov.	2005 gen.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,90	1,92	1,94	1,95	1,94	1,92	-66	-1	-1
con durata prestabilita oltre due anni	2,48	2,53	2,49	2,31	2,41	2,35	-71	-14	-7
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	2,00	2,02	2,01	1,98	1,97	-33	-4	-1
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,52	2,52	2,51	2,52	2,49	2,49	-79	-2	0
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,89	0,89	0,89	0,91	0,92	0,92	-26	2	0
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,00	2,04	2,04	2,08	2,04	2,04	-68	0	0
con durata prestabilita oltre due anni	3,52	3,53	3,53	3,46	3,23	3,54	-33	1	31
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	6,93	6,75	6,81	6,78	7,00	6,25	-92	-56	-75
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,50	3,49	3,48	3,44	3,43	3,43	-93	-5	0
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,82	4,76	4,65	4,50	4,43	4,38	-99	-27	-5
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,38	5,40	5,37	5,27	5,36	5,30	-77	-6	-6
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	3,94	-93	-7	-4
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,70	4,65	4,55	4,44	4,46	4,36	-79	-19	-9
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,00	2,98	2,95	3,04	3,02	3,03	-70	8	0
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,32	4,19	4,15	4,06	3,96	3,79	-76	-36	-17
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	-69	-3	-1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,60	2,47	2,41	2,36	2,39	2,45	-18	4	6
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,35	3,18	3,08	2,93	2,92	2,97	-44	-11	4

Fonte: BCE.

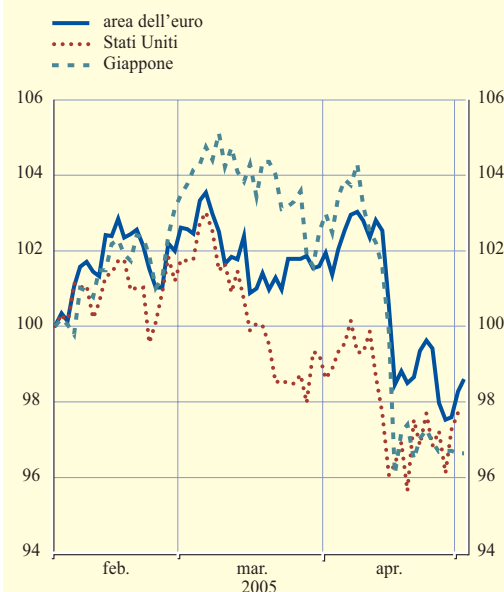
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati 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.

nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurate rispettivamente dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono calate di circa il 3 e il 2 per cento fra la fine di marzo e il 3 maggio. In Giappone, l'indice Nikkei 225 ha perso circa il 6 per cento nello stesso periodo. Nel contempo l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni, è aumentata nei principali mercati, rimanendo tuttavia molto al di sotto della media a partire dal 1999 (cfr. figura 15).

Diversi fattori hanno influenzato i corsi azionari negli Stati Uniti in aprile. La diffusione di dati sull'occupazione e sulle vendite al dettaglio inferiori alle attese ha alimentato alcune preoccupazioni circa il vigore della crescita economica statunitense in futuro. Inoltre, sulle quotazioni azionarie di

Figura 14 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° febbraio 2005 = 100; dati giornalieri)

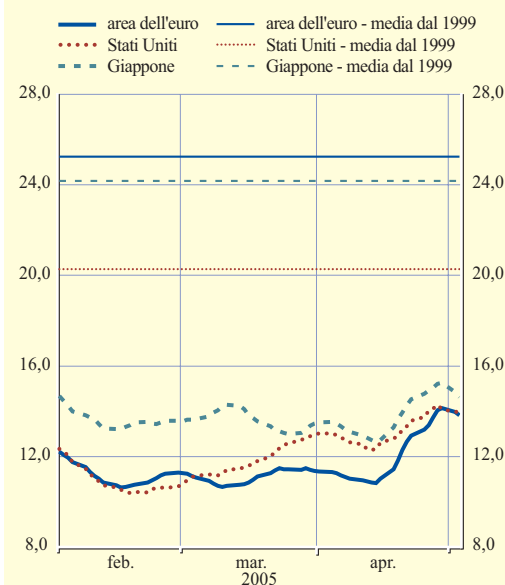


Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard & 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 a dieci termini, 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.

quel paese sembrano avere pesato premi per il rischio azionario più elevati richiesti dagli investitori. Questa interpretazione è anche in linea con un aumento dell'incertezza percepita, riflesso dalla volatilità implicita estratta dalle opzioni azionarie. Tuttavia, il protrarsi di una crescita relativamente vigorosa degli utili e i minori rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine, che costituiscono il fattore di sconto per i flussi di cassa attesi, hanno probabilmente contribuito a limitare il calo delle quotazioni azionarie statunitensi.

Anche il calo dei corsi azionari nell'area dell'euro in aprile ha riflesso i timori degli operatori di mercato circa le prospettive di crescita. Tali timori sono scaturiti principalmente dalla diffusione di diversi dati che indicavano un indebolimento della fase ciclica nell'area dell'euro. Nel contempo, tuttavia, la protratta forte redditività delle società dell'area dell'euro, unitamente a rendimenti obbligazionari in calo, ha probabilmente operato nella direzione opposta.

A livello settoriale, il comparto sanitario ha conseguito risultati migliori rispetto all'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx. Viceversa, risultati peggiori rispetto all'indice ampio sono stati conseguiti dalle società operanti nei settori dei beni di consumo e dei servizi, forse ascrivibili alla preoccupazione degli investitori che la domanda finale in questi settori possa essere inferiore a quanto precedentemente anticipato.

3 PREZZI E COSTI

In marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta invariata al 2,1 per cento. Da un lato, è aumentato il contributo dei prezzi dei beni energetici e dei prodotti alimentari, a causa dei rincari petroliferi e delle condizioni climatiche sfavorevoli in alcuni paesi dell'area. Dall'altro lato, una spinta al ribasso sull'inflazione è venuta da un effetto base dovuto all'introduzione di imposte sui tabacchi in alcuni paesi dell'area nel marzo del 2004. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, anche in aprile l'inflazione armonizzata si è collocata al 2,1 per cento. In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è rimasto invariato, al 4,2 per cento. Mentre i rincari dei beni energetici sembrano essersi trasferiti in qualche misura sui prezzi alla produzione dei beni d'investimento e di quelli intermedi, finora non vi sono indicazioni di un significativo effetto di tali rincari sui prezzi alla produzione dei beni di consumo. Per quanto riguarda il costo del lavoro, gli indicatori diffusi di recente confermano il quadro complessivo di moderata crescita salariale. L'andamento dei corsi petroliferi rimane cruciale per le prospettive a breve termine dell'inflazione nell'area. In generale non si riscontrano indicazioni significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro; l'inflazione dovrebbe scendere di nuovo sotto il 2 per cento, con un certo ritardo. Nel medio e lungo termine, tuttavia, persistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER APRILE 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in aprile l'inflazione armonizzata nell'area è rimasta al 2,1 per cento. Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per le diverse componenti, i prezzi dei beni energetici dovrebbero aver esercitato ulteriori pressioni al rialzo. Tale stima è tuttavia caratterizzata da un significativo grado d'incertezza, data la natura preliminare dei dati.

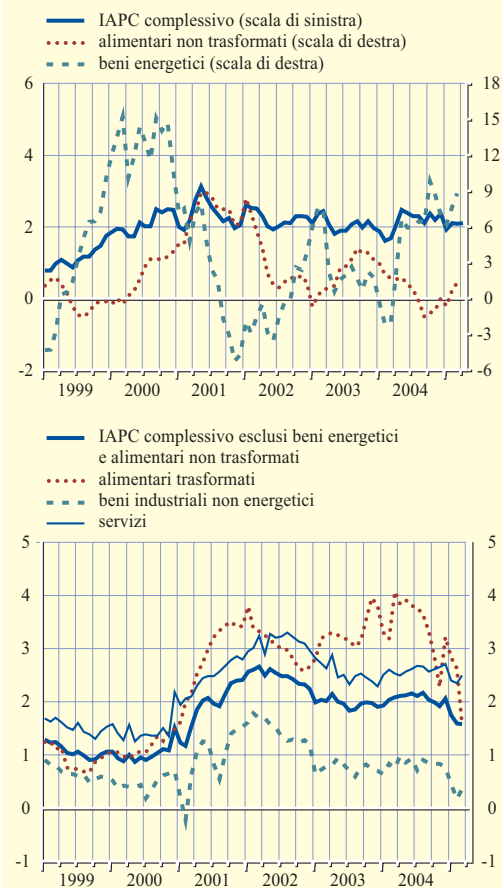
INFLAZIONE ARMONIZZATA A MARZO 2005

In marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta al 2,1 per cento, invariata rispetto al mese precedente, mentre sono aumentate le spinte inflazionistiche provenienti dai prezzi dei beni energetici e da quelli dei prodotti alimentari non trasformati. La crescita dei prezzi dei beni energetici è salita all'8,8 per cento in marzo, dal 7,7 di febbraio, riflettendo i recenti rincari petroliferi (cfr. figura 16). Anche i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati hanno accelerato, probabilmente a causa delle avverse condizioni climatiche in alcuni paesi (ad esempio, in Francia), che hanno determinato un marcato aumento dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli.

Tuttavia, l'incremento del contributo delle componenti più variabili è stato compensato

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 nov.	2004 dic.	2005 gen.	2005 feb.	2005 mar.	2005 apr.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1
Beni energetici	3,0	4,5	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	.
Servizi	2,5	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	3,7	3,5	3,9	4,2	4,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	34,5	30,0	33,6	35,2	40,4	41,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	0,4	-0,2	3,1	3,1	-0,4	-1,9

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

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

da un effetto base relativo all'aumento delle imposte sui tabacchi in alcuni paesi dell'area nel marzo del 2004. Tale effetto base ha ridotto sensibilmente il contributo dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati; l'incremento dello IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è così rimasto invariato all'1,6 per cento (cfr. figura 16), nonostante una lieve accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici e di quelli dei servizi (cfr. tavola 5).

I dati più recenti disponibili per il 2004 mostrano che la dinamica dei prezzi degli immobili residenziali è rimasta vigorosa nel complesso dell'area (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4

ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

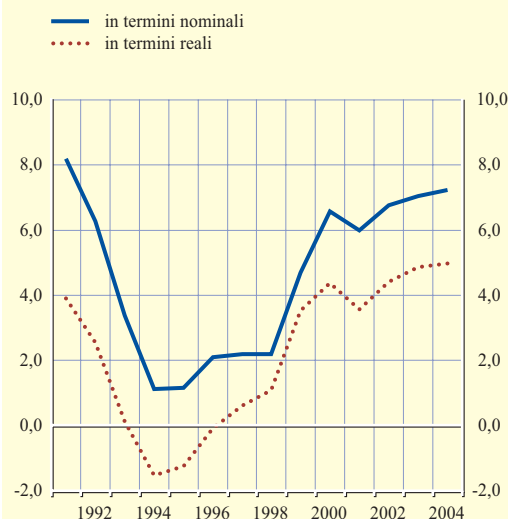
Gli andamenti dei prezzi degli immobili residenziali sono un fattore importante nelle valutazioni alla base delle decisioni di politica monetaria miranti a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine ¹⁾. Ad esempio, le variazioni dei prezzi degli immobili residenziali possono incidere sul comportamento di spesa delle famiglie, in particolare tramite gli effetti di ricchezza, e sugli investimenti in immobili residenziali, oltre a essere in relazione con l'evoluzione del credito. Sebbene non siano inclusi nello IAPC, i prezzi degli immobili residenziali possono causare effetti indiretti su alcune delle sue componenti, in particolare sui canoni di affitto. Questo riquadro esamina gli andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro e nei singoli paesi dell'area.

I dati disponibili per il 2004 mostrano che il tasso di incremento dei prezzi degli immobili residenziali è rimasto vigoroso nel complesso dell'area, essendo prossimo al livello più elevato toccato dagli inizi degli anni novanta. Si stima che nell'area dell'euro i prezzi degli immobili residenziali siano aumentati del 7,2 per cento nel 2004, dopo un incremento del 7,0 nel 2003 (cfr. figura A), il quinto anno consecutivo con incrementi dell'ordine del 6-7 per cento. Tra il 1999 e il 2004 il tasso di incremento dei prezzi degli immobili residenziali è stato fra tre e cinque punti percentuali

1) Cfr. per esempio l'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

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

(tassi di variazione sul periodo corrispondente; dati annuali)

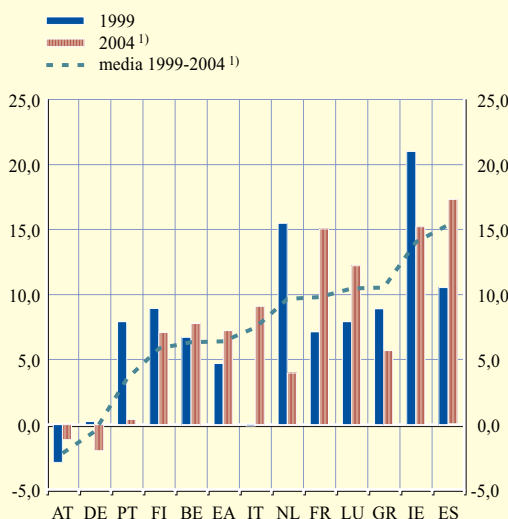


Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati.

Nota: i prezzi degli immobili residenziali in termini reali sono calcolati utilizzando lo IAPC come deflatore.

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

(variazioni percentuali annue)



Fonti: dati di fonte nazionale ed elaborazioni della BCE.

Nota: la sigla EA indica l'area dell'euro.

1) Per l'Austria e il Lussemburgo dati disponibili fino al 2002, per Belgio, Grecia e Irlanda fino al 2003.

più elevato del tasso di crescita dello IAPC, dopo un periodo di rincari relativamente contenuti (inferiori al 3 per cento) tra il 1993 e il 1998²⁾.

L'andamento aggregato dei prezzi degli immobili residenziali nell'area nasconde notevoli disparità tra i singoli paesi, come mostrato nella figura B. In media tra il 1999 e il 2004, Spagna, Irlanda, Grecia, Lussemburgo, Francia e Paesi Bassi hanno registrato aumenti dei prezzi degli immobili residenziali notevolmente superiori all'andamento aggregato nell'area, mentre in Germania e Austria si è avuta una flessione dei prezzi.

Per quanto riguarda gli andamenti più recenti, i dati disponibili per il 2004 mostrano una diminuzione della crescita sul periodo corrispondente dei prezzi nei Paesi Bassi e in Portogallo, a un livello inferiore al tasso di incremento medio tra il 1999 e il 2004. Gli aumenti sono rimasti vigorosi in Francia, dove i prezzi hanno registrato un'ulteriore accelerazione, e in Spagna. In Germania, al contrario, i prezzi sono calati per il terzo anno consecutivo.

I dati trimestrali per il Belgio, disponibili fino al secondo trimestre del 2004, indicano un tasso di incremento dei prezzi sostanzialmente invariato rispetto al 2003, mentre quelli per Irlanda e Grecia, disponibili fino al terzo trimestre, segnalano rispettivamente una lieve decelerazione³⁾ e un significativo ridimensionamento rispetto all'anno precedente.

2) Va precisato che, a causa dell'eterogeneità dei dati nazionali, i dati aggregati per l'area compilati dalla BCE costituiscono solo un'indicazione di massima dell'andamento dei prezzi degli immobili residenziali. Per ulteriori informazioni sui limiti dei dati, cfr. il riquadro *Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.

3) In Irlanda, secondo dati raccolti dal settore privato (*Permanent TSB House Price Index*, disponibile fino al primo trimestre del 2005), la crescita dei prezzi degli immobili residenziali potrebbe avere registrato un ulteriore calo dopo il terzo trimestre del 2004.

Nel complesso, la rapida accelerazione dei prezzi degli immobili residenziali in alcune regioni dell'area rende necessario seguire attentamente gli andamenti del mercato immobiliare, in considerazione delle possibili implicazioni per tali regioni e per l'intera area dell'euro.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

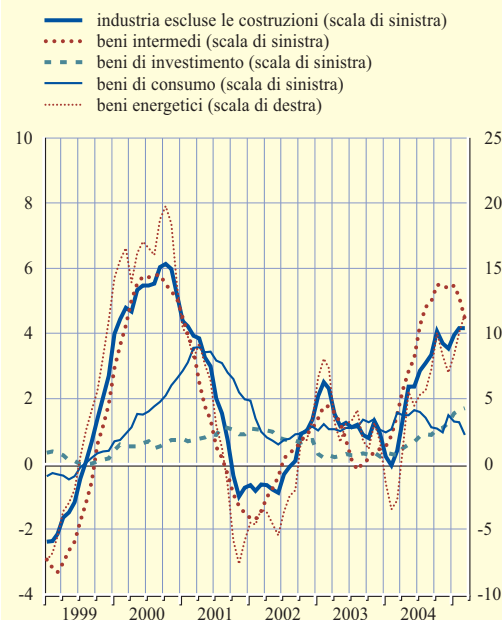
In marzo la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni è rimasta invariata al 4,2 per cento (cfr. figura 17); tale dato riflette un'ulteriore accelerazione dei prezzi alla produzione della componente energetica, imputabile all'andamento dei corsi petroliferi, a fronte di un rallentamento dei prezzi alla produzione al netto di costruzioni ed energia. Nel complesso, mentre i rincari dei beni energetici sembrano essersi trasferiti in qualche misura sui prezzi alla produzione dei beni d'investimento e di quelli intermedi, finora non vi sono indicazioni di un significativo impatto di tali rincari sui prezzi alla produzione dei beni di consumo.

Per quanto concerne le diverse componenti dell'indice dei prezzi alla produzione, sempre in marzo la crescita dei prezzi dei beni energetici è salita ulteriormente all'11,5 per cento, dal 10,0 del mese precedente, principalmente per effetto delle elevate quotazioni petrolifere negli ultimi mesi. La dinamica dei prezzi dei beni intermedi è calata per il secondo mese consecutivo, sebbene sia rimasta relativamente elevata, probabilmente di riflesso all'andamento dei prezzi di alcune materie prime negli ultimi mesi. L'andamento più recente, tuttavia, sembrerebbe indicare una parziale inversione di tendenza verso un ritmo di crescita più contenuto in futuro. Sempre in marzo, i prezzi alla produzione dei beni di consumo hanno rallentato, confermando la crescita modesta osservata negli ultimi due anni. Ciò indica che i rincari dei beni energetici hanno avuto finora effetti molto limitati sull'inflazione alla produzione dei beni di consumo. Infine, la crescita dei prezzi dei beni d'investimento è aumentata lievemente, all'1,7 per cento, confermando la graduale tendenza al rialzo in atto dagli inizi del 2004.

Per quanto riguarda le indagini congiunturali, l'Eurozone Input Price Index, basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero, ha segnalato in aprile una perdurante moderazione della dinamica delle pressioni sui costi, nonostante i rincari dei beni energetici (cfr. figura 18); l'indice è tuttavia rimasto su un valore superiore a 50, continuando a indicare un incremento dei prezzi degli input. Anche l'indice dei prezzi di vendita nel settore manifatturiero è diminuito e, per la prima volta da oltre un anno, segnala che i prezzi dell'output sono rimasti invariati. Ciò suggerisce che, probabilmente a causa della forte concorrenza internazionale e della crescita moderata nell'area dell'euro, le imprese manifatturiere finora non sono riuscite a trasfe-

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

rire del tutto i rincari degli input sui prezzi di vendita. Al momento di scrivere questo Bollettino, i dati sul settore dei servizi erano disponibili solo fino a marzo. In tale mese entrambi gli indici dei prezzi degli input e dell'output sono scesi, pur rimanendo superiori a 50, indicando pertanto la prosecuzione dell'espansione.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

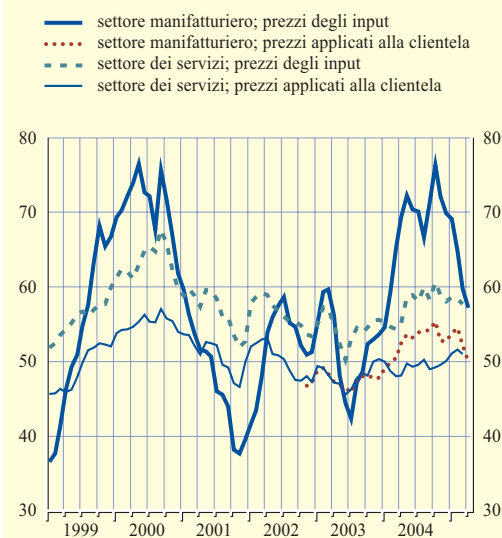
Tutti gli indicatori della crescita del costo del lavoro sono diminuiti in media nel 2004 rispetto al 2003, confermando il quadro generale di una crescita salariale moderata nell'area (cfr. tavola 6 e figura 19).

Nel quarto trimestre il tasso di incremento dei redditi per occupato è salito al 2,0 per cento sul periodo corrispondente, dall'1,8 del trimestre precedente. Questa lieve accelerazione è dovuta principalmente a un effetto statistico relativo all'inversione del forte calo registrato in Italia nel terzo trimestre a causa delle modalità temporali dei pagamenti nel settore pubblico. Considerando un orizzonte più lungo, benché la crescita dei redditi per occupato sia stata corretta al rialzo al 2,7 per cento (dal 2,2) nella prima metà del 2004 e all'1,8 per cento (dall'1,5) nel terzo trimestre, i dati indicano ancora una moderata crescita salariale negli ultimi trimestri.

I dati disponibili a livello settoriale, anch'essi sottoposti a sensibili revisioni statistiche, indicano che nel quarto trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato ha recuperato lievemente sia nel settore industriale sia in quello dei servizi, mentre è calata nelle costruzioni (cfr. figura 20). Nel corso del 2004 la dinamica dei redditi per occupato si è ridotta notevolmente nel settore delle costruzioni e in particolare nell'industria, mentre ha oscillato senza una chiara direzione in quello dei servizi.

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.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

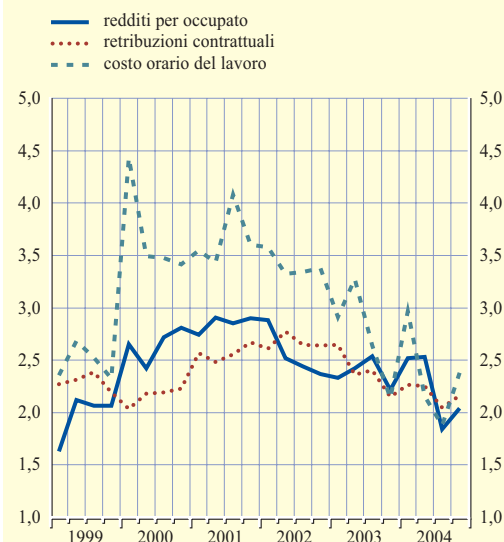
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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	2,2	1,9	2,4
Redditi per occupato	2,4	2,2	2,2	2,5	2,5	1,8	2,0
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,4	1,3	0,6	1,3	1,7	1,3	0,9
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,0	0,9	1,6	1,2	0,8	0,5	1,1

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 19 Indicatori del costo del lavoro

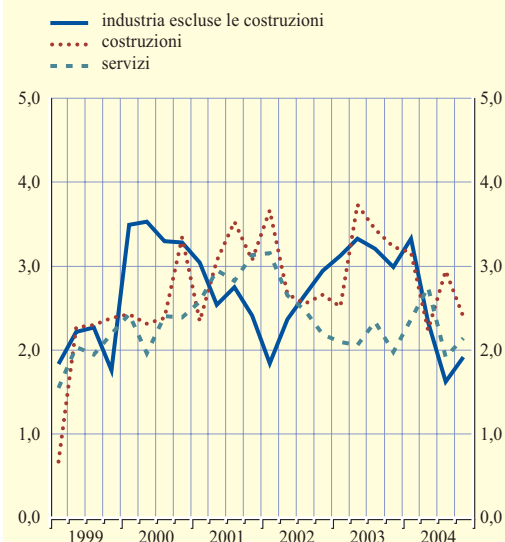
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 20 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Quanto agli altri indicatori del costo del lavoro, nel quarto trimestre del 2004 le retribuzioni contrattuali sono cresciute del 2,2 per cento sul periodo corrispondente, 0,2 punti percentuali in più rispetto al trimestre precedente. Nel complesso del 2004 l'incremento medio delle retribuzioni contrattuali è stato del 2,2 per cento, lievemente inferiore a quanto registrato nel 2003. Nel quarto trimestre la crescita del costo orario del lavoro è stata del 2,4 per cento, in aumento rispetto al precedente trimestre ma ancora inferiore alla media del 2003, pari al 2,7 per cento. Sempre nel quarto trimestre, la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è salita all'1,1 per cento, dallo 0,5 del trimestre precedente, riflettendo il rallentamento ciclico della produttività del lavoro. Nondimeno, nel 2004 l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato dello 0,9 per cento, relativamente moderato in termini storici e nettamente inferiore al 2,0 per cento registrato l'anno precedente.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere sugli attuali livelli se non risentirà ancora di marcate oscillazioni dei corsi petroliferi o di altri fattori variabili. Gli incrementi salariali sono rimasti contenuti negli ultimi trimestri e, a fronte della moderata crescita economica e dell'elevata disoccupazione, tale tendenza dovrebbe per il momento proseguire. Nel complesso, non si riscontrano indicazioni significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area; l'inflazione quindi dovrebbe scendere di nuovo sotto il 2 per cento, con un certo ritardo. Permangono, tuttavia, rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, legati principalmente all'andamento dei corsi petroliferi e alla possibilità che questi inducano effetti di secondo impatto attraverso il processo di determinazione di salari e prezzi. Al riguardo è importante tenere sotto osservazione l'andamento delle attese sull'inflazione a lungo termine nell'area (cfr. riquadro 5).

Riquadro 5

**LE ASPETTATIVE DEL SETTORE PRIVATO PER L'AREA DELL'EURO: I RISULTATI DELLA
SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2005**

Questo riquadro presenta i risultati della ventisettesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE tra il 18 e il 22 aprile 2005. La SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla disoccupazione e sull'attività economica per l'area dell'euro di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie situate nell'Unione europea. È importante ricordare che, alla luce della diversità del campione di partecipanti all'inchiesta, i risultati aggregati della SPF possono riflettere una serie relativamente eterogenea di opinioni e di ipotesi soggettive. Ove possibile, i risultati sono confrontati con altri indicatori disponibili delle aspettative del settore privato per gli stessi orizzonti temporali.

Aspettative di inflazione per il 2005 e il 2006

Rispetto alla precedente indagine condotta in gennaio, le aspettative riguardo alle prospettive di inflazione sono rimaste sostanzialmente invariate. I partecipanti all'inchiesta si attendono che l'inflazione armonizzata si collochi in media all'1,9 per cento nel 2005 e all'1,8 per cento nel 2006. La previsione media dell'SPF è superiore di 0,1 punti percentuali a quella riportata da *Consensus Economics* per il 2005 e a quelle sia di *Consensus Economics* sia di *Euro Zone Barometer* per il 2006. Secondo l'SPF, le prospettive di inflazione sono influenzate principalmente dall'andamento dei corsi petroliferi. Si considera che l'impatto al rialzo dei prezzi del petrolio sia in parte controbilanciato da una serie di fattori attenuanti, quali la maggiore concorrenza internazionale, la perdurante forza dell'euro e il protrarsi della moderazione salariale.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Orizzonte di previsione				
	2005	marzo 2006	2006	marzo 2007	A più lungo termine ²⁾
IAPC complessivo					
SPF, 2° trim. 2005	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9
Precedente SPF, 1° trim. 2005	1,9	-	1,8	-	1,9
<i>Consensus</i> (aprile 2005)	1,8	-	1,7	-	1,9
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2005)	1,9	-	1,7	-	1,9
Crescita del PIL in termini reali					
SPF, 2° trim. 2005	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2
Precedente SPF, 1° trim. 2005	1,8	-	2,1	-	2,3
<i>Consensus</i> (aprile 2005)	1,5	-	1,9	-	2,1
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2005)	1,6	-	1,9	-	2,1
Tasso di disoccupazione¹⁾					
SPF, 2° trim. 2005	8,8	8,7	8,6	8,5	7,6
Precedente SPF, 1° trim. 2005	8,8	-	8,5	-	7,5
<i>Consensus</i> (aprile 2005)	8,8	-	8,6	-	-
<i>Euro Zone Barometer</i> (aprile 2005)	8,9	-	8,7	-	7,7

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Nell'ultima e nella penultima SPF e nell'*Eurozone Barometer* le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2009. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2011-2015.

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

(valori percentuali)

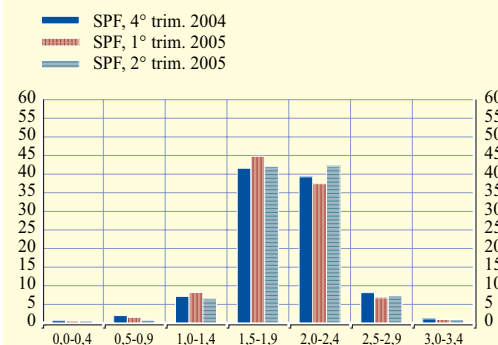
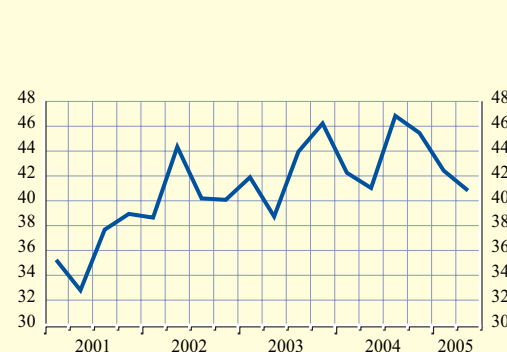


Figura B Probabilità che l'inflazione si collochi su un valore uguale o superiore al 2 per cento dopo cinque anni

(valori percentuali)



Ai partecipanti alla SPF viene richiesto anche di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Tale distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in termini percentuali, che il risultato futuro si collochi in un intervallo specifico. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette pertanto di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La figura A, che riporta le distribuzioni aggregate di probabilità relative alle ultime tre inchieste per i tassi medi annuali dell'inflazione armonizzata nel 2005, evidenzia come la valutazione dei rischi sia stata rivista al rialzo nell'ultima inchiesta. La probabilità che l'inflazione nel 2005 si collochi fra il 2,0 e il 2,4 per cento è ora molto prossima alla probabilità che essa si attesti fra l'1,5 e l'1,9 per cento (entrambe al 42 per cento circa). La prima è aumentata rispetto alla SPF condotta nel gennaio 2005. Per contro, la distribuzione di probabilità per il 2006 è variata solo lievemente rispetto alla SPF precedente e continua ad assegnare un'alta probabilità (45 per cento) al fatto che l'inflazione si situi fra 1,5 e l'1,9 per cento. Il rischio maggiore citato dai partecipanti all'SPF rimane quello connesso alla dinamica dei corsi petroliferi.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Secondo gli ultimi risultati della SPF, le aspettative di inflazione a cinque anni sono rimaste invariate, all'1,9 per cento, per la quattordicesima SPF consecutiva. Queste aspettative sono pienamente in linea con le stime pubblicate recentemente da *Consensus Economics* e dall'*Euro Zone Barometer*. Sebbene la distribuzione di probabilità assegnata all'inflazione a più lungo termine continui a indicare un rischio verso l'alto, vi è stata una leggera attenuazione nella valutazione di tale rischio nelle SPF recenti (cfr. figura B) ¹⁾.

I risultati dell'indagine SPF possono essere raffrontati con le aspettative di inflazione a lungo termine misurate dal differenziale fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione. In aprile i tassi di inflazione di pareggio derivati dai titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro escluso il tabacco con scadenza nel 2012 o nel 2015 hanno continuato a essere superiori ai livelli delle aspettative di inflazione dell'indagine (cfr.

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

figura C) ²⁾. Tuttavia, il tasso di inflazione di pareggio estratto dai mercati finanziari non è semplicemente una misura delle aspettative di inflazione, in quanto include anche diversi premi per il rischio (quali un premio per l'incertezza sull'inflazione e un premio per la liquidità). Di conseguenza, quando gli investitori divengono più incerti circa le loro previsioni e sono disposti a pagare un premio per coprirsi, queste misure ne risentono.

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

La crescita del PIL attesa per il 2005 è stata rivista al ribasso all'1,6 per cento, ossia 0,2 punti percentuali in meno rispetto alla precedente indagine. Anche la stima puntuale per il 2006, al 2,0 per cento, è stata corretta al ribasso di 0,1 punti percentuali rispetto alla precedente SPF. Queste revisioni sono in parte riconducibili a un risultato inferiore alle attese alla fine del 2004, a quotazioni petrolifere più elevate del previsto e alla forza dell'euro. Secondo i partecipanti all'SPF, i rischi sono nel complesso orientati verso il basso e strettamente connessi ai fattori menzionati. Inoltre, si cita il livello dei disavanzi nei conti pubblici di alcuni paesi come fattore che pesa sulla fiducia e pertanto sulle aspettative di crescita economica. Nondimeno, i partecipanti hanno menzionato una serie di rischi verso l'alto per la loro valutazione, in particolare condizioni di finanziamento favorevoli e miglioramenti della redditività.

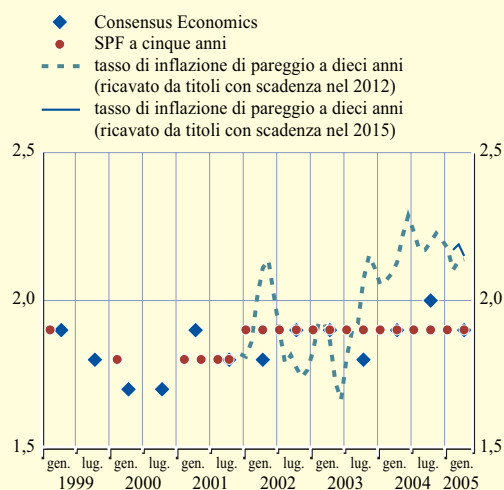
Le previsioni sulla crescita sono in linea con le stime più recenti per il 2005 pubblicate da *Euro Zone Barometer* e 0,1 punti percentuali più alte rispetto alle ultime stime per il 2005 di *Consensus Economics*. Per quanto riguarda il 2006, la previsione della SPF è più elevata di 0,1 punti percentuali rispetto alle stime delle due indagini citate (cfr. la tavola). Le aspettative di crescita del PIL in termini reali a cinque anni si collocano al 2,2 per cento, 0,1 punti percentuali in meno rispetto all'indagine precedente. Secondo diversi partecipanti all'SPF, le prospettive a lungo termine dipendono dal successo delle riforme strutturali.

Le aspettative dei partecipanti alla SPF sulla disoccupazione per il 2005 sono rimaste invariate rispetto alla precedente indagine, all'8,8 per cento. I partecipanti hanno indicato la gradualità attesa nell'accelerazione del PIL e il perdurare di un basso grado di utilizzo della capacità quali principali ostacoli a una riduzione più celere della disoccupazione nei prossimi anni. Ciò si è anche riflesso nella revisione al rialzo delle aspettative per la disoccupazione nel 2006, all'8,6 per cento, 0,1 punti percentuali più elevata rispetto alla precedente indagine. Il tasso di disoccupazione atteso per il 2009 si è collocato al 7,6 per cento, 0,1 punti percentuali più alto rispetto alla precedente indagine. Gli intervistati hanno sottolineato nuovamente che la flessione del tasso di disoccupazione nel lungo termine dipende da ulteriori riforme del mercato del lavoro.

2) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio rispecchia l'inflazione attesa media sull'orizzonte di vita residua del titolo utilizzato per calcolarlo e non è una stima puntuale per un anno preciso (come nel caso di alcuni indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle inchieste). Per una descrizione della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio, cfr. l'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

Figura C Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)



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

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro per il quarto trimestre del 2004 ha confermato il rallentamento del PIL nella seconda metà dello scorso anno. Essa ha anche confermato, per il trimestre, il miglioramento del contributo derivante dalla domanda interna e la riduzione del contributo negativo delle esportazioni nette. Nel primo trimestre del 2005 la produzione industriale sembra essersi stabilizzata e gli indicatori della spesa delle famiglie segnalano una modesta crescita dei consumi privati. In tale contesto, la situazione del mercato del lavoro non ha fatto registrare cambiamenti di rilievo. In prospettiva, permangono le condizioni per il protrarsi di una moderata crescita economica.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro pubblicata dall'Eurostat ha confermato il significativo indebolimento della crescita del PIL in termini reali nella seconda metà del 2004. Mentre il dato relativo al terzo trimestre del 2004 è stato rivisto leggermente al rialzo, dallo 0,2 allo 0,3 per cento, grazie principalmente a effetti di arrotondamento, il dato di crescita relativo al quarto trimestre è rimasto invariato, allo 0,2 per cento. Sebbene gli effetti statistici connessi alla correzione per il numero di giornate lavorative possano avere in parte amplificato la debolezza della crescita nel quarto trimestre, resta immutato il quadro di un significativo rallentamento nella seconda metà dell'anno rispetto alla crescita dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, in media, nella prima metà. Ciò nondimeno, per l'insieme dell'anno la crescita è stata confermata all'1,8 per cento secondo il calcolo corretto per il numero delle giornate lavorative, un valore considerevolmente più elevato dello 0,5 per cento dell'anno precedente. Nel 2004 è inoltre diminuita la dispersione dei tassi di crescita in termini reali tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. riquadro 6).

Riquadro 6

ANDAMENTI RECENTI DELLE DIFFERENZE NELLA CRESCITA DEL PRODOTTO TRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Alcuni recenti rapporti hanno suggerito che le differenze nell'attività economica reale nell'area dell'euro si siano leggermente ampliate nel corso del 2004. Tuttavia, tale asserzione sembra essere basata soltanto sui tassi di crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali delle quattro maggiori economie dell'area, relativamente volatili, e non tiene conto degli andamenti nel resto dell'area. Inoltre, per valutare in modo appropriato le dinamiche recenti, è importante assumere una prospettiva storica.

Considerando solo le quattro maggiori economie dell'area dell'euro, alla fine dello scorso anno è stata riscontrata di fatto una più ampia divergenza dei tassi di crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente. Ciò ha riflesso un calo del PIL reale in Germania e Italia nel quarto trimestre, a fronte di un significativo incremento dell'attività in Francia e Spagna. Tale maggiore dispersione nel quarto trimestre può rispecchiare almeno in parte alcuni fattori inusuali, segnatamente l'impatto negativo della correzione per il numero di giornate lavorative sul PIL trimestrale in Germania e la forte correzione del contributo del commercio netto con l'estero in Italia, dopo un contributo eccezionalmente vigoroso nel terzo trimestre.

Nondimeno, da una prospettiva storica questo aumento della dispersione non sembra essere eccezionale. Differenze nella crescita del PIL in termini reali fra le quattro maggiori economie del-

l'area sono state riscontrate in vari gradi negli scorsi anni. La Germania e l'Italia hanno registrato in media i più bassi tassi di crescita del PIL dell'area dell'euro dall'inizio dell'UEM nel 1999. Nel periodo compreso fra il 1999 e il 2004, in questi due paesi la crescita annuale media del PIL si è collocata fra l'1,2 e l'1,4 per cento, molto inferiore al valore aggregato per l'area dell'euro, pari all'1,9 per cento.

Una valutazione della divergenza nell'area dell'euro deve anche tenere conto degli altri paesi dell'area. Come mostra la figura A, la dispersione dei tassi di crescita del PIL reale fra i paesi dell'area dell'euro è leggermente diminuita nel 2004, in termini di media annuale, portandosi su un livello relativamente basso. La dispersione, misurata dalla deviazione standard non ponderata, è scesa a circa 1,4 punti percentuali lo scorso anno.

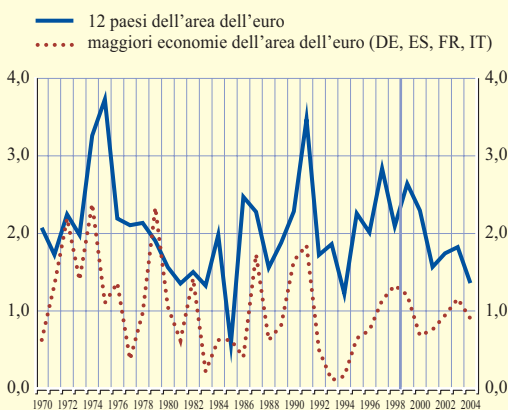
Per contro, dagli anni settanta essa ha oscillato in media intorno a un livello di 2,0 punti percentuali.

Andamenti analoghi si riscontrano nel profilo trimestrale del PIL per il 2004. A tale scopo i tassi di crescita del PIL in termini reali possono essere calcolati sul periodo corrispondente o su quello precedente. I risultati mostrano che nel 2004 il grado di dispersione nell'area dell'euro è diminuito in termini di crescita sul periodo corrispondente ed è rimasto sostanzialmente invariato in termini di crescita sul trimestre precedente (cfr. figure B e C).

Ciò nonostante, vi sono state protratte differenze di crescita fra i paesi dell'area dell'euro. Poiché queste appaiono riflettere fattori strutturali, devono essere affrontate attraverso appropriate mi-

Figura A Dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali (medie annuali) tra i paesi dell'area dell'euro

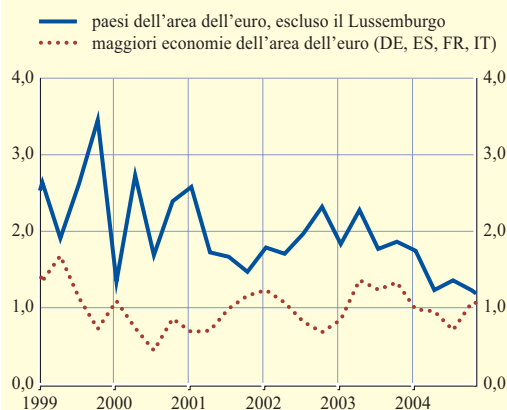
(punti percentuali)¹⁾



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
1) Deviazione standard non ponderata. Prima del 1991 i dati per la Germania si riferiscono alla Germania occidentale.

Figura B Dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali (sul periodo corrispondente) tra i paesi dell'area dell'euro sulla base dei dati trimestrali

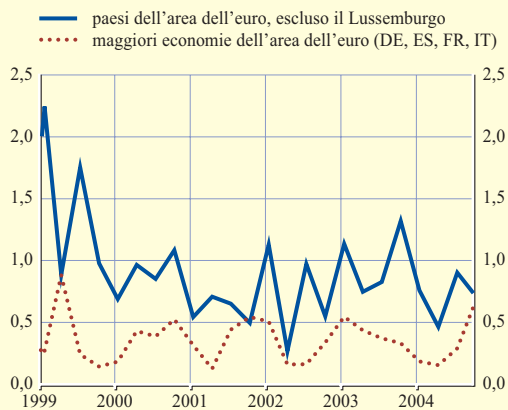
(punti percentuali)¹⁾



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Deviazione standard non ponderata. Per il Lussemburgo non sono disponibili i dati del PIL trimestrale.

Figura C Dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali (sul periodo precedente) tra i paesi dell'area dell'euro sulla base dei dati trimestrali

(punti percentuali)¹⁾



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Deviazione standard non ponderata. Per il Lussemburgo non sono disponibili i dati del PIL trimestrale.

sure nazionali. La politica monetaria unica della BCE non può risolverle. Sono pertanto urgentemente necessarie idonee riforme strutturali da parte delle autorità nazionali dei paesi con risultati persistentemente peggiori. Tali riforme non solo contribuirebbero ad aumentare i tassi di crescita potenziale e ad attenuare i differenziali di crescita, ma faciliterebbero anche la comunicazione e l'attuazione della politica monetaria unica.

Nonostante la crescita complessiva del PIL non abbia subito revisioni, si sono avute lievi modifiche di alcune delle componenti di spesa per il quarto trimestre del 2004. La domanda interna, in particolare, è stata più vigorosa di quanto stimato nei primi dati pubblicati. La crescita dei consumi privati è stata rivista leggermente al rialzo, così come il contributo delle esportazioni nette, mentre quello della variazione delle scorte è stato lievemente ridimensionato. Tuttavia, queste modifiche non sono state determinanti. Nel complesso, il quadro per il quarto trimestre continua a indicare andamenti relativamente favorevoli della domanda interna (escluse le scorte), con un impatto meno negativo delle esportazioni nette sulla crescita rispetto al terzo trimestre. La scomposizione degli investimenti per categorie di prodotti, resasi ora disponibile per il quarto trimestre, mostra un incremento degli investimenti in costruzioni e un calo della crescita degli investimenti diversi dalle costruzioni (cfr. riquadro 7).

La flessione della crescita tra la prima e la seconda metà del 2004 ha interessato tutti i settori. Tuttavia, mentre i settori delle costruzioni e dei servizi sembrerebbero aver recuperato un certo slancio fra il terzo e il quarto trimestre, quello dell'industria avrebbe continuato a rallentare.

Figura 21 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.

Riquadro 7

ANDAMENTI RECENTI DEGLI INVESTIMENTI PER CATEGORIE DI PRODOTTI

Dopo tre anni di cali, nel 2004 gli investimenti sono aumentati dell'1,6 per cento. Pertanto gli investimenti, unitamente alle robuste esportazioni, sono stati uno dei principali fattori all'origine della ripresa dell'attività complessiva nell'area dell'euro nell'anno. Questo riquadro presenta in dettaglio gli andamenti degli investimenti nell'area dell'euro fino al quarto trimestre dello scorso anno. Nel complesso, l'accelerazione degli investimenti è stata generalizzata, riflettendosi in maggiori tassi di crescita sia per gli investimenti in costruzioni sia per quelli in beni diversi dalle costruzioni (ciascuna categoria pesa circa la metà del totale degli investimenti). In corso

d'anno, tuttavia, i due settori hanno registrato andamenti leggermente divergenti: in particolare, verso la fine dell'anno, mentre il tasso di crescita sul trimestre precedente degli investimenti in costruzioni è aumentato, quello degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni è diminuito (cfr. figura A).

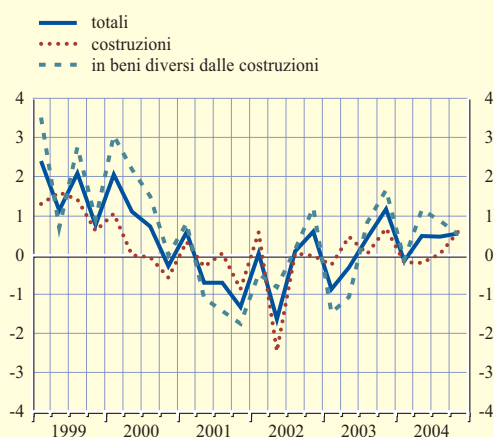
L'accelerazione degli investimenti nell'anno è in linea con i risultati dell'indagine semestrale sugli investimenti delle imprese industriali della Commissione europea condotta nel quarto trimestre del 2004. Secondo i partecipanti, le condizioni del finanziamento e della domanda sono migliorate nel 2004 rispetto al 2003, con il miglioramento della domanda per lo più riconducibile alla forte crescita mondiale. Tuttavia, secondo l'indagine, gran parte dell'incremento della crescita degli investimenti si è verificato a fini di sostituzione, suggerendo che è stato possibile far fronte alla maggiore domanda senza espandere l'esistente stock di capitale.

Crescita degli investimenti in prodotti in metallo e in beni lavorati a macchina diversi dalle costruzioni nel 2004

Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro sono aumentati del 2,7 per cento nel 2004, dopo una contrazione dello 0,7 per cento l'anno precedente. Tale aumento è stato ascrivibile a incrementi dei tassi di crescita di tutte le principali componenti, seppur con profili di crescita trimestrale leggermente differenti nel corso dell'anno (cfr. figura B). Gli investimenti in prodotti in metallo e macchinari (la componente più consistente degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, corrispondente a circa il 60 per cento) sono cresciuti del 3,2 per cento nel 2004 dopo essersi contratti dell'1,6 per cento l'anno precedente. Gli investimenti in mezzi di trasporto (che rappresentano un ulteriore 20% degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni) sono saliti del 2,5 per cento, 1,5 punti percentuali più che nel 2003. Infine, gli investimenti in altri prodotti (anch'essi pari al 20% degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni) sono aumentati dell'1,5 per cento nel 2004, dopo un rialzo dello 0,4 per cento nel 2003.

Figura A Investimenti totali, investimenti in costruzioni e in beni diversi dalle costruzioni

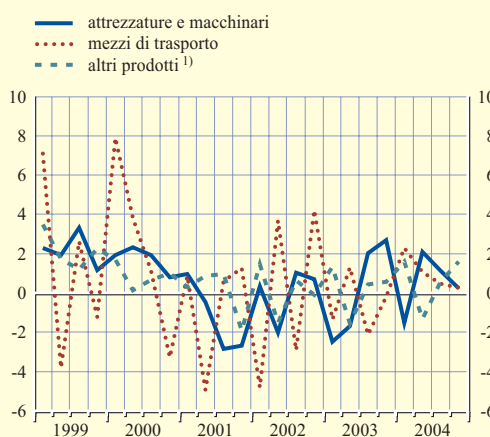
(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Figura B Scomposizione degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni

(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.
1) Include i prodotti agricoli.

La crescita degli investimenti in costruzioni è aumentata nel 2004

Nel 2004 gli investimenti in costruzioni dell'area dell'euro sono cresciuti dello 0,5 per cento, dopo essere calati per tre anni di seguito. Gli andamenti registrati nel corso dell'anno sono stati sostanzialmente simili sia per la crescita degli investimenti in edilizia residenziale sia per quella non residenziale (ciascuna categoria rappresenta circa la metà degli investimenti totali in costruzioni). Su entrambe le categorie hanno inciso fortemente gli andamenti sfavorevoli in Germania.

In prospettiva, la crescita degli investimenti dovrebbe beneficiare del protrarsi di condizioni di finanziamento favorevoli e dell'aumento degli utili societari nel 2004. Tuttavia, le decisioni di investimento sono collegate anche alle aspettative su crescita e domanda future che, secondo i risultati delle più recenti indagini, rimangono incerte.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Nei primi due mesi del 2005 la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è migliorata solo leggermente. Essa è diminuita in febbraio, ma grazie agli andamenti dei mesi precedenti il risultato per l'insieme del primo trimestre dovrebbe essere migliore rispetto al quarto trimestre.

La diminuzione di febbraio ha interessato tutte le principali categorie di prodotti industriali, facendo registrare il calo più pronunciato nel settore dei beni intermedi. In termini di media mobile a tre mesi, la produzione nel settore dei beni di investimento è calata fortemente tra dicembre e febbraio 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 22). Per quanto riguarda il settore dei beni di consumo, il miglioramento è il risultato di andamenti divergenti tra le industrie che producono beni durevoli e quelle produttrici di beni non durevoli: mentre la produzione delle prime ha subito una contrazione, quella delle seconde ha evidenziato un lieve incremento.

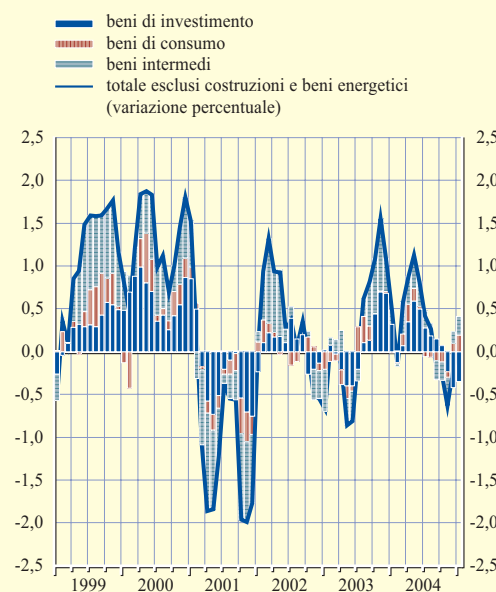
Il valore dei nuovi ordini nel settore manifatturiero ha continuato a diminuire in febbraio, seppur in misura minore che in gennaio. Tali riduzioni hanno controbilanciato un'impennata dei nuovi ordini nel dicembre 2004, riconducibile a ordinativi molto considerevoli di mezzi di trasporto in alcuni paesi 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 su ritmi moderati, nel primo trimestre e all'inizio del secondo trimestre del 2005. Per quanto riguarda l'industria, l'indice dei respon-

Figura 22 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.

sabili degli acquisti (PMI) e l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea segnalano che le condizioni potrebbero essersi deteriorate in aprile rispetto a marzo. Il PMI per il settore manifatturiero è diminuito notevolmente in aprile, per il secondo mese consecutivo, a seguito di un peggioramento di tutte le sue componenti. Tale indice si è situato al disotto della soglia teorica che delimita l'espansione dell'attività rispetto alla contrazione. Lo scenario desunto dal PMI è sostanzialmente confermato dall'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea. In aprile questo indicatore è calato per il quinto mese consecutivo, portandosi al livello di fine 2003. Il peggioramento ha interessato tutte le componenti dell'indicatore.

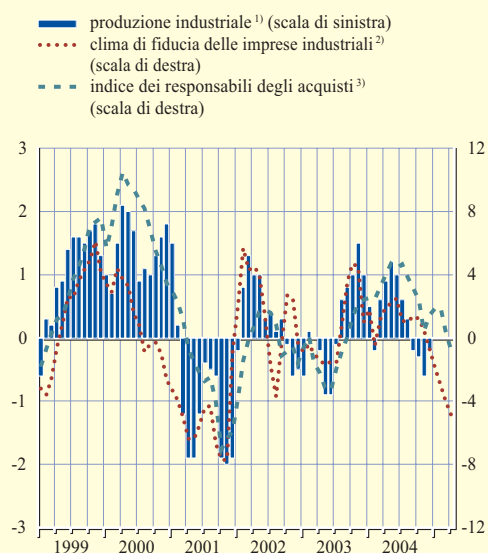
I dati delle indagini per il settore dei servizi mostrano risultati meno univoci, ma anch'essi non indicano un rafforzamento dell'attività all'inizio del secondo trimestre del 2005. L'indicatore del clima di fiducia per il settore dei servizi elaborato dalla Commissione europea è calato notevolmente in aprile, per il terzo mese consecutivo, tornando al livello della fine del terzo trimestre del 2003. Il PMI per il settore dei servizi è rimasto sostanzialmente costante nel primo trimestre di quest'anno rispetto al precedente trimestre. I risultati di tale indice relativi al mese di aprile non erano disponibili alla data di chiusura di questo numero del Bollettino mensile.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori della spesa delle famiglie suggeriscono che i consumi privati apporteranno probabilmente un contributo positivo alla crescita del PIL nel primo trimestre di quest'anno, seppur in misu-

Figura 23 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.

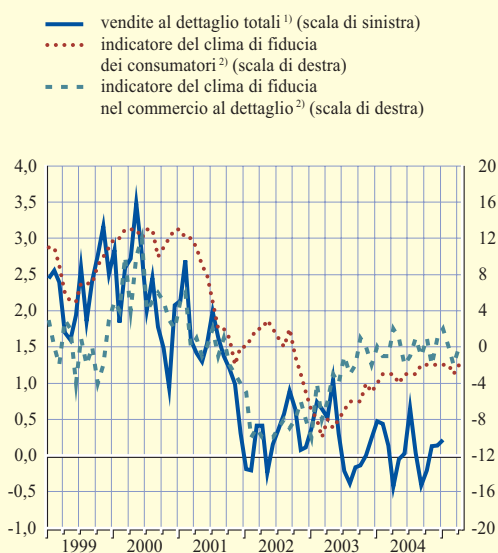
1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.

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

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

Figura 24 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.

ra minore che nel quarto trimestre del 2004. I volumi delle vendite al dettaglio sono aumentati sia in gennaio che in febbraio, dopo un periodo di stabilizzazione nel trimestre precedente (cfr. figura 24). Tuttavia, è probabile che il contributo positivo alla crescita complessiva dei consumi derivante da tale incremento sia in parte controbilanciato dal significativo calo delle immatricolazioni di nuove autovetture registrato nel primo trimestre di quest'anno. In aprile vi è stato un lieve miglioramento della fiducia dei consumatori, che è rimasta sostanzialmente invariata dalla seconda metà del 2004. Il basso livello della fiducia dei consumatori ha probabilmente continuato a pesare sulla crescita dei consumi privati nel primo trimestre.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

I dati sull'occupazione indicano una crescita invariata della creazione netta di posti di lavoro nella seconda metà dello scorso anno rispetto alla prima. Le indagini e i dati sulla disoccupazione disponibili segnalano che le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste sostanzialmente immutate all'inizio del 2005.

DISOCCUPAZIONE

Si stima che il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area sia salito all'8,9 per cento in marzo, rispetto a un livello rivisto al ribasso dell'8,8 per cento in febbraio (cfr. figura 25). Sia l'aumento tra febbraio e marzo sia la revisione del dato di febbraio sono riconducibili a effetti di arrotondamento. Analizzando gli andamenti passati si evince che il tasso di disoccupazione è aumentato gradualmente negli ultimi mesi, ma in modo talmente marginale che l'incremento è divenuto visibile solo nel dato complessivo di marzo.

In marzo l'aumento del numero di disoccupati è stato pari a circa 21.000 unità, un terzo di quello registrato a gennaio e febbraio. Tuttavia, l'interpretazione degli andamenti di breve termine richiede cautela, poiché una variazione della fonte dei dati standardizzati sulla disoccupazione della Germania ha determinato un significativo incremento della volatilità dei dati sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

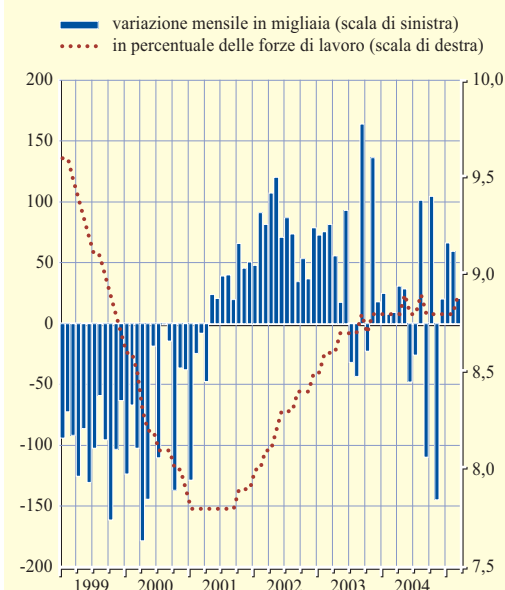
OCCUPAZIONE

Nel quarto trimestre del 2004 l'occupazione nell'area è aumentata dello 0,2 per cento sul periodo precedente, un aumento analogo a quello dei trimestri precedenti (cfr. tavola 7). Tale andamento è il risultato di un incremento più vigoroso nell'industria al netto delle costruzioni, 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 presso le imprese sono rimaste sostanzialmente stabili negli ultimi

Figura 25 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 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.
Totale economia	0,2	0,5	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,3	-0,7	-0,5	-0,5	0,0	0,4	0,0
Industria	-1,4	-0,9	-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	1,1	0,1	-0,2	0,5	0,9	-0,5
Servizi	1,0	1,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
Commercio e trasporti	0,5	0,6	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0
Finanziari e alle imprese	1,3	2,8	0,5	1,2	0,5	0,6	0,4
Amministrazione pubblica	1,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

mesi, segnalando il perdurare, seppur a ritmi moderati, della crescita dell'occupazione. Nel settore industriale, sia l'indice PMI relativo all'occupazione sia le attese sull'occupazione rilevate dalla Commissione europea sono diminuiti in aprile, dopo il lieve miglioramento del primo trimestre. In quello dei servizi, le attese sull'occupazione rilevate dall'indagine della Commissione europea sono migliorate in aprile per il terzo mese consecutivo, e anche l'indice PMI, disponibile fino a marzo, indica un lieve incremento a partire da gennaio 2005.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le informazioni disponibili per il primo trimestre del 2005 e l'inizio del secondo continuano a fornire segnali contrastanti per quanto riguarda il vigore della crescita economica. In generale, esse segnalano il perdurare di un ritmo di crescita moderato nel breve periodo. I dati recenti e gli indicatori delle indagini sono, nel complesso, orientati verso il basso. Alcuni dei rischi al ribasso per la crescita economica individuati in precedenza, in particolare quelli connessi al persistere di prezzi del petrolio elevati, sembrano essersi in parte materializzati negli ultimi mesi. Oltre il breve termine, tuttavia, permangono nel complesso le condizioni per una più forte crescita del PIL in termini reali. Tale valutazione è condivisa dai partecipanti alla Survey of Professional Forecasters della BCE (cfr. riquadro 5). Le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero continuare a ricevere sostegno dalla domanda estera. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero continuare a essere sostenuti dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dall'incremento degli utili societari e dalla maggiore efficienza delle imprese. La crescita dei consumi privati dovrebbe registrare un andamento in linea con la crescita del reddito disponibile reale. Nel contempo, tuttavia, il prezzo persistentemente elevato del petrolio e gli squilibri a livello mondiale comportano rischi al ribasso per la crescita.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In aprile e agli inizi di maggio i mercati valutari sono rimasti relativamente stabili in un contesto in cui l'euro si è deprezzato lievemente in termini effettivi. Il 29 aprile la sterlina cipriota, il lat lettone e la lira maltese sono entrati a far parte degli AEC II.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

L'apprezzamento del dollaro statunitense sull'euro, iniziato a metà marzo, è proseguito agli inizi di aprile in presenza di un aumento del differenziale di tasso di interesse fra Stati Uniti e area dell'euro. Successivamente, tuttavia, gli operatori hanno evidenziato un atteggiamento meno univoco nei confronti del cambio euro/dollaro. Le aspettative di un rallentamento dell'attività economica statunitense dopo la pubblicazione di dati interni, meno positivi del previsto avrebbero occasionato una flessione dei corsi azionari e dei rendimenti obbligazionari a lunga negli Stati Uniti. Ciò potrebbe a sua volta aver pesato temporaneamente sulla valuta statunitense, la quale ha tuttavia riguadagnato terreno nella seconda metà di aprile, quando la correzione al ribasso delle prospettive per la crescita negli Stati Uniti è stata controbilanciata dal parallelo peggioramento di quelle dell'area dell'euro. Il 3 maggio l'euro si situava a 1,29 dollari, un valore inferiore dello 0,8 per cento a quello di fine marzo e superiore del 3,4 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

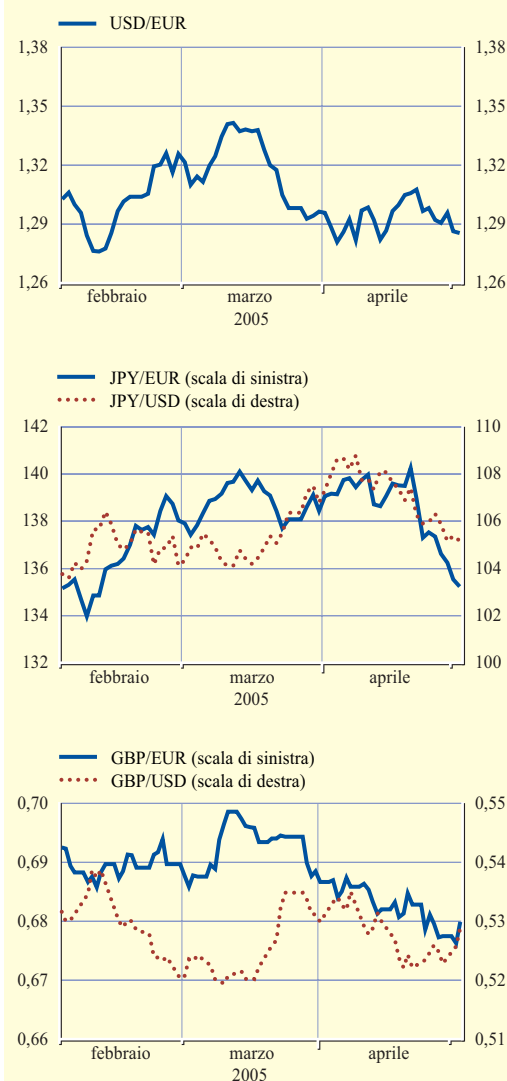
Dopo aver oscillato entro intervalli relativamente ristretti durante gran parte di marzo e aprile, verso la fine di aprile lo yen giapponese ha iniziato a rafforzarsi in misura relativamente consistente nei confronti sia dell'euro sia del dollaro statunitense. Le pressioni verso l'alto sulla divisa nipponica sarebbero riconducibili alle maggiori attese, nei mercati valutari, di un prossimo aumento della flessibilità dei cambi nella regione asiatica. Il 3 maggio l'euro è stato quotato a 135,2 yen, un livello inferiore del 2,3 per cento a quello di fine marzo e superiore dello 0,6 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

Figura 26 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

estremamente ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali (cfr. figura 27). In linea con gli impegni unilaterali assunti da Estonia e Lituania a mantenere *currency board* coerenti con i margini di oscillazione standard degli AEC II, la corona estone e il litas lituano sono rimasti invariati rispetto alla loro parità centrale. Il 29 aprile si è deciso che la sterlina cipriota, il lat lettone e la lira maltese entrassero a far parte degli AEC II (cfr. riquadro 8).

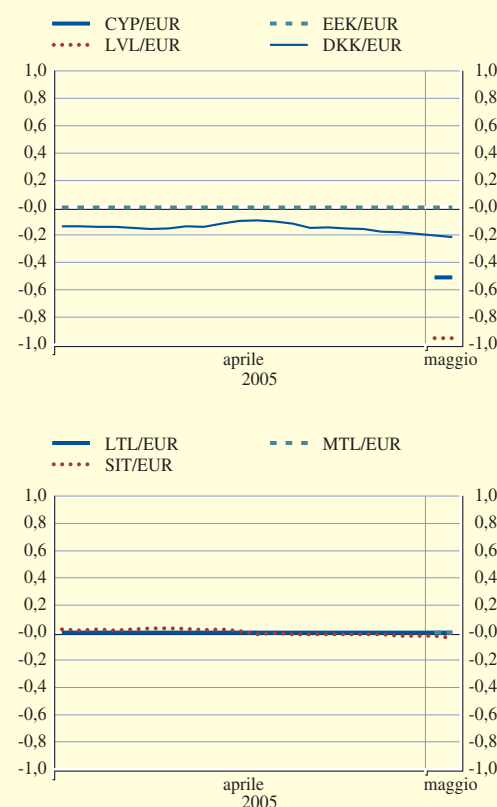
Per quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'UE, in aprile l'euro si è deprezzato sulla sterlina britannica. Il 3 maggio la moneta unica è stata scambiata a 0,68 sterline, un valore inferiore dell'1,2 per cento a quello di fine marzo e pressoché invariato rispetto alla media del 2004. Tra la fine di marzo e il 3 maggio l'euro si è ulteriormente apprezzato sullo zloty polacco (+3,6 per cento) oltretutto, in misura inferiore, sul fiorino ungherese, la corona ceca e la corona slovacca (rispettivamente dell'1,8, 1,5 e 1,2 per cento). Il deprezzamento generalizzato di queste monete, iniziato attorno alla metà di marzo, sarebbe riconducibile alla minore propensione al rischio a livello mondiale. Nel contempo l'euro ha guadagnato quasi l'1 per cento sulla corona svedese.

ALTRE VALUTE

Con riferimento ad altre valute, l'euro è rimasto sostanzialmente invariato sul franco svizzero rispetto alla fine di marzo. Altri andamenti nel periodo hanno riguardato l'apprezzamento della moneta unica nei confronti del dollaro canadese (pari al 2,6 per cento) e il suo deprezzamento sul won coreano (pari al 2,1 per cento).

Figura 27 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

Riquadro 8

L'INGRESSO DELLE VALUTE DI CIPRO, LETTONIA E MALTA NEI NUOVI ACCORDI EUROPEI DI CAMBIO (AEC II)

Dando seguito alle richieste delle autorità cipriote, lettone e maltesi, lo scorso 29 aprile i ministri degli Stati membri dell'Unione europea aderenti all'area dell'euro, il Presidente della BCE, i ministri e i governatori delle banche centrali di Danimarca, Estonia, Lituania, Slovenia, oltre che di ciascuno dei paesi richiedenti, hanno deciso di comune accordo di includere le valute di Cipro, Lettonia e Malta negli accordi di cambio europei, secondo una procedura standard che coinvolge la Commissione europea e previa consultazione del Comitato economico e finanziario (cfr. i comunicati dell'Unione europea della stessa data).

Le parità centrali nei confronti dell'euro sono state fissate a 0,585274 per la lira sterlina cipriota, 0,702804 per il lat lettone e 0,429300 per la lira maltese, con una banda di fluttuazione standard di ± 15 per cento intorno alla parità centrale. Sono stati conseguentemente definiti i tassi di intervento obbligatorio per ciascuna valuta con effetto dal 2 maggio 2005 (cfr. tavola A). Le parità centrali rispetto all'euro e i tassi di intervento obbligatorio per la corona danese, la corona estone, il litas lituano e il tallero sloveno restano invariati. Per la sola Danimarca è prevista una banda di fluttuazione di $\pm 2,25$ per cento.

Tavola A Parità centrali bilaterali nei confronti dell'euro e tassi di intervento obbligatorio per le valute degli Stati membri partecipanti agli AEC II, in vigore dal 2 maggio 2005 (EUR 1=)

	Limite superiore	Parità centrale	Limite inferiore
Corona danese (DKK)	7,62824	7,46038	7,29252
Corona estone (EEK)	17,9936	15,6466	13,2996
Sterlina cipriota (CYP)	0,673065	0,585274	0,497483
Lat lettone (LVL)	0,808225	0,702804	0,597383
Litas lituano (LTL)	3,97072	3,45280	2,93488
Lira maltese (MTL)	0,493695	0,429300	0,364905
Tallero sloveno (SIT)	275,586	239,640	203,694

Prima dell'adesione agli AEC II, la lira sterlina cipriota e il lat lettone erano già ancorati all'euro in virtù di una decisione unilaterale di tali paesi. Mentre Cipro adottava una banda di fluttuazione di ± 15 per cento, la Lettonia aveva mantenuto quella di ± 1 per cento nello spostare l'ancoraggio della propria valuta dai diritti speciali di prelievo all'euro, il 1° gennaio 2005. In linea con tali decisioni precedenti, le autorità lettoni hanno dichiarato che manterranno unilateralmente il tasso di cambio del lat alla parità centrale con l'euro con una banda di fluttuazione di ± 1 per cento.

La lira maltese era invece ancorata a un paniere che comprendeva l'euro, la sterlina britannica e il dollaro statunitense senza bande di fluttuazione. Dopo l'adesione agli AEC II, la valuta maltese ha assunto come valuta di riferimento l'euro e le autorità maltesi hanno dichiarato che manterranno unilateralmente il tasso di cambio della propria valuta alla parità centrale con l'euro.

Per quanto riguarda le valute entrate negli AEC II nel giugno 2004, vale la pena di ricordare che fu accettato che Estonia e Lituania potessero aderire al meccanismo con i rispettivi regimi di *currency board* in essere. Tali annunci, al pari di quelli delle autorità lettoni e maltesi, costituiscono degli impegni unilaterali, senza ulteriori obblighi per la BCE.

Gli accordi per la partecipazione della lira sterlina cipriota, del lat lettone e della lira maltese sono basati su precisi impegni assunti dalle autorità di questi paesi in varie aree di politica economica. Le autorità, di concerto con gli organismi responsabili dell'UE, terranno sotto attenta osservazione gli andamenti macroeconomici nei paesi neoaderenti. La tavola B presenta una sintesi dei principali indicatori macroeconomici e dei mercati finanziari per Cipro, Lettonia e Malta.

L'accordo per la partecipazione della lira sterlina cipriota agli AEC II è basato sul preciso impegno delle autorità cipriote a perseguire solide politiche di bilancio (compresa la riduzione dell'elevato livello del debito), essenziali per mantenere la stabilità macroeconomica e assicurare la sostenibilità del processo di convergenza. La strategia di risanamento dei conti pubblici a medio termine del governo cipriota richiede un elevato grado di disciplina fiscale e deve continuare ad essere attuata in

modo deciso mediante misure di natura permanente. Le autorità dovranno continuare ad assicurare un'efficace vigilanza finanziaria. Sarà necessario esercitare una vigilanza costante per assicurare che la dinamica salariale resti in linea con la crescita della produttività. Ulteriori sforzi di riforma strutturale miranti a incrementare la flessibilità e l'adattabilità dell'economia, anche con un'ulteriore de-indicizzazione dei meccanismi di determinazione dei salari, contribuiranno a rafforzare i meccanismi interni di aggiustamento e mantenere la competitività complessiva dell'economia.

L'accordo per la partecipazione del lat lettone agli AEC II è basato sul preciso impegno delle autorità lettone a conseguire una riduzione sostenibile dell'inflazione. Le autorità riconoscono che un inasprimento della politica fiscale sarà utile a raggiungere tale fine, contribuendo altresì a sostenere una riduzione ordinata e sostanziale del disavanzo di parte corrente. Per ridurre gli squilibri esterni e contenerli entro livelli sostenibili, le autorità dovranno assumere le misure necessarie a contenere la domanda interna e rimarranno vigili riguardo ai rischi di un'eccessiva espansione del credito interno. Una continua ed efficace vigilanza finanziaria aiuterà le autorità a promuovere politiche di credito prudenti e a contenere il rischio di credito nel sistema bancario. Le autorità dovranno inoltre promuovere dinamiche salariali favorevoli a una riduzione delle pressioni inflazionistiche e attuare in modo tempestivo riforme strutturali tese ad accrescere ulteriormente la flessibilità e l'adattabilità dell'economia al fine di rafforzare i meccanismi di aggiustamento interno e mantenere la competitività complessiva dell'economia.

L'accordo per la partecipazione della lira maltese agli AEC II è basato sul preciso impegno delle autorità maltesi a perseguire solide politiche di bilancio (compreso il contenimento della spesa pubblica corrente e la riduzione dell'elevato livello del debito), essenziali a preservare la stabilità macroeconomica, contenere il disavanzo di parte corrente e assicurare la sostenibilità del processo di convergenza. La strategia di risanamento di medio termine del governo maltese richiede un elevato grado di disciplina fiscale e deve essere attuata in modo deciso. Sarà necessario un rigoroso controllo dell'attuazione dei bilanci, con l'obiettivo di individuare e correggere tempestivamente eventuali sconfinamenti. Un'azione continua di vigilanza sarà necessaria per assicurare che le dinamiche salariali restino in linea con la crescita della produttività. Le autorità dovranno continuare ad assicurare un'efficace vigilanza finanziaria e attuare in modo tempestivo ulteriori riforme strutturali, tese a sostenere la crescita della produttività e incrementare la flessibilità e l'adattabilità dell'economia, al fine di rafforzare i meccanismi di aggiustamento interni e mantenere la competitività complessiva dell'economia.

Tavola B Principali indicatori economici per Cipro, Lettonia e Malta

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Cipro		Lettonia		Malta	
	2001-2003	2004	2001-2003	2004	2001-2003	2004
Crescita economica in termini reali	2,7	3,7	7,3	8,5	-0,4	1,5
Inflazione misurata sullo IAPC	2,9	1,9	2,5	6,2	2,3	2,7
Crescita del credito al settore privato	7,9	5,0	41,6	42,9	3,9	12,7
Saldo di conto corrente (in perc. del PIL)	-3,7	-5,8	-7,6	-12,4	-3,3	-7,1
Disavanzo di bilancio (in perc. del PIL)	-4,4	-4,2	-2,1	-0,8	-7,6	-5,2
Debito pubblico (in perc. del PIL)	65,6	71,9	14,5	14,4	65,6	75,0
Tasso di interesse a lungo termine	6,0	5,8	6,0	4,9	5,7	4,7
Tasso di interesse a breve termine	4,7	4,7	5,0	4,2	4,1	2,9
Tasso di cambio	0,5784	0,5818	0,5939	0,6652	0,4127	0,4280

Fonti: BCE, Eurostat e Commissione europea.
Nota: i dati si riferiscono a medie di dati annuali.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 3 maggio 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 dello 0,7 per cento a quello di fine marzo e superiore dello 0,6 per cento alla media del 2004 (cfr. figura 28). Sugli andamenti del tasso di cambio dell'euro in termini effettivi hanno influito principalmente l'indebolimento della moneta unica sullo yen giapponese, la sterlina britannica, il dollaro statunitense e il won coreano e il rafforzamento della stessa rispetto al dollaro canadese e alle divise di vari nuovi Stati membri dell'UE.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

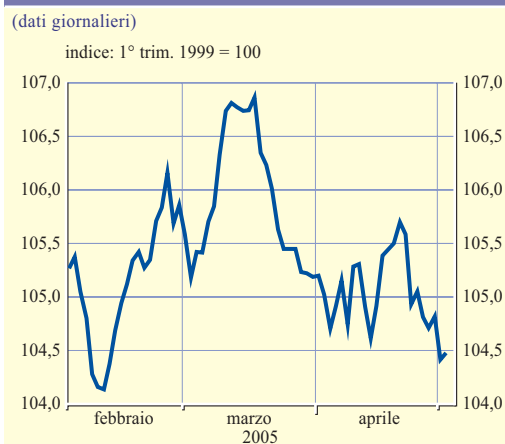
In febbraio il valore delle esportazioni dell'area si è mantenuto prossimo ai livelli raggiunti il mese precedente. Anche il valore delle importazioni di beni e servizi è rimasto invariato. Il saldo cumulato su dodici mesi dell'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio è stato pressoché nullo. Secondo stime preliminari, alla fine del 2004 la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro registrava passività nette pari all'11 per cento del PIL (10,5 per cento nel periodo corrispondente del 2003).

CONTO CORRENTE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in febbraio un avanzo di 5,1 miliardi di euro. Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni (7,0 miliardi) sia in quello dei servizi (2,2 miliardi), in parte compensati da un disavanzo nei trasferimenti correnti (4,0 miliardi), mentre il conto dei redditi è risultato in equilibrio (cfr. la tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

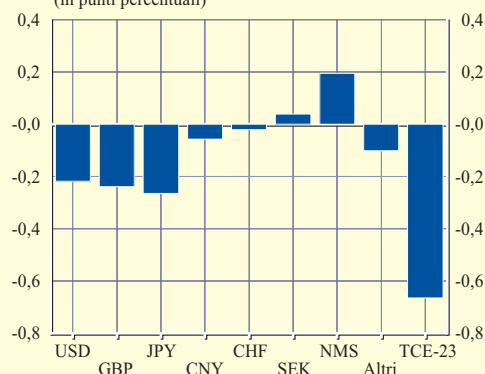
In febbraio il valore delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area è sceso dello 0,2 per cento sul mese precedente. Tuttavia, per il forte incremento registrato in gennaio, il dato di febbraio tende a confermare la tendenza lievemente crescente emersa nell'ultimo trimestre del 2004. Benché le esportazioni beneficino ancora del persistente vigore della domanda estera, il rafforzamento dell'euro deprime la crescita dei volumi esportati (per ulteriori dettagli si veda il riquadro 4 intitolato *Evoluzione recente dei volumi e dei prezzi dell'interscambio commerciale fra l'area dell'euro e il resto del mondo* nel numero di aprile di questo Bollettino). Nondimeno, gli esportatori com-

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



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾

Dal 31 marzo al 3 maggio 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.

pensano in parte l'impatto negativo dell'apprezzamento sulla competitività riducendo i margini di profitto e i prezzi all'esportazione (in euro). Nel contempo, in gennaio il valore dei beni importati è sceso dello 0,4 per cento, confermando la decelerazione intervenuta dopo il forte aumento del terzo trimestre. Il calo è stato tuttavia pressoché compensato dal contestuale aumento di valore delle importazioni di servizi (+1,8 per cento).

L'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è stato pari a 36,5 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,5 per cento del PIL) in febbraio, contro i 28,9 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente (cfr. figura 29). 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

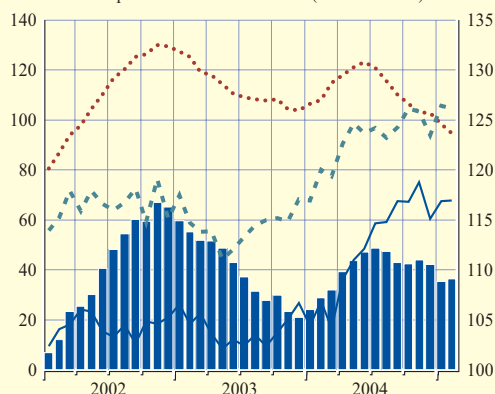
In febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 18,0 miliardi di euro, riconducibili ai flussi netti in entrata per strumenti di debito (36,9 miliardi), in un contesto in cui sia gli investimenti diretti sia quelli di portafoglio in titoli azionari hanno registrato flussi netti in uscita.

Se si considera l'andamento cumulato nei dodici mesi fino a febbraio, gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato un saldo pressoché nullo nel loro insieme, dopo aver fatto registrare deflussi netti per gran parte del 2004 (cfr. figura 30). Dalla seconda metà del 2004, tuttavia, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari sono andati progressivamente aumentando per effetto degli acquisti netti di azioni dell'area da parte di non residenti. Come segnalato nei numeri precedenti di questo Bollettino, gli afflussi hanno avuto luogo in un momento in cui le indagini di mercato mostravano che – in termini relativi – i prezzi di tali titoli erano considerati più appetibili dagli investitori internazionali.

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

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

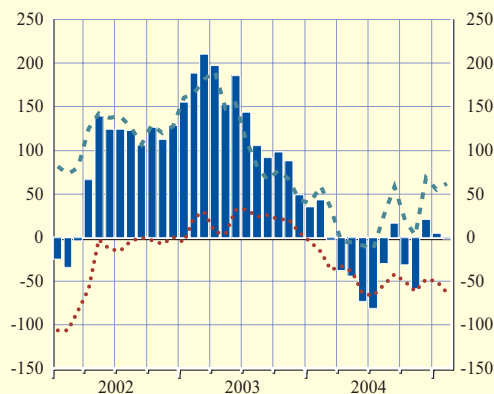


Fonte: BCE.

Figura 30 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)

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



Fonte: BCE.

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

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

Nel 2004 l'area dell'euro ha registrato un avanzo di conto corrente nei confronti di gran parte delle principali economie o regioni partner. L'avanzo dei beni ha evidenziato un profilo geografico analogo a quello del conto corrente, annoverando nell'ordine il Regno Unito, gli Stati Uniti e gli "Altri Stati membri dell'UE" come principali controparti. L'avanzo nei servizi è stato in gran parte nei confronti del Regno Unito. Infine, il disavanzo dei redditi è ascrivibile principalmente a disavanzi nei confronti del Giappone, del Regno Unito e, in misura inferiore, della Svizzera e degli Stati Uniti.

Nel conto finanziario, durante il 2004 l'area dell'euro ha registrato deflussi netti per investimenti diretti verso tutti i paesi o le regioni partner considerati a eccezione degli Stati Uniti, della Svizzera e della Danimarca. Il Regno Unito, i centri finanziari *offshore* e la categoria "Altri paesi" sono stati i destinatari principali degli investimenti diretti esteri dell'area, mentre il Regno Unito e gli Stati Uniti sono risultati gli investitori principali nell'area. Gli investimenti di portafoglio dell'area si sono orientati in gran parte verso il Regno Unito, gli Stati Uniti, il Giappone e i centri finanziari *offshore*, soprattutto sotto forma di strumenti di debito.

POSIZIONE PATRIMONIALE VERSO L'ESTERO ALLA FINE DEL 2004

Da aprile la BCE pubblica, con frequenza trimestrale, statistiche sulla posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro. Alla fine del 2004 la posizione patrimoniale dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo registrava passività nette per 816 miliardi di euro, pari a circa l'11 per cento del PIL dell'area (10,5 per cento alla fine del 2003).

La variazione rispetto al 2003 va ricondotta alle minori attività nette nel conto degli investimenti diretti e alle maggiori passività nette in quello degli investimenti di portafoglio. Alla fine del 2004 le riserve ufficiali erano pari al 3,7 per cento del PIL dell'area, in calo di 0,5 punti percentuali nel confronto con il 2003. Secondo stime preliminari, gran parte di queste variazioni non sarebbe tanto connessa a transazioni quanto a correzioni di valutazioni indotte dagli andamenti dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività.

I tassi di cambio e i prezzi delle attività hanno svolto un ruolo importante anche nella dinamica della posizione patrimoniale netta verso l'estero osservata nel 2003. Stime dettagliate di questi dati sono contenute nel riquadro 9.

Riquadro 9

ANDAMENTI DELLA POSIZIONE PATRIMONIALE SULL'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO NEL 2003

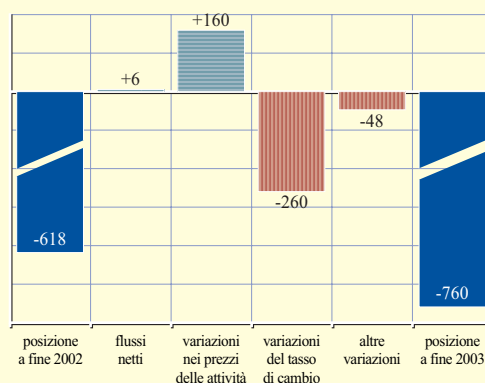
Questo riquadro esamina l'impatto dell'apprezzamento dell'euro e delle variazioni dei prezzi delle attività sulla posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'area dell'euro nel 2003. La posizione patrimoniale sull'estero riassume il valore e la composizione delle attività e delle passività in essere di una determinata economia nei confronti del resto del mondo a una data stabilita, e può variare per effetto delle transazioni finanziarie di bilancia dei pagamenti, dell'andamento di variabili quali i prezzi delle attività finanziarie e i tassi di cambio, nonché per effetto di rettifiche di altra natura (ad esempio svalutazioni, cancellazioni o riclassificazioni)¹⁾.

1) La raccolta e la compilazione delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero sono descritte in modo dettagliato nella pubblicazione della BCE dal titolo *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2004).

Alla fine del 2003 la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro registrava passività nette per 760 miliardi di euro (pari al 10,5 per cento del PIL dell'area), contro passività nette per 618 miliardi (8,7 per cento del PIL) un anno prima. Ciò vuol dire che, nonostante l'avanzo totale di 34 miliardi di euro nel conto corrente e nel conto capitale dell'area, nel 2003 le passività nette sono salite di 142 miliardi. Tale variazione ha riflesso principalmente l'effetto negativo (per 260 miliardi) della rivalutazione di posizioni denominate in valuta estera, solo parzialmente compensato dalle rivalutazioni dei prezzi (per 160 miliardi). I flussi finanziari netti sono stati pressoché in equilibrio (cfr. figura). La mancata corrispondenza fra i 6 miliardi di euro di deflussi finanziari netti e i 34 miliardi dell'avanzo cumulato di conto corrente e conto capitale è riconducibile all'esistenza di errori e omissioni netti.

Variazione della posizione patrimoniale netta verso l'estero nell'area dell'euro nel 2003: principali componenti

(milioni di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

L'apprezzamento del 12 per cento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (cfr. tavola A) ha contribuito in misura fondamentale a far crescere le passività nette nella posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro durante il 2003. Di norma, un rafforzamento della moneta unica riduce la posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'area in quanto le attività dell'area all'estero sono per lo più denominate in valuta mentre le passività verso il resto del mondo sono generalmente espresse in euro.

Nel 2003 i prezzi dei titoli di Stato a reddito fisso hanno seguito un profilo analogo nell'area dell'euro e nelle altre principali economie industriali. Per contro, i corsi azionari sono saliti più rapidamente negli Stati Uniti e in Giappone che nell'area. Di conseguenza, nell'area dell'euro il valore di mercato degli investimenti netti diretti e di portafoglio in titoli azionari è aumentato rispettivamente di 270 e 110 miliardi di euro (cfr. tavola B).

Tavola A Andamenti nei mercati dei cambi, delle azioni e dei titoli di debito sovrano nel 2003

(variazione percentuale dalla fine del 2002 alla fine del 2003)

Tassi di cambio		Indici del mercato azionario		Indici di prezzo dei titoli di debito sovrano	
Area dell'euro					
Tasso di cambio effettivo nominale (TCE-23)	12,2	Dow Jones Eurostoxx	18,1	da 1 a 3 anni	-1,7
		Dow Jones Eurostoxx 50	15,7	da 7 a 10 anni	-0,3
Stati Uniti					
Euro/dollaro USA	20,4	S&P 500	26,4	da 1 a 3 anni	-2,1
		Nasdaq 100	48,1	da 7 a 10 anni	-2,7
Giappone					
Euro/yen	8,6	Nikkei 225	24,5	da 1 a 3 anni	-1,8
				da 7 a 10 anni	-3,4
Regno Unito					
Euro/sterlina britannica	8,3	FTSE 100	13,6	da 1 a 3 anni	-3,3
				da 7 a 10 anni	-3,1

Fonti: BCE, Reuters e Datastream.

Tavola B La posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro

(miliardi di euro)

	Consistenze nel 2002	Variazioni nelle consistenze nel 2003						Consistenze nel 2003
		Totale	Transazioni	Altre variazioni				
				Totale	Prezzi delle attività ¹⁾	Cambio ¹⁾	Altri aggiustamenti ¹⁾	
Totale								
Netta	-618	-142	6	-148	160	-260	-48	-760
Attività ²⁾	7.113	491	635	-144	350	-580	86	7.604
Passività	7.731	633	629	4	190	-320	134	8.364
Investimenti diretti								
Netta	204	-125	-5	-119	160	-160	-119	80
All'estero	1.877	233	136	97	270	-180	7	2.110
Nell'area dell'euro	1.673	358	141	216	110	-20	126	2.031
Investimenti di portafoglio								
Netta	-879	56	-43	99	10	-80	169	-824
Attività	2.303	305	277	28	90	-210	148	2.607
Azioni ³⁾	853	201	67	134	110	-80	104	1.055
Titoli di debito	1.449	103	210	-106	-20	-130	44	1.553
Passività	3.182	249	320	-71	80	-130	-21	3.431
Azioni ³⁾	1.366	150	117	33	100	-60	-7	1.516
Titoli di debito	1.816	99	203	-104	-20	-70	-14	1.915
Strumenti finanziari derivati								
Netta	-12	5	12	-8	-10	-	2	-7
Altri investimenti								
Netta	-297	-18	73	-90	-	20	-110	-315
Attività	2.579	9	240	-231	-	-150	-81	2.587
Passività	2.876	26	168	-141	-	-170	29	2.902
Riserve ufficiali	366	-60	-30	-30	-	-40	10	307

Fonte: BCE.

1) Elaborazioni della BCE.

2) Include la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

3) Include i fondi comuni.

Nell'insieme, tuttavia, l'effetto positivo dei differenziali di variazione dei prezzi delle attività e dei modesti deflussi finanziari netti non ha compensato quello negativo dell'apprezzamento dell'euro. Pertanto, nel 2003 la posizione patrimoniale netta sull'estero si è notevolmente deteriorata.

I dati sulla posizione patrimoniale verso l'estero sono disponibili nella tavola 7.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino e sul sito Internet della BCE. Questo numero del Bollettino riporta inoltre, per la prima volta, dati trimestrali sulla posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro. Benché le statistiche trimestrali siano elaborate seguendo il medesimo quadro metodologico adottato per quelle annuali, la diversa disponibilità dei dati è all'origine di alcune differenze fra le due serie. Per determinate voci, taluni paesi dell'area dell'euro non raccolgono informazioni con frequenza infra-annuale. Inoltre, alcune statistiche sono disponibili soltanto con un certo ritardo. Nondimeno, i dati preliminari mostrano che anche nel 2004 (e in particolare nell'ultimo trimestre) vi è stato un effetto analogo degli andamenti del tasso di cambio dell'euro sulla posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'area.

ARTICOLI

LA POLITICA MONETARIA E I DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE IN UN'AREA VALUTARIA ETEROGENEA

Questo articolo valuta la rilevanza delle divergenze regionali all'interno di un'unione monetaria per le politiche economiche e la politica monetaria unica, concentrandosi sui differenziali dei tassi di inflazione.

Tali differenziali sono un fenomeno normale in qualsiasi unione monetaria; anche in quelle ormai consolidate come gli Stati Uniti si osservano differenze fra i tassi di crescita dei prezzi a livello regionale. A titolo di confronto, questi differenziali nell'area dell'euro non sono insolitamente ampi.

I differenziali di inflazione possono essere parte integrante del meccanismo di aggiustamento all'eterogeneo andamento economico nei paesi partecipanti, un meccanismo che a sua volta riflette l'impatto di diversi shock economici nonché il fatto che le strutture economiche variano da paese a paese. I differenziali di inflazione sono, pertanto, il prodotto di un processo di riequilibrio all'interno di un'unione monetaria e, in quanto tali, sono non soltanto inevitabili ma anche auspicabili.

Allo stesso tempo, differenziali di inflazione duraturi nell'area dell'euro sono, in certa misura, anche il risultato di politiche di bilancio disomogenee, di dinamiche salariali divergenti e di inefficienze strutturali consolidate come le rigidità nominali e reali nei mercati dei fattori, dei beni e servizi. A livello nazionale, le politiche economiche devono occuparsi dei differenziali di inflazione quando essi siano generati da tali fattori, in primis mediante riforme strutturali dei mercati del lavoro, dei beni e dei servizi volte ad accrescere la capacità di un paese di adattarsi nel modo migliore possibile a condizioni economiche in continuo cambiamento nell'unione monetaria.

La politica monetaria, mantenendo la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro, contribuisce alla loro trasparenza e agevola il necessario aggiustamento dei prezzi relativi tra i vari paesi. Sebbene limitare le variazioni dei prezzi relativi e dei differenziali di inflazione non possa essere un obiettivo della politica monetaria della Banca centrale europea, è necessario che essa valuti le cause sottostanti a tali differenziali. Più in generale, il monitoraggio degli andamenti nazionali e settoriali è essenziale per comprendere le tendenze soggiacenti nel complesso dell'area dell'euro e formulare la reazione di politica monetaria più appropriata. Tale attività agevola inoltre l'identificazione di barriere strutturali che possono ostacolare gli aggiustamenti macroeconomici nell'area e contribuisce quindi all'individuazione di aree in cui riforme strutturali sono particolarmente necessarie.

I INTRODUZIONE

L'area dell'euro è un'unione monetaria che comprende 12 paesi e più di 300 milioni di persone. L'adozione con successo dell'euro è stato il risultato della convergenza delle monete verso i migliori *benchmark* preesistenti. L'Unione economica e monetaria ha creato condizioni favorevoli per notevoli guadagni potenziali in termini di prosperità e benessere per i paesi partecipanti. L'introduzione della moneta unica, in particolare, ha eliminato la variabilità dei tassi di cambio fra i paesi dell'area dell'euro, riducendo così i costi di transazione, aumentando la trasparenza transfrontaliera dei prezzi, promuovendo gli scambi commerciali. In ultima analisi, ha favorito una maggiore integrazione economica.

La politica monetaria è condotta dal Consiglio direttivo della BCE con l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro. Essa non si occupa, pertanto, direttamente delle differenze nei tassi di inflazione né negli altri andamenti economici che, a causa della presenza di strutture o politiche economiche eterogenee, possono emergere nell'area.

Sebbene i differenziali di inflazione siano una caratteristica normale di ogni unione monetaria, nel contesto dell'area dell'euro la loro presenza è combinata ad aspetti istituzionali ed economici che sono, in larga misura, unici, come la limitata mobilità sul lavoro, le rigidità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi, la mancanza di significativi meccanismi di trasferimenti fiscali cen-

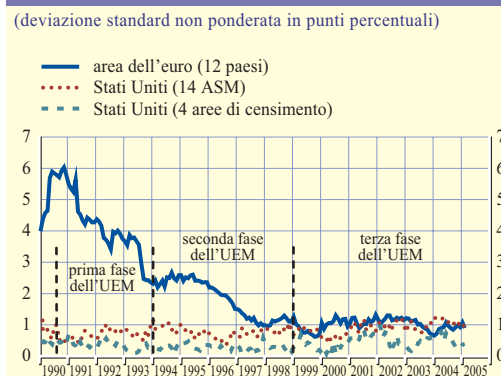
tralizzati e di una responsabilità decentralizzata per le politiche di bilancio e le altre politiche economiche. Per tali motivi, le differenze nelle dinamiche dei prezzi nei paesi dell'area dell'euro hanno attratto molta attenzione da parte del pubblico sin dall'introduzione dell'euro.

Il presente articolo passa in rassegna l'evidenza sulle principali caratteristiche e sulle possibili cause dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro e ne discute le implicazioni per le politiche economiche e la politica monetaria unica. Esso si articola nel modo seguente: la sezione 2 presenta informazioni sui recenti andamenti dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro, fra l'altro da una prospettiva storica; la sezione 3 illustra le principali spiegazioni possibili dei differenziali di inflazione in un'area monetaria; la sezione 4 prende in esame le implicazioni politiche avanzate nel dibattito economico; la sezione 5 descrive il modo in cui la BCE tiene conto dei differenziali di inflazione e più in generale di informazioni disaggregate sulle dinamiche settoriali e regionali nella formulazione della sua politica monetaria; la sezione 6 trae alcune conclusioni.

2 EVIDENZA SUI DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

La figura 1 illustra l'evoluzione della dispersione dell'inflazione fra i paesi dell'area dell'euro, misurata dalla deviazione standard non ponderata dei tassi di inflazione sui dodici mesi di tali paesi (in termini di IAPC)¹⁾. Il grado di dispersione dell'inflazione tra i paesi dell'area si è sostanzialmente stabilizzato dall'introduzione dell'euro. Agli inizi degli anni novanta, durante la prima fase dell'UEM (dal luglio 1990 al dicembre 1993), il grado di dispersione dell'inflazione fra i 12 Stati Membri dell'UE che ora costituiscono l'area dell'euro era caratterizzato da una marcata tendenza alla riduzione. L'alto grado di dispersione registrato agli inizi degli anni novanta era principalmente il risultato di livelli molto elevati dell'inflazione in alcuni paesi. Durante la seconda fase (dal gennaio 1994 al dicembre 1998) la riduzione del grado di dispersione dell'inflazio-

Figura 1 Dispersione del tasso di inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, nelle 14 aree statistiche metropolitane (ASM) degli Stati Uniti e nelle 4 aree di censimento degli Stati Uniti¹⁾



Fonti: Eurostat, US Bureau of Labour Statistic e elaborazioni BCE.

1) Dati aggiornati a febbraio 2005.

ne si è protratta. Nella terza fase dell'UEM essa ha raggiunto il livello più basso verso la seconda metà del 1999. Da allora, ad eccezione di un modesto aumento nel periodo 2000-2002, il livello di dispersione nell'area dell'euro è rimasto per lo più invariato²⁾.

A titolo di paragone, la figura 1 mostra l'evoluzione della dispersione dei tassi di inflazione osservata in una unione monetaria consolidata quale gli Stati Uniti. Dall'avvio della terza fase dell'UEM la dispersione dell'inflazione nell'area dell'euro ha oscillato su un livello prossimo a quello osservato nelle 14 aree statistiche metropolitane (ASM) degli Stati Uniti³⁾, mentre

1) La dispersione dell'inflazione può essere misurata in diversi modi. La misura più semplice è costituita dal differenziale fra il più alto e il più basso tasso di inflazione. Un'altra misura convenzionale è la deviazione standard dei tassi di inflazione fra i paesi. La deviazione standard ponderata tiene conto delle dimensioni dei paesi, mentre quella non ponderata attribuisce uguale importanza a tutti i paesi. Altre misure della dispersione dell'inflazione includono la radice quadrata della media degli scarti al quadrato dei tassi di inflazione dei singoli paesi da quello dell'area dell'euro. Tutte queste misure offrono un quadro simile riguardo all'evoluzione della dispersione dell'inflazione nell'area dell'euro.

2) Per ulteriori dettagli, cfr. BCE (2003), *Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications*.

3) Le 14 ASM considerate sono: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco e Seattle. Queste rappresentano circa il 41 per cento della spesa totale per consumi negli Stati Uniti.

Tavola 1 Differenziali di inflazione (basata sull'IAPC) sui dodici mesi calcolati rispetto alla media dell'area dell'euro

(punti percentuali)

	media 1999-2004	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Belgio	-0,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	-0,6	-,03
Germania	-0,7	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-1,0	-0,4
Grecia	1,2	1,0	0,8	1,3	1,7	1,4	0,9
Spagna	1,0	1,1	1,4	0,5	1,3	1,0	0,9
Francia	-0,2	-0,6	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	0,2
Irlanda	1,8	1,3	3,2	1,6	2,5	1,9	0,2
Italia	0,4	0,5	0,5	0,0	0,3	0,7	0,1
Lussemburgo	0,5	-0,1	1,7	0,1	-0,2	0,5	1,1
Paesi Bassi	0,8	0,9	0,2	2,8	1,6	0,2	-0,8
Austria	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	-0,2
Portogallo	1,1	1,0	0,7	2,1	1,4	1,2	0,4
Finlandia	-0,3	0,2	0,8	0,3	-0,2	-0,8	-2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

è stata leggermente superiore a quella registrata nelle quattro aree di censimento ⁴⁾.

È importante rilevare che il processo di convergenza nominale non è stato accompagnato da una maggiore dispersione dell'attività economica nell'area dell'euro. Dal 1999 la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali nell'area è rimasta molto prossima alla sua media storica e fino ad ora non sono emersi segnali di un aumento della divergenza nei tassi di crescita. Inoltre, dalla fine degli anni ottanta vi sono state indicazioni di un aumento della sincronizzazione dei cicli tra i paesi dell'area dell'euro ⁵⁾. Ciò conferma il parere che la divergenza nominale prima dell'introduzione dell'euro fosse dovuta soprattutto alle variazioni dei tassi di cambio e alla eterogeneità nei regimi di politica monetaria vigenti.

Al contempo, sembra che i differenziali di inflazione nell'area dell'euro siano molto persistenti, nel senso che molti paesi hanno mantenuto un gap di inflazione sistematicamente positivo o negativo rispetto alla media dell'area sin dall'introduzione della moneta unica, come mostrato nella tavola 1.

Tale persistenza dei differenziali di inflazione sembra essere una caratteristica peculiare dell'area dell'euro. Considerando le 14 ASM degli Stati Uniti, i differenziali di inflazione maggiori di un punto percentuale e con una durata superiore a due anni sono stati riscontrati soltanto in rari

casi specifici. Per contro, sette delle dodici economie dell'area dell'euro hanno registrato tassi di inflazione sui dodici mesi considerevolmente superiori o inferiori alla media dell'area dal 1999.

Una prima comprensione delle possibili cause della persistenza dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro può essere ottenuta mediante un esercizio contabile, che suddivida tali differenziali nelle loro determinanti principali. L'esercizio dimostra l'importanza relativa di fattori sia interni (come i costi del lavoro per unità di prodotto, i margini di profitto e le imposte indirette nette) sia esterni (come i costi all'importazione) per i differenziali di inflazione osservati. Come mostra la tavola 2, in nove dei dodici paesi i fattori interni (ossia i "costi interni") hanno dato il contributo più significativo ai differenziali di inflazione rispetto alla media dell'area dell'euro. In alcuni casi anche i costi delle importazioni hanno svolto un ruolo di rilievo; i differenziali di inflazione di Belgio, Francia e Lussemburgo sono stati determinati principalmente dalla dinamica di tali costi.

- 4) Le quattro regioni di censimento sono il Northeast, che include le ASM di New York, Philadelphia, Boston e Washington, il Midwest, che comprende le ASM di Chicago, Detroit e Cleveland; il South, che raggruppa le ASM di Dallas, Houston, Atlanta e Miami e il West, che include le ASM di Los Angeles, San Francisco e Seattle.
- 5) Cfr. "Cyclical convergence in the euro area: recent developments and policy implications", *Quarterly Report on the Euro Area*, Commissione europea, luglio 2004.

Tavola 2 Contributi all'inflazione sui dodici mesi nel periodo 1999-2003

	Deflatore della domanda finale			Deflatore del PIL				Costi del lavoro per unità di prodotto		
	Contributi alla variazione			Contributi alla variazione				Contributi alla variazione		
	Variazione totale in percentuale	Costi interni	Costi delle importazioni ¹⁾	Variazione totale in percentuale	Costi del lavoro per unità di prodotto	Margine operativo lordo	Tasse indirette nette	Variazione totale in percentuale	Redditi per occupato	Reciproco della produttività del lavoro
	1 = 2 + 3	2	3	4 = 5 + 6 + 7	5	6	7	8 = 9 + 10	9	10
Crescita annuale media in punti percentuali, salvo diversa indicazione										
Area dell'euro	1,8	1,0	0,8	2,0	1,1	0,6	0,2	1,9	2,6	-0,7
Deviazione dalla media dell'area dell'euro ²⁾										
Belgio	0,1	-0,4	0,5	-0,4	0,1	-0,4	-0,1	0,1	0,5	-0,4
Germania	-1,0	-1,0	-0,1	-1,2	-0,7	-0,5	0,0	-1,1	-1,0	-0,1
Grecia	1,5	1,4	0,1	1,5	0,2	1,0	0,3	0,4	3,5	-3,1
Spagna	1,5	1,2	0,3	1,8	0,7	0,8	0,3	1,1	1,2	0,0
Francia	-0,7	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
Irlanda	1,3	1,2	0,1	2,4	0,0	2,0	0,3	0,4	3,5	-3,0
Italia	0,8	0,8	0,0	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,7	0,0	0,8
Lussemburgo	0,3	-0,4	0,7	0,3	0,7	-0,6	0,2	1,4	3,3	-1,9
Paesi Bassi	0,8	0,6	0,3	1,4	1,2	-0,1	0,3	1,9	1,5	0,4
Austria	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,8	0,4	-0,2	-1,4	-0,9	-0,5
Portogallo	1,0	1,3	-0,3	1,6	2,0	-0,9	0,5	2,9	2,7	0,2
Finlandia	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	0,5	-0,7

Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) A livello di singolo paese, i costi delle importazioni si riferiscono a quelle sia dall'interno sia dall'esterno dell'area.

2) I valori nella tavola possono essere interpretati nel seguente modo: nel caso del Belgio, ad esempio, la variazione media sui dodici mesi del deflatore della domanda finale nel periodo 1999-2003 era superiore dello 0,1 per cento a quella dell'area nel suo complesso. Il contributo della variazione media dei costi delle importazioni al differenziale osservato nella variazione del deflatore della domanda finale era 0,5 punti percentuali, mentre il contributo dei costi interni era pari -0,4 punti percentuali.

Per quanto riguarda la fonte interna dei differenziali di inflazione in termini del deflatore del PIL, i contributi maggiori sono derivati dai costi del lavoro per unità di prodotto e dal margine operativo lordo, mentre le imposte indirette nette hanno teso a svolgere un ruolo di minor rilievo. In particolare, in Germania, Francia e Finlandia l'andamento inferiore alla media in termini sia dei costi del lavoro per unità di prodotto sia del margine operativo lordo ha contribuito notevolmente ai differenziali di inflazione negativi di tali paesi rispetto alla media dell'area dell'euro. Per contro, i differenziali positivi di Grecia, Irlanda, Italia e Spagna sono stati il risultato di dinamiche superiori alla media dell'area sia dei costi del lavoro per unità di prodotto sia dei profitti.

Se si considera l'andamento dei costi del lavoro per unità di prodotto, l'analisi rivela che la componente dei redditi per occupato ha dato generalmente un contributo più significativo ai

differenziali rispetto alla produttività del lavoro. La dinamica moderata dei costi del lavoro per unità di prodotto in Germania, Austria e, in misura minore, in Francia è stata principalmente determinata dall'andamento modesto della componente dei redditi per occupato. Per contro, la dinamica superiore alla media di tale componente ha contribuito all'andamento dei costi del lavoro per unità di prodotto in Portogallo, nei Paesi Bassi e in Spagna. Tuttavia, in alcuni casi (Belgio, Grecia, Irlanda e Finlandia) sembra che le due componenti abbiano avuto la stessa importanza. Nel caso dell'Italia, la bassa produttività del lavoro sembra essere stata responsabile del differenziale di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

La diversità dei tassi di inflazione fra i paesi dell'area dell'euro ha anche un'importante dimensione settoriale. La tavola 3 mostra la dispersione dei tassi di inflazione per ognuna

Tavola 3 Dispersione ¹⁾ dell'inflazione annuale nei diversi settori nell'area dell'euro

(punti percentuali)						
	IAPC totale	Servizi	Beni industriali non energetici	Beni energetici	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati
1994-1998	1,95	2,43	2,12	2,78	2,67	3,25
1999-2004	1,12	1,54	1,06	3,35	1,77	2,44
per memoria:						
pesi nell'IAPC dell'area dell'euro, 1998		0,34	0,34	0,09	0,13	0,09
pesi nell'IAPC dell'area dell'euro, 2004		0,41	0,31	0,08	0,12	0,08

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) La dispersione è calcolata come la radice quadrata delle deviazioni dalla media dell'area dell'euro al quadrato.

delle cinque principali componenti dello IAPC, ossia i servizi, i beni industriali non energetici, quelli energetici, gli alimentari trasformati e gli alimentari non trasformati.

Nonostante sia diminuito per tutti gli anni novanta, il grado di dispersione dell'inflazione dei prezzi dei servizi nei paesi dell'area è rimasto più elevato di quello registrato per l'indice IAPC nel suo complesso ⁶⁾. Per contro, i tassi di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici hanno mostrato un significativo grado di convergenza in tutti gli anni novanta e si sono stabilizzati su un livello di dispersione modesto dal 1999 in poi. Data l'elevata quota di beni commerciabili fra i beni industriali non energetici compresi nello IAPC, il basso livello di dispersione è probabilmente il risultato del processo di convergenza del livello dei prezzi osservato nei paesi dell'area dell'euro. Tale processo ha ricevuto uno stimolo notevole dalla realizzazione del mercato unico durante la prima metà degli anni novanta ed è proseguito con l'introduzione dell'euro. Con riferimento alle componenti più volatili dello IAPC, l'evoluzione dei prezzi dell'energia varia sostanzialmente da paese a paese, per effetto non solo della significativa volatilità di questo sottoindice ma anche della considerevole eterogeneità nell'esposizione e nelle reazioni agli shock petroliferi esterni dei paesi dell'area dell'euro.

Data l'importanza considerevole del settore dei servizi nel paniere dello IAPC, l'andamento di

questi prezzi è quello che fornisce il maggiore contributo alla dispersione dell'inflazione complessiva misurata dall'indice. Tale ruolo è ulteriormente potenziato dal fatto che il peso di tale componente nello IAPC complessivo è aumentato negli ultimi anni, mentre il peso dei beni industriali non energetici è diminuito.

In generale, è possibile individuare diversi elementi importanti che possono spiegare la persistenza dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro, come la dinamica salariale, il ruolo del settore dei servizi e l'apertura delle economie nazionali al commercio internazionale. Tuttavia, le informazioni disponibili indicano che non vi è un singolo fattore che possa spiegare la persistenza dei differenziali di inflazione nelle economie dell'area.

3 ORIGINI DEI DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Al fine di valutare le potenziali implicazioni per le politiche economiche di persistenti differenziali di inflazione, è necessario identificare opportunamente le cause sottostanti. Tuttavia, non è un compito facile, poiché in una unione monetaria ampia come l'area dell'euro diversi sono i fattori che possono contribuire alla divergenza

6) Tale risultato non muta se si esclude dai calcoli quei paesi dell'area dell'euro che sono stati interessati da forti dinamiche idiosincratiche nei prezzi dei servizi.

dei tassi di inflazione. Questa sezione presenta una breve descrizione dei fattori principali individuati per spiegare l'esistenza di persistenti differenziali di inflazione nell'area. In particolare, si distingue fra fattori transitori connessi al processo di convergenza, fattori collegati a differenze durature o permanenti nelle strutture economiche nazionali e fattori risultanti dalla condotta e dall'applicazione delle politiche fiscali e strutturali nazionali o dalle reazioni regionali a politiche dell'intera area dell'euro. Infine, si prende in esame la presenza e la forza relativa di fattori amplificanti e contrastanti in un'unione monetaria.

3.1 DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE DOVUTI AL PROCESSO DI CONVERGENZA

IL PASSAGGIO ALLA TERZA FASE DELL'UEM

Il passaggio alla terza fase dell'UEM e la convergenza dei tassi di interesse nominali nell'area dell'euro su un livello precedentemente riscontrato soltanto nelle migliori economie hanno rappresentato un importante fattore temporaneo alla base dei differenziali di inflazione nei primi anni della moneta unica. In particolare, nei paesi che in passato sono stati caratterizzati da tassi di inflazione più elevati, l'adozione dell'euro ha determinato una riduzione significativa dei tassi di interesse nominali (e reali) e dei costi finanziari nonché un più alto grado di integrazione con i mercati dei capitali del resto dell'area. Ciò ha contribuito a un aumento della domanda interna in tali paesi, esercitando una sostenuta pressione al rialzo sui prezzi soprattutto nel settore dei beni non commerciabili e in quello dei servizi.

CONVERGENZA DEL LIVELLO DEI PREZZI DEI BENI COMMERCIALI

La realizzazione del mercato unico europeo nella prima metà degli anni novanta e la successiva introduzione dell'euro nel 1999 hanno contribuito a un marcato declino della dispersione del livello dei prezzi, specialmente per quanto riguarda i beni commerciabili⁷⁾. La convergenza dei prezzi dei beni commerciabili verso un livello comune di lungo periodo è probabilmente stata responsabile di alcuni dei differenziali di

inflazione riscontrati nei primi anni della moneta unica, sebbene il suo contributo relativo sia difficile da quantificare⁸⁾. In prospettiva, nonostante ulteriori progressi nelle politiche a favore della concorrenza sia europee sia nazionali possano ridurre ulteriormente i differenziali dei prezzi dei beni commerciabili, l'importanza di questo tipo di convergenza per i differenziali di inflazione dell'area dell'euro dovrebbe diminuire nel corso del tempo⁹⁾.

CONVERGENZA DEL LIVELLO DEI PREZZI DEI BENI NON COMMERCIALI E DEI SERVIZI: L'EFFETTO BALASSA-SAMUELSON

Sebbene l'integrazione dei mercati e la maggiore trasparenza dei prezzi a livello transfrontaliero abbiano determinato una convergenza dei prezzi dei beni commerciabili, lo IAPC è composto in ampia misura da beni e servizi non scambiati fra paesi. A tale proposito, l'effetto Balassa-Samuelson, che può indurre variazioni nei tassi di cambio reali dei paesi e, in un'unione monetaria, cambiamenti dei rispettivi tassi di inflazione, è stato spesso chiamato in causa in merito ai persistenti differenziali di inflazione nell'area dell'euro. Al centro dell'ipotesi di Balassa-Samuelson vi sono differenze nella crescita della produttività nei settori dei beni commerciabili e non commerciabili dei vari paesi. Se la crescita della produttività del lavoro è maggiore nel primo dei due settori, i salari tenderanno ad aumentare senza determinare più elevati costi del lavoro per unità di prodotto. Tuttavia, se vi è un'alta mobilità delle forze di lavoro fra settori, i salari tenderanno ad aumentare anche in quello dei beni non commerciabili, in cui, data la crescita della produttività del lavoro mediamente più bassa, i prezzi mostreranno un incremento

7) Cfr. l'articolo intitolato *Convergenza dei prezzi e concorrenza nell'area dell'euro*, nel numero di agosto 2002 di questo Bollettino.

8) Rogers, J. (2002), "Monetary union, price level convergence, and inflation: how close is Europe to the United States?", *International Finance Discussion Paper*, n. 740, stima che il contributo della dispersione del livello dei prezzi nel 1999 alla dispersione dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC osservata alla fine del 2002 sia stato pari al 16 per cento della dispersione dell'inflazione complessiva.

9) Cfr. Rodriguez-Palenzuela, D., Camba-Mendez, G. e Garcia, J. A. (2003), *Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation*, Working Paper della BCE, n. 278.

medio maggiore. Pertanto, i paesi in cui vi è una maggiore differenza fra i tassi di crescita della produttività del lavoro nei settori dei beni commerciabili e non commerciabili saranno interessati anche da un più alto tasso di inflazione. L'effetto Balassa-Samuelson riflette un fenomeno di equilibrio: la concorrenza internazionale fra i paesi assicura che nel comparto dei beni commerciabili non emergano significative pressioni sui prezzi. Queste ultime emergono soltanto nel settore di quelli non commerciabili e non vi è pertanto necessità di riassorbire i derivanti differenziali di inflazione fra i paesi.

L'effetto Balassa-Samuelson è spesso associato al processo di convergenza del tenore di vita fra le economie. I paesi con un reddito inferiore alla media, che stanno riducendo il divario rispetto ai paesi a più alto reddito, mostrano normalmente una crescita sostenuta della produttività nel settore dei beni commerciabili, mentre gli andamenti della produttività in quello dei beni non commerciabili sono di solito più simili fra paesi.

Vi sono opinioni divergenti sulla rilevanza degli effetti Balassa-Samuelson per l'area dell'euro¹⁰⁾. Nel complesso, è molto difficile quantificarli, in particolare poiché non è facile isolarli da altri fattori che in passato hanno influenzato le tendenze dell'inflazione, quali, soprattutto, differenze nei regimi di politica monetaria e nelle politiche dei tassi di cambio. Nondimeno, vi è un consenso crescente sul fatto che l'effetto Balassa-Samuelson costituisce soltanto una spiegazione parziale dei persistenti differenziali di inflazione osservati nell'area dell'euro. Una delle ragioni è costituita dal fatto che le differenze rilevate nelle tendenze della produttività del lavoro nei paesi dell'area dell'euro possono essere responsabili soltanto di una quota relativamente moderata delle differenze nei tassi di inflazione, come mostrato nella sezione 2.

L'entità dell'effetto Balassa-Samuelson per i paesi attualmente appartenenti all'area dell'euro probabilmente diminuirà nel corso del tempo, dato che si è già verificata una convergenza sostanziale fra questi paesi in termini di PIL pro

capite. Al contempo, tale effetto può essere più rilevante nel dare luogo a durevoli pressioni inflazionistiche in alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE che intendono adottare l'euro, dati i loro livelli inferiori del reddito e dei prezzi.

3.2 DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE DOVUTI A DIFFERENZE STRUTTURALI

ETEROGENEITÀ NELLE PREFERENZE DEI CONSUMATORI

Un fattore strutturale che in linea di principio può contribuire a generare differenziali di inflazione e di prodotto duraturi in un'area monetaria è connesso a differenze consolidate fra i paesi nelle preferenze delle famiglie per quanto riguarda i consumi. Tale eterogeneità è riflessa dal fatto che le quote dei vari beni e servizi nei consumi nazionali e il valore aggiunto differiscono da paese a paese e hanno pertanto un peso differente nei vari sottoindici degli IAPC nazionali. Tuttavia l'evidenza empirica ha dimostrato che questo fattore contribuisce relativamente poco alla dispersione dell'inflazione osservata nell'area dell'euro¹¹⁾.

GRADO DI APERTURA E COMPOSIZIONE DEGLI SCAMBI COMMERCIALI

La divergenza dei tassi di inflazione nell'area dell'euro può anche avere una dimensione esterna connessa alle differenze nell'esposizione nazionale alle variazioni del tasso di cambio dell'euro e del prezzo delle materie prime. In particolare, differenze nel grado di apertura, nella composizione del commercio internazionale e nei legami commerciali con paesi partner non appartenenti all'area dell'euro potrebbero essere fattori rilevanti per spiegare i differenziali di inflazione. Per esempio, un paese dell'area dell'euro che importa principalmente dall'esterno dell'area subirà pressioni inflazionistiche qualora il tasso di cambio dell'euro si deprezzi diverse rispetto a un paese che commercia soprattutto con altri paesi dell'area. Fluttuazioni del tasso di cambio dell'euro accompagnate da asimme-

10) BCE (2003), *Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications*.

11) Ibid.

trie nei legami commerciali hanno contribuito a spiegare alcuni dei differenziali di inflazione osservati nell'area dell'euro. Tuttavia, questo tipo di eterogeneità, da sola, non può spiegare i differenziali registrati fra le economie più grandi dell'area. A tale proposito, una spiegazione complementare potrebbe essere che il ruolo degli shock esterni e l'effetto delle differenze nella composizione degli scambi commerciali sono amplificati dalla presenza di un alto grado di persistenza dell'inflazione nei paesi dell'area dell'euro.

RIGIDITÀ NELLA FISSAZIONE DEI SALARI E DEI PREZZI

Il processo di adeguamento a mutamenti nelle condizioni economiche richiede generalmente il continuo aggiustamento dei prezzi relativi fra le regioni e i settori. Tale meccanismo, che rappresenta una caratteristica normale e auspicabile di un'economia di mercato, può dare luogo per un breve periodo di tempo a differenziali di inflazione fra le regioni e i settori di un'unione monetaria a fronte di shock dal lato della domanda e dell'offerta. Tuttavia, la presenza di rigidità nel meccanismo di formazione dei prezzi e dei salari rende più lento l'aggiustamento necessario a seguito di tali shock e dà luogo a distorsioni dei prezzi relativi e a differenziali di inflazione duraturi ¹²⁾.

A tale proposito, recenti risultati preliminari ottenuti dal network dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione ¹³⁾ contribuiscono a illustrare l'importanza delle rigidità nel processo di determinazione dei prezzi delle imprese nell'area dell'euro. Sulla base di microdati sui prezzi al consumo, il network ha valutato che la durata media dei prezzi al consumo ¹⁴⁾ nell'area è compresa fra quattro e cinque trimestri, rispetto a una stima di circa due trimestri per gli Stati Uniti. Ciò sembra indicare che in media nell'area dell'euro vi è una maggiore rigidità nella determinazione dei prezzi rispetto agli Stati Uniti. Per quanto riguarda le differenze nella frequenza delle variazioni dei prezzi, l'eterogeneità fra prodotti e settori appare più marcata di quella fra paesi. Inoltre, la classificazione dei prodotti e settori in termini del grado di rigidità vischio-

sità dei prezzi è simile non solo tra i paesi analizzati, ma anche a quella osservata negli Stati Uniti. Nell'area dell'euro i prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati sembrano quelli che variano più frequentemente, mentre i prezzi dei servizi sembrano cambiare meno frequentemente.

Se i prezzi dei servizi sono, di fatto, caratterizzati da un processo di aggiustamento sistematicamente più lungo, forse a causa di aspetti intrinseci del meccanismo di formazione dei prezzi, ciò potrebbe generare una divergenza dell'inflazione significativa e persistente, dato il peso significativo del settore non commerciabile nell'economia.

Tale conclusione sembrerebbe corrispondere all'evidenza presentata nella tavola 3, che indica che il comparto dei servizi (che è responsabile della maggior parte della dinamica dei prezzi nel settore non commerciabile) contribuisce in modo significativo alla dispersione complessiva dell'inflazione. Essa è inoltre corroborata dall'evidenza, presentata nella tavola 2, sull'importanza del costo del lavoro per unità di prodotto nello spiegare i differenziali nelle variazioni dei deflatori del PIL tra i paesi dell'area dell'euro, dal momento che un'ampia quota del prodotto totale del settore dei servizi deriva dalle retribuzioni. Nel complesso, ciò suggerisce che una parte sostanziale della persistente divergenza nella dinamica dei prezzi possa derivare da differenze nell'andamento dei salari e dai meccanismi di fissazione di questi ultimi nei

12) Cfr., fra l'altro, Angeloni, I., Ehrmann, M. (2004), *Euro area inflation differentials*, Working Paper della BCE, n. 388 e Altissimo, F., Benigno, P. e Rodriguez-Palenzuela, D. (2004), *Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies*, presentato al workshop della BCE "Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area", Francoforte, 13-14 dicembre 2004, disponibile nel sito Internet www.ecb.int.

13) Cfr. gli atti della conferenza "Inflation persistence in the euro area", Francoforte, 10-11 dicembre 2004, disponibili nel sito Internet www.ecb.int. Il contributo di Angeloni, I., Aucremanne, L., Ehrmann, M., Gali, J., Levin, A. e Smets, F. (2004), *Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings*, disponibile nel sito Internet della conferenza fornisce un riassunto dell'evidenza preliminare raccolta dal network dell'Eurosistema sulla persistenza dell'inflazione.

14) La durata del prezzo è definita come il tempo che intercorre fra due variazioni di prezzo successive.

paesi dell'area dell'euro (inclusa, in alcuni casi, l'indicizzazione automatica dei salari nominali ai prezzi).

3.3 FATTORI LEGATI ALLE POLITICHE ECONOMICHE

Le politiche economiche, sia a livello di area sia a livello regionale, possono influenzare il grado di eterogeneità in un'unione monetaria. In particolare, le politiche di bilancio possono costituire una fonte di differenziali di inflazione e di prodotto nell'area dell'euro. In primo luogo, cambiamenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette possono contribuire alla dispersione dell'inflazione almeno nel breve e medio periodo. Nell'area dell'euro, i prezzi amministrati rappresentano circa il 6 per cento dell'IAPC. Tuttavia, è stato dimostrato che la differenza fra la dispersione dell'inflazione misurata sullo IAPC e quella dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei prezzi amministrati è stata molto piccola a partire dal 1999¹⁵⁾. Ancor più importante è il fatto che anche la politica di bilancio può contribuire a creare o rafforzare i differenziali di inflazione mediante l'uso inappropriato di strumenti fiscali. A tale proposito, vi è evidenza che gli effetti prociclici delle politiche di bilancio dei paesi dell'area dell'euro possono aver contribuito ad accrescere le differenze lungo il ciclo fra i paesi dell'area nel passato recente¹⁶⁾.

Un'altra fonte di differenziali di inflazione può essere ricondotta alle politiche strutturali messe in atto a livello nazionale o regionale. Per esempio, politiche che mirano a influenzare la struttura del mercato del lavoro possono modificare il comportamento nella determinazione dei salari. Il fatto che clausole per l'indicizzazione dei salari siano presenti nei contratti collettivi in alcuni paesi dell'area dell'euro può, ad esempio, contribuire a generare differenziali di inflazione rendendo l'inflazione più persistente in tali paesi.

Anche la politica monetaria in un'unione monetaria può contribuire alla dispersione dell'inflazione come risultato di meccanismi di trasmissi-

sione diversi tra paesi, in particolare in presenza di diversi gradi di rigidità nominali. In tale contesto, nondimeno, non vi è evidenza conclusiva sulle differenze sistematiche nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria nei paesi dell'area¹⁷⁾. Le differenze nelle stime dell'impatto della politica monetaria sul prodotto e sui prezzi nell'area non tendono a essere robuste all'utilizzo di diverse metodologie, dati e modelli. Inoltre, tali effetti dipendono in modo cruciale dal regime di politica monetaria. Il cambiamento di regime determinato dall'introduzione dell'euro potrebbe aver modificato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria nei paesi dell'area, rendendo più difficile compiere estrapolazioni appropriate dalle esperienze storiche.

3.4 MECCANISMI AMPLIFICANTI E CONTRASTANTI ALL'INTERNO DELL'UNIONE MONETARIA

Nell'area dell'euro, come in altre unioni monetarie, il tasso di interesse ufficiale fissato dalla banca centrale è lo stesso per tutti i paesi partecipanti. Al contempo, differenziali di inflazione fra i paesi possono emergere per una varietà di ragioni. A volte si sostiene che la combinazione dei due fattori menzionati determina diversi tassi di interesse reali tra i paesi, con possibili effetti destabilizzanti sulle economie nazionali, in particolare attraverso il rafforzamento dei differenziali di inflazione. Per esempio, si sostiene che paesi con un'inflazione superiore alla media sono caratterizzati da tassi di interesse più bassi, i quali a loro volta alimentano la domanda interna e l'inflazione. Per contro, nei paesi con un'inflazione inferiore alla media, i tassi di interesse reali sono più elevati, e ciò determina una pressione al ribasso sulla domanda interna e sul-

15) Cfr. BCE (2003), *Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications*. Ciò nonostante, sembra che variazioni delle imposte indirette e dei prezzi amministrati in alcuni paesi dell'area dell'euro abbiano contribuito in certa misura all'incremento della dispersione dell'inflazione misurata sullo IAPC osservato nella prima metà del 2004.

16) Cfr. nota 5.

17) Cfr. l'articolo intitolato *Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2002 di questo Bollettino.

Tavola 4 Alcune statistiche sulla dispersione dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro

(punti percentuali)

		Tasso di interesse reale a breve termine ¹⁾		Tasso di interesse reale a lungo termine ²⁾	
		Ex ante previsioni di inflazione per l'anno successivo ³⁾	Ex post inflazione corrente calcolata sulla base dell'IAPC	Ex ante previsioni di inflazione a lungo termine (tra 6 e 10 anni in avanti) ³⁾	Ex post inflazione corrente calcolata sulla base dell'IAPC
Deviazione standard					
1990-1998	<i>non ponderata</i> ⁴⁾	1,69	0,82	1,29	0,68
	<i>ponderata</i> ⁵⁾	1,26	0,75	1,23	0,64
1999-febbraio 2005	<i>non ponderata</i> ⁴⁾	0,52	0,76	0,26	0,58
	<i>ponderata</i> ⁵⁾	0,45	0,66	0,23	0,54

Fonti: BRI, *Consensus Economics Forecasts*, BCE, elaborazioni della BCE, Eurostat e Reuters.

1) Tasso di interesse a 3 mesi del mercato monetario (Euribor per il periodo 1999-2005). Tutti i paesi dell'area escluso il Lussemburgo.

2) Tasso di interesse a dieci anni sui titoli di Stato, ove disponibili; altrimenti, rendimenti su strumenti con scadenza più simile. I valori includono Francia, Germania, Italia, e dal 1995 anche Paesi Bassi e Spagna.

3) Le previsioni per i singoli paesi sono raccolte dal sondaggio *Consensus Economics forecasts*.

4) Pesi identici sono attribuiti a ciascuno dei paesi dell'area.

5) I pesi sono costruiti utilizzando il PIL di ciascun paese valutato alla parità di potere d'acquisto nel 2002.

l'inflazione. Tuttavia, questi punti di vista non tengono conto di tutti i fattori sottostanti.

Innanzitutto, l'argomentazione sopra riportata è generalmente formulata in riferimento a misure *ex post* del tasso di interesse reale, calcolato sottraendo ai tassi di interesse nominali l'inflazione corrente. Per contro, per le decisioni di investimento e di consumo sono rilevanti le misure *ex ante* dei tassi di interesse reali, ossia la differenza fra i tassi di interesse di mercato e le aspettative sull'andamento dell'inflazione nell'orizzonte temporale rilevante ¹⁸⁾. A titolo di illustrazione, la tavola 4 raffronta la dispersione dei tassi di interesse reali *ex post* ed *ex ante*. Questi ultimi sono calcolati utilizzando le previsioni di inflazione (relative allo IAPC) nell'orizzonte considerato raccolte da *Consensus Economics* ¹⁹⁾.

La dispersione fra i paesi delle misure *ex ante* dei tassi di interesse reali è significativamente inferiore a quella delle misure *ex post*. Nel caso dei tassi di interesse a lungo termine, dal 1999 la dispersione delle misure *ex ante* degli interessi reali è stata approssimativamente la metà di quella degli interessi misurata utilizzando l'inflazione effettiva. Inoltre, sempre dal 1999 la dispersione delle misure *ex ante* dei tassi di interesse reali è stata circa un terzo di quella prevalente prima dell'introduzione dell'euro. Per contro, la dispersione delle misure *ex post* è rimasta sostanzialmente invariata.

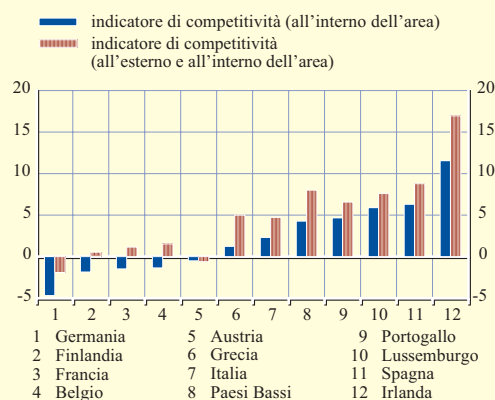
Inoltre, e forse a livello più sostanziale, gli effetti dei differenziali di inflazione (e, pertanto, di differenti tassi di interesse reali) dipende ovviamente dalle cause sottostanti, che, come detto, sono molteplici. Per esempio, se l'inflazione di una paese è inferiore alla media a causa di una crescita della produttività superiore alla media, ciò indicherebbe che il paese in questione ha buone prospettive di investimento, anche se il suo tasso di interesse reale è più alto di quello osservato in altri paesi.

Infine, in un'unione monetaria, dove i tassi di cambio fra i paesi sono per definizione fissi, vi sono vigorose forze di mercato che hanno un effetto stabilizzante. In particolare, se un paese ha un'inflazione inferiore alla media a causa della debolezza della domanda, diventerà più competitivo rispetto agli altri paesi. Ciò tenderà ad accrescere la domanda nel paese (e a ridurla in altri) nel corso del tempo. Come è stato dimostrato in numerosi studi recenti, il canale della competitività ("tasso di cambio reale"), sebbene operi con lentezza, diventa il fattore dominante dell'aggiu-

18) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *La misurazione dei tassi di interesse reali nei paesi dell'area dell'euro*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino.

19) Le previsioni di inflazione di *Consensus Economics* sono disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro eccetto il Lussemburgo per gli orizzonti più vicini e solo per i cinque paesi più grandi dell'area per gli orizzonti più lunghi.

Figura 2 Indicatori di competitività nazionali ¹⁾ - variazioni percentuali cumulate tra gennaio 1999 e dicembre 2004



Fonte: elaborazioni della BCE.

1) Un aumento indica un apprezzamento del tasso di cambio reale o una perdita di competitività del paese; entrambe le misure sono basate sui prezzi al consumo. Il primo indicatore (all'interno dell'area) è basato sul commercio all'interno dell'area deflazionato mediante l'IAPC del paese considerato, mentre il secondo indicatore (all'interno e all'esterno dell'area) include anche gli scambi con i 23 principali partner dell'area.

stamento nel lungo periodo²⁰). A tale proposito, la figura 2 mostra che, in conseguenza dei persistenti differenziali di inflazione che si sono realizzati, i paesi dell'area dell'euro sono stati contrassegnati da marcate differenze in termini dell'evoluzione della competitività nazionale²¹).

4 IMPLICAZIONI DEI DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE PER LA PIANIFICAZIONE DELLE POLITICHE ECONOMICHE

Come descritto sopra, i differenziali di inflazione nell'area dell'euro riflettono in certa misura fenomeni di equilibrio di lungo periodo e la realizzazione normale e sana degli aggiustamenti dei prezzi relativi basati sul mercato a seguito di shock economici. Nel caso particolare di un'unione monetaria di recente costituzione, l'introduzione di una moneta unica comporta una graduale ma piuttosto sostanziale trasformazione delle strutture economiche esistenti e crea il potenziale per un processo di aggiustamento economico a lungo termine. I differenziali di inflazione nei paesi dell'area dell'euro possono pertanto riflettere, almeno in parte, cambiamenti equilibranti dei prezzi relativi, che sono una

manifestazione inevitabile e anche auspicabile delle graduali ma anche profonde trasformazioni strutturali a seguito dell'integrazione monetaria e del processo di creazione di un mercato unico.

Tuttavia, almeno in certa misura, i persistenti differenziali di inflazione osservati nell'area dell'euro sono anche il risultato di politiche di bilancio nazionali disomogenee, degli andamenti salariali e di consolidate inefficienze strutturali come le rigidità nominali e reali nei mercati dei beni e servizi e dei fattori produttivi, e possono dare luogo a dinamiche negative per le economie nazionali. I responsabili delle politiche economiche devono affrontare in particolare gli ostacoli che limitano l'operare delle forze di mercato nel processo di aggiustamento necessario a seguito di shock economici.

4.1 RIFORME STRUTTURALI NEI MERCATI DEL LAVORO E DEI BENI E SERVIZI

È ampiamente riconosciuto che due sono gli elementi essenziali per il regolare aggiustamento a condizioni economiche in evoluzione e per il funzionamento efficiente di un'area monetaria: la mobilità dei fattori di produzione e la flessibilità nella determinazione dei salari e dei prezzi.

Quanto alla mobilità dei fattori di produzione, nell'area dell'euro si può osservare una chiara dicotomia.

Da un lato, il processo di integrazione dei mercati finanziari ha già compiuto progressi notevoli. Nonostante siano necessari ulteriori passi

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

21) Per ulteriori dettagli cfr. Buldorini, L., Makrydakis, S. e Thimann, C. (2002), *The effective exchange rates of the euro*, Occasional Paper della BCE, n. 2, e il riquadro intitolato *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.

avanti per rimuovere la segmentazione del mercato e gli ostacoli della regolamentazione alla libera concorrenza che ancora esistono, si osserva un continuo aumento dei flussi finanziari e di capitale transfrontalieri, nonché una crescente concorrenza nella fornitura di servizi finanziari. Una maggiore integrazione finanziaria negli anni a venire consentirà agli investitori di diversificare i loro portafogli in modo più efficiente fornendo così una tutela contro rischi macroeconomici localizzati.

D'altro canto, sembra che l'altro principale fattore di produzione, il lavoro, sia troppo lento nel reagire ai salari e alla domanda o sia ostacolato nel farlo da segnali di prezzo persistentemente distorti. Ciò determina una mobilità nel lavoro relativamente bassa fra paesi e regioni nonché fra settori e professioni. Questo indica la necessità di mercati del lavoro più flessibili nel contesto dell'UEM, in particolare a livello nazionale e regionale. L'importanza di tale flessibilità è ulteriormente accresciuta dalla presenza di elementi di natura permanente, quali le differenze linguistiche e culturali, che limitano la mobilità nel lavoro fra paesi. Nello scorso decennio sono stati riscontrati chiari progressi in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda le riforme del mercato del lavoro. Tuttavia, i mercati del lavoro nell'area appaiono ancora troppo rigidi e non reattivi alle condizioni economiche. Ciò si riflette nel livello persistentemente alto della disoccupazione strutturale e nei bassi tassi di partecipazione alle forze lavoro nella maggior parte dei paesi. Ulteriori misure potrebbero ridurre in modo utile i disincentivi alla flessibilità del mercato del lavoro, ad esempio quelli derivanti dagli elevati tassi di sostituzione, dalle strutture salariali compresse e dalla legislazione sulla tutela del posto di lavoro.

Analogamente, per migliorare l'efficienza dei segnali dei prezzi nei mercati dei beni e dei servizi, innalzando così l'efficienza nell'allocatione delle risorse nell'economia, è essenziale continuare il processo di rafforzamento della concorrenza effettiva, per esempio mediante la liberalizzazione e la deregolamentazione.

Un'intensificazione della concorrenza attraverso riforme della regolamentazione non solo aumenterà l'innovazione e la produttività e ridurrà i prezzi nei mercati interessati, ma accrescerà anche la resistenza delle regioni economiche e la capacità di adattamento a condizioni economiche in continua trasformazione.

4.2 POLITICA FISCALE

Anche le politiche fiscali possono contribuire ad accrescere la capacità dei singoli paesi di reagire a shock economici e a ridurre gli effetti potenzialmente dannosi di prolungati differenziali di inflazione. In particolare, finanze pubbliche sane sono fondamentali affinché i paesi possano consentire agli stabilizzatori automatici di operare appieno senza correre il rischio di disavanzi eccessivamente elevati. Ciò rappresenta un importante meccanismo nel processo di aggiustamento macroeconomico in risposta a divergenze regionali. L'esperienza storica mostra che le politiche di bilancio discrezionali sono, specialmente a causa dei ritardi con cui vengono realizzate e influenzano l'economia, uno strumento inappropriato quando si tratta di reagire alle fluttuazioni cicliche. In tale contesto è particolarmente importante che i governi impediscano misure discrezionali di politica fiscale procicliche che possono amplificare le divergenze tra i paesi a seguito di shock asimmetrici.

4.3 IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA

Vi è un vasto consenso fra gli accademici, gli osservatori e i responsabili delle politiche economiche sul fatto che la politica monetaria dovrebbe focalizzarsi sul mantenimento della stabilità dei prezzi in un'area monetaria nel suo complesso. Pertanto, essa dovrebbe ancorare le aspettative di inflazione e accrescere la trasparenza del mercato, facilitando così il necessario adattamento dei prezzi relativi fra diversi paesi o settori in presenza di shock economici. Per contro, è ampiamente riconosciuto che l'assegnazione alla politica monetaria del compito aggiuntivo di occuparsi direttamente dell'equilibrio relativo fra i settori o le regioni dell'area

valutaria nel processo di aggiustamento agli shock renderebbe più difficoltoso l'espletamento del suo compito primario.

Allo stesso tempo, più recentemente il dibattito ha anche teso a evidenziare implicazioni più dirette dei differenziali di inflazione per la formulazione della politica monetaria in un'unione monetaria, particolarmente ove tali differenziali siano accompagnati o derivino da rigidità nominali e reali.

Il riquadro 1 svolge un esame critico di alcuni dei recenti contributi comparsi nella letteratura economica a proposito di questo tema. Sebbene, come discusso nel riquadro, alcune conclusioni di questa recente analisi dipendano molto dal quadro analitico adottato e alcune delle raccomandazioni incontrerebbero significativi problemi di attuazione, è comunque possibile trarre alcune importanti conclusioni generali.

In primo luogo, la presenza di differenziali di inflazione di equilibrio di lungo periodo nei vari paesi può costituire una ragione aggiuntiva (oltre ad altre ragioni importanti come la necessità di assicurare un margine di sicurezza sufficiente a salvaguardia dai rischi di deflazione) per cui la banca centrale miri a mantenere il tasso di inflazione basso, ma non troppo prossimo allo zero, nel complesso dell'area monetaria. In secondo luogo, è importante che la banca centrale tenga conto di informazioni regionali e settoriali sulla fonte e la natura degli shock economici, incluso il monitoraggio e la comprensione delle ragioni sottostanti dei differenziali di inflazione, anche se la politica monetaria ha l'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi per l'intera area. Infine, mantenendo un orientamento di medio periodo, una banca centrale può facilitare il necessario riequilibrio dei prezzi relativi attraverso le regioni e i settori in presenza di shock asimmetrici.

Riquadro 1

RECENTE LETTERATURA ECONOMICA SULLE IMPLICAZIONI DEI DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE PER LA POLITICA MONETARIA IN UN'UNIONE VALUTARIA

L'Unione economica e monetaria ha dato origine a numerosi contributi analitici tesi a valutare le implicazioni dei differenziali di inflazione per la conduzione della politica monetaria unica.

Un primo gruppo di lavori analitici ha preso in esame le implicazioni per le politiche economiche dei differenziali di inflazione generati da fattori di equilibrio come l'effetto Balassa-Samuelson (descritto nella sezione 3)¹⁾. In tali circostanze, i differenziali di inflazione in un'area monetaria riflettono mutamenti dei prezzi relativi per garantire l'equilibrio nei mercati, che sono un risultato inevitabile e auspicabile del graduale aggiustamento indotto dal processo di integrazione monetaria. Tuttavia in presenza di rigidità nominali verso il basso nella formazione dei prezzi e dei salari, tali differenziali possono diventare una fonte di preoccupazione per la banca centrale in quanto possono ostacolare la capacità della politica monetaria comune di operare efficacemente a livelli molto bassi di inflazione. Qualora vi siano rigidità nominali verso il basso, i paesi con tassi di inflazione persistentemente inferiori alla media possono essere interessati da episodi di prolungata deflazione e incontrare difficoltà nel recuperare competitività. Sebbene tali argomentazioni non siano prive di fondamento (e vengano, di fatto, considerate dalla BCE come discusso nella sezione 5), la loro importanza quantitativa non dovrebbe essere esagerata. In primo luogo, come menzionato, le stime quantitative disponibili dell'effetto Balassa-Samuelson nell'area dell'euro indicano che esso fornisce un contributo relativamente modesto alla spiegazione dei differenziali di inflazione. In secondo luogo, l'evidenza empirica

1) Cfr., fra l'altro, Sinn, H.-W., Reuter M. (2001), *The minimum inflation rate for Euroland*, NBER Working Paper, n. 8085.

suggerisce che vi è ampio spazio per una flessibilità verso il basso dei prezzi e dei salari nell'area dell'euro²⁾.

Un secondo filone di letteratura propone un ruolo attivo della politica monetaria nel contrastare i differenziali di inflazione derivanti dalla presenza di rigidità nominali e reali nelle unioni monetarie³⁾. Secondo tali argomentazioni, per raggiungere il suo traguardo finale, solitamente definito come il benessere economico dell'unione monetaria nel contesto di un modello specifico, la banca centrale dovrebbe avere come obiettivo un indice dei prezzi che assegni un peso alle unità settoriali e regionali che differisce dalle dimensioni relative di tali unità. Tale ponderazione dovrebbe invece riflettere le stime delle principali caratteristiche strutturali dell'unità settoriale o regionale in questione. A questo proposito, una conclusione fondamentale tratta da tali valutazioni è che il benessere economico complessivo in questi modelli stilizzati viene accresciuto da una politica monetaria che assegna un peso maggiore ai settori o alle regioni dove gli andamenti dei prezzi sono più persistenti. I motivi possono essere descritti come segue. In un'economia con due settori di uguale dimensione, uno più rigido (ossia con un più alto grado di rigidità nell'aggiustamento dei prezzi relativi in seguito a uno shock) e l'altro più flessibile, qualora la politica monetaria non tenga conto dell'eterogeneità settoriale nella ponderazione dell'indice dei prezzi può accadere che, nel caso si presenti uno shock aggregato, i due settori debbano aggiustarsi in modo simile. Tuttavia, il settore rigido sopporta un costo maggiore di quello flessibile nel suo aggiustamento allo shock macroeconomico. Tale squilibrio determina una perdita di benessere per l'unione monetaria che potrebbe essere ridotto. Utilizzando una ponderazione che tenga conto non solo delle dimensioni complessive del settore più rigido, la politica monetaria garantirebbe che il settore flessibile rispondesse maggiormente allo shock, contribuendo maggiormente all'aggiustamento complessivo richiesto nell'economia.

Sebbene queste implicazioni appaiano interessanti nel contesto dei modelli stilizzati dell'economia, vi sono ovvie argomentazioni contrarie alle prescrizioni citate e, in particolare, problemi sostanziali per la loro applicazione pratica. In primo luogo, vi sarebbero enormi problemi nel misurare correttamente il grado di rigidità nominale nei vari settori o regioni, dato che non vi è un unico metodo né una definizione standard del fenomeno. Sarebbe inoltre molto difficile stabilire a quale livello (ad esempio, se le unità rilevanti dovrebbero essere i settori, le regioni o i paesi) dovrebbe essere misurato il grado di rigidità nominale. Tutto ciò introdurrebbe elementi sostanziali di arbitrarietà e incertezza nella conduzione della politica monetaria e influirebbe negativamente sulla trasparenza dell'obiettivo perseguito dalla banca centrale e pertanto sulla sua responsabilità. In secondo luogo, può accadere che assegnando una maggiore importanza all'andamento di un particolare paese o settore, la politica monetaria in pratica favorisca inefficienze comportamentali o strutturali, creando in ultima analisi incentivi perversi e ostacolando il progresso necessario verso meccanismi di aggiustamento più fondati sul mercato. Inoltre, la comunicazione della politica monetaria dovrebbe affrontare sfide considerevoli, dal momento che la sua conduzione diverrebbe molto più complessa e difficile da spiegare al pubblico.

Questa letteratura, tuttavia, sottolinea anche il fatto importante che, per ogni obiettivo di politica monetaria sia essenziale per la banca centrale tenere conto della fonte e della natura degli

2) Cfr. gli atti della conferenza "Inflation persistence in the euro area", Francoforte, 10-11 dicembre 2004, disponibili nel sito Internet www.ecb.int.

3) Cfr., ad esempio, Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press e Benigno, P. (2004), "Optimal monetary policy in a currency area", *Journal of International Economics*, n. 63, pp. 293-320.

shock economici, compresi quelli a livello locale, nella formulazione della risposta di politica monetaria più appropriata. Di questo punto si occupa specificamente un terzo gruppo di ricerca economica che analizza il ruolo delle informazioni settoriali e regionali nella conduzione della politica monetaria ⁴⁾. In questi modelli, l'obiettivo di politica monetaria è espresso (come nel caso dell'area dell'euro) in termini di un indice dei prezzi per l'insieme dell'area che assegna un peso ai paesi a seconda delle loro dimensioni relative. È dimostrato che anche in questo caso la politica monetaria potrebbe migliorare i propri risultati tenendo conto di informazioni disaggregate (ossia settoriali e regionali) sugli andamenti economici piuttosto che prendendo in esame esclusivamente informazioni aggregate per tutta l'area.

4) Cfr., ad esempio, Angelini, P., Del Giovane, P., Siviero, S. e Terlizzese, D. (2002), *Monetary policy rules for the euro area: what role for national information?*, Temi di discussione della Banca d'Italia, n. 457.

5 RILEVANZA DEI DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE E DELLE INFORMAZIONI DISAGGREGATE PER LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Come stabilito dall'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato, l'obiettivo primario della BCE consiste nel mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. La stabilità dei prezzi rende più facile alle persone riconoscere le variazioni dei prezzi relativi, poiché queste non sono occultate da fluttuazioni del livello complessivo dei prezzi. Ciò consente alle imprese e ai consumatori di basare le proprie decisioni di spesa e investimento su migliori informazioni, permettendo così al mercato di allocare le risorse in modo più efficiente e aumentando il potenziale di crescita dell'economia. Mantenendo stabile il livello dei prezzi, la politica monetaria contribuisce, pertanto, all'aggiustamento dei prezzi relativi e agevola il loro compito di guidare l'allocazione delle risorse tra i settori e i paesi dell'area dell'euro. Questo è il contributo migliore che la politica monetaria può offrire al benessere economico e al raggiungimento di alti livelli di attività economica e di occupazione.

Nel 1998 la BCE ha annunciato la propria definizione di 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". La scelta dello IAPC dell'Eurostat, un indice dei prezzi al consumo armonizzato fra gli Stati membri dell'UE, ha il vantaggio della trasparenza, poiché fornisce la misura che più si

avvicina al prezzo di un paniere rappresentativo di beni di consumo e di servizi acquistati dalle famiglie dell'area dell'euro.

Nel maggio 2003, nell'ambito della revisione della strategia di politica monetaria della Banca centrale europea, il Consiglio direttivo ha reso chiaro il suo obiettivo di stabilità dei prezzi spiegando che, nel suo perseguimento, si propone di mantenere l'inflazione su livelli "inferiori ma prossimi al 2 per cento" nel medio periodo. L'intenzione di mantenere il tasso di inflazione prossimo al limite superiore della sua definizione di stabilità dei prezzi segnala l'impegno della BCE di fornire un margine di sicurezza adeguato contro il rischio di deflazione. Allo stesso tempo, il Consiglio direttivo ha chiarito che ciò tiene anche conto delle implicazioni dei differenziali di inflazione fra i paesi dell'area dell'euro. Si è così riconosciuto che questi potrebbero rappresentare un rischio per le regioni con tassi di inflazione strutturalmente più bassi in termini dei costi potenziali di aggiustamento associati alla possibile presenza di rigidità nominali verso il basso.

Sebbene il lavoro interno, l'analisi e la valutazione di informazioni economiche, le deliberazioni e le decisioni della BCE siano volti allo scopo di mantenere la stabilità dei prezzi per tutta l'area dell'euro, ciò non significa che la BCE consideri esclusivamente informazioni aggregate (cioè per il complesso dell'area). Al fine di raggiungere il suo obiettivo e, in particolare, di condurre la sua analisi generale dei rischi per la stabilità dei prezzi nel

medio periodo, la BCE prende in esame e analizza regolarmente tutti i dati rilevanti relativi ai vari settori e paesi dell'area dell'euro. Pertanto, essa osserva attentamente le dinamiche settoriali e nazionali, inclusi vari andamenti dei prezzi e del prodotto.

Tale attività presenta diversi aspetti importanti. In primo luogo, analizzare gli andamenti settoriali e nazionali nell'area dell'euro contribuisce ad affinare la valutazione della situazione economica e della possibile evoluzione per l'insieme dell'area. Un esempio di tale uso intensivo delle informazioni disaggregate è costituito dalle proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema, che sono prodotte e pubblicate due volte all'anno dalla BCE. In questi esercizi, gli esperti dell'Eurosistema analizzano, discutono e interpretano congiuntamente un'ampia gamma di informazioni economiche a livello settoriale e nazionale. Le proiezioni finali sono ottenute aggregando gli andamenti attesi a livello delle singole economie e tenendo conto degli effetti delle dinamiche locali sul resto dell'area. Tale metodologia è essenziale per ottenere una migliore comprensione delle tendenze sottostanti e delle prospettive economiche per l'insieme dell'area dell'euro.

In secondo luogo, come menzionato nelle precedenti sezioni, è essenziale che la banca centrale sia in grado di capire la fonte e la natura degli shock economici (ossia se essi derivino dal lato della domanda o dell'offerta e se siano permanenti o temporanei) e di valutare il loro effetto sul complesso dell'economia per formulare la migliore risposta di politica monetaria. In tale contesto, l'analisi delle informazioni disaggregate è fondamentale, in quanto alcuni shock rilevanti per l'area hanno origine in singoli paesi o settori.

In terzo luogo, l'analisi è essenziale per identificare barriere strutturali che possono ostacolare l'aggiustamento e l'aumento dell'efficienza nell'area dell'euro, consentendo alla BCE di informare il pubblico e di discutere efficacemente con altre istituzioni politiche europee la condotta più appropriata da adottare.

Infine, un elemento cruciale della strategia di politica monetaria della BCE è il suo orientamento

di medio periodo, ossia il fatto che essa non tenta di mantenere o ripristinare la stabilità dei prezzi nel brevissimo termine in seguito a mutamenti economici. Ciò permette alla BCE di formulare la migliore politica monetaria possibile, tenendo conto della natura degli shock economici e, nello stesso tempo, offre flessibilità ai singoli settori ed economie per adattarsi gradualmente a seguito di shock locali o asimmetrici.

La chiara e inequivocabile definizione quantitativa della BCE della stabilità dei prezzi, il suo alto grado di credibilità e la sua grande attenzione al raggiungimento del suo obiettivo primario hanno consentito alle aspettative di inflazione nell'area dell'euro di rimanere in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. Un importante effetto positivo è costituito dal fatto che le attese di inflazione a livello nazionale sono molto simili. La figura 3 mostra che nei paesi dell'area dell'euro la dispersione delle aspettative di inflazione a un anno (parte sinistra) e tra due e dieci anni (parte destra), raccolte da Consensus Economics, è molto bassa e di fatto notevolmente inferiore alla dispersione dell'inflazione effettiva. Data l'importanza delle aspettative sugli andamenti futuri nella fissazione dei salari e dei prezzi, ciò implica che è stato avviato un potente meccanismo che sta contribuendo a mantenere un alto grado di uniformità nella dinamica dei prezzi nei singoli paesi dell'area.

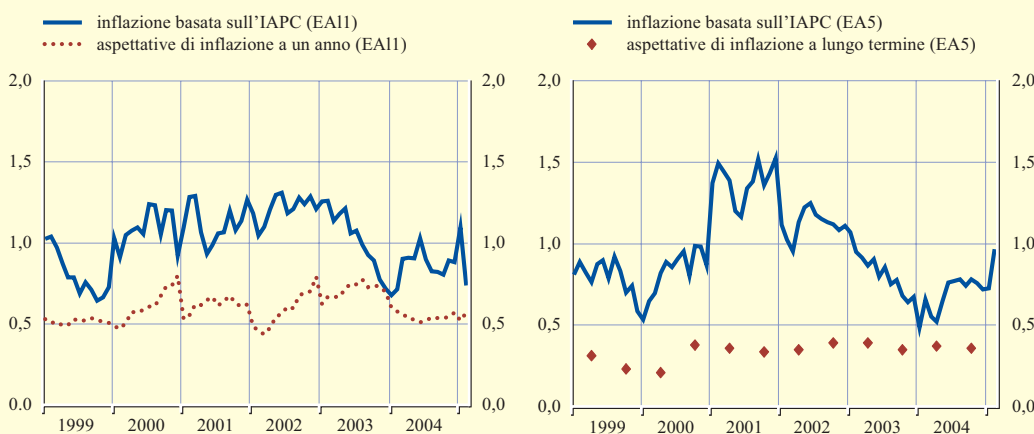
6 CONCLUSIONI

I differenziali di inflazione fra le regioni o i settori di un'unione monetaria sono il risultato naturale del continuo aggiustamento dei prezzi relativi in un'economia di mercato. Tali aggiustamenti verso l'equilibrio nei mercati, che formano una parte integrante ed essenziale di ogni economia di mercato, forniscono agli operatori i segnali e gli incentivi sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta per allocare le risorse e avviare mutamenti economici.

I differenziali di inflazione nell'area dell'euro sono, come suggerito dall'evidenza e dalle analisi descritte nelle precedenti sezioni, in parte un riflesso dei mutamenti dei prezzi relativi per ga-

Figura 3 Dispersione del tasso di inflazione a dodici mesi realizzato e atteso ¹⁾

(deviazione standard non ponderata in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

1) Le previsioni di inflazione di Consensus Economics per gli orizzonti più lontani sono disponibili solo per i 5 paesi più grandi (EA5; figura di destra).

rantire l'equilibrio nei mercati. Essi sono anche un elemento essenziale del processo di aggiustamento economico nel contesto delle fondamentali trasformazioni strutturali in corso nell'area come conseguenza dell'Unione economica e monetaria. In quanto tali, i differenziali di inflazione sono un fenomeno auspicabile e dovrebbero poter esercitare il loro ruolo equilibratore senza ostacoli.

Tuttavia, il persistere di differenziali di inflazione nell'area dell'euro riflette anche una mancanza di flessibilità e adattabilità delle istituzioni e delle strutture di mercato delle economie nazionali. Tali differenze strutturali richiedono grande determinazione da parte dei responsabili delle politiche economiche nazionali che dovrebbero mirare a raggiungere un alto grado di flessibilità e di adattabilità in tutte le regioni dell'area dell'euro.

In linea con il suo mandato stabilito dal Trattato, la BCE si focalizza sul mantenimento della

stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro e non cerca di influenzare i prezzi relativi o i differenziali di inflazione. Il lavoro interno, l'analisi e la valutazione di informazioni economiche, il confronto sulle tematiche di politica economica e le deliberazioni della BCE sono volte al conseguimento del suo obiettivo primario per il complesso dell'area dell'euro. Per raggiungere questo obiettivo e, in particolare, per condurre la sua generale analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, la BCE prende in esame e analizza regolarmente non solo le informazioni contenute negli aggregati macroeconomici dell'area dell'euro, ma anche i dati a livello settoriale e nazionale. L'analisi delle informazioni disaggregate è indispensabile al fine di identificare le tendenze sottostanti e gli shock strutturali che influenzano gli andamenti nell'area dell'euro. Le informazioni settoriali e nazionali sono pertanto un elemento fondamentale nella valutazione della BCE dei rischi per la stabilità dei prezzi nell'area.

IL CONSOLIDAMENTO E LA DIVERSIFICAZIONE NEL SETTORE BANCARIO DELL'AREA DELL'EURO

Il presente articolo analizza il processo di consolidamento del settore bancario negli ultimi dieci anni e ne propone alcune spiegazioni. Esso effettua una rassegna delle modalità con cui il consolidamento ha influito sui risultati e sulle strategie di diversificazione geografica, di prodotto e settoriale delle banche. Esamina poi la tendenza delle banche a trasformarsi in conglomerati di grandi dimensioni che operano in più settori dell'attività finanziaria, soprattutto nella forma di gruppi bancario-assicurativi. Infine, vaglia alcune implicazioni per la stabilità finanziaria connesse al processo di formazione dei conglomerati.

I IL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO DELLE BANCHE DELL'AREA DELL'EURO

Questa sezione presenta un quadro del processo di consolidamento verificatosi nel settore bancario dell'area dell'euro dagli inizi degli anni novanta. Essa si concentra, in particolare, su alcuni aspetti collegati alla crescita della diversificazione settoriale e dell'internazionalizzazione della proprietà delle istituzioni creditizie; prosegue poi con una descrizione delle principali determinanti di questi andamenti, ossia i cambiamenti nel contesto esterno e nelle strategie delle banche.

I.1 L'EVOLUZIONE DEL CONSOLIDAMENTO E DELLA DIVERSIFICAZIONE

Il numero delle istituzioni creditizie nell'area dell'euro è sceso da circa 9.500 nel 1995 a 6.400 nel 2004 (cfr. figura 1). In altre parole, quasi un terzo delle istituzioni creditizie attive dieci anni

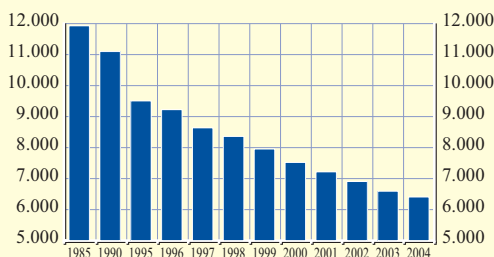
fa sono da allora scomparse. Questa tendenza generale non è stata tuttavia omogenea tra paesi; il consolidamento è stato più marcato nei paesi che annoveravano un maggior numero di istituzioni creditizie (cfr. tavola 1).

Nonostante la flessione del numero delle banche, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro il numero degli sportelli è rimasto relativamente stabile o è addirittura aumentato (cfr. tavola 1). Una ristrutturazione del settore bancario ha probabilità di verificarsi o diventa evidente solo quando ha avuto luogo un consolidamento della rete di sportelli. L'evoluzione osservata finora suffraga l'ipotesi che il consolidamento sia riconducibile in generale all'attività di fusione e acquisizione (M&A) e non alla ristrutturazione (degli sportelli)¹⁾.

I dati relativi all'attività di M&A forniscono ulteriore sostegno a questa ipotesi²⁾. Nel 1991 si è assistito a un marcato incremento di tale attività (in concomitanza con la firma del Trattato sull'Unione europea), rimasta elevata fino al 2004 (cfr. figura 2). Per la maggior parte essa ha avuto un carattere locale: l'80 per cento delle operazioni hanno riguardato esclusivamente istituzioni nazionali. È questo uno dei motivi per cui, inizialmente, le operazioni di M&A hanno in genere interessato istituzioni minori. È solo nel periodo 1998-2000 che vengono concluse operazioni di importo elevato fra grandi banche nonché fra banche e compagnie di assicurazione (cfr. *infra*).

Figura 1 Consolidamento nel settore bancario dell'area dell'euro

(1985-2004)



Fonte: BCE.

Nota: la figura mostra il numero in valore assoluto delle istituzioni creditizie (IC) nel complesso dell'area dell'euro, sulla base delle statistiche MFI. I dati per gli anni 1985 e 1990 sono solo indicativi.

- 1) Esiste solo un'evidenza episodica di chiusura di banche dovuta a problemi operativi. Un importante ridimensionamento del settore si è verificato a seguito di una crisi bancaria nei paesi nordici agli inizi degli anni novanta.
- 2) Un'altra fonte di consolidamento, che però non ha conseguenze dirette sul numero di istituzioni sul mercato, è rappresentata dalle partecipazioni azionarie incrociate, ovvero l'acquisizione di una quota di minoranza in un'altra istituzione creditizia.

Tavola I Consolidamento nei paesi dell'area dell'euro

(ordinati per numero di istituzioni creditizie (IC) nel 2004)

Paese	Numero di IC 1995	Numero di IC 2004	Numero di sportelli 1995	Numero di sportelli 2003	Numero di M&A 1995-2004	di cui M&A transfrontalieri (%)
DE	3.785	2.148	48.180	47.351	170	17,8
FR	1.469	897	25.581	25.789	157	21,3
AT	1.041	796	4.667	4.395	41	29,6
IT	970	787	23.493	30.502	275	12,2
NL	648	461	6.802	3.671	23	57,7
ES	506	346	36.465	39.762	95	31,6
FI	381	363	1.941	1.252	16	25,0
PT	233	197	3.446	5.440	38	40,0
LU	220	165	348	269	10	92,9
BE	145	104	7.704	4.989	34	30,1
IE	56	80	1.043	924	8	62,5
GR	53	62	2.404	3.300	34	25,7
Area dell'euro	9.507	6.406	162.074	167.644	901	23,2

Fonti: BCE e Thompson Financial Securities Data Company.

Nota: il numero stimato di M&A nel settore bancario nel periodo 1995-2004 può escludere alcune operazioni di piccole dimensioni che non sono state segnalate. I dati sulle M&A includono le acquisizioni di partecipazioni di maggioranza e di minoranza; le M&A transfrontaliere si riferiscono ad acquirenti provenienti sia da paesi dell'area dell'euro sia da paesi terzi.

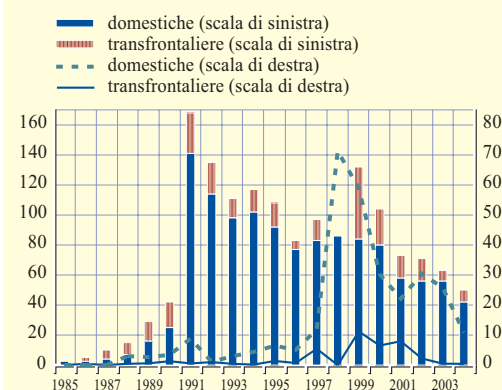
Dopo il 2000, l'andamento relativamente sfavorevole della borsa e il protrarsi di un clima di incertezza sui mercati hanno comportato un calo generale dell'attività di M&A e dei volumi delle transazioni, che sono però rimasti superiori ai livelli dei primi anni novanta.

Benché inferiori di numero, le operazioni transfrontaliere di M&A sono progressivamente

aumentate; queste operazioni hanno consentito alle banche dell'area dell'euro di avere una maggiore presenza transfrontaliera e quindi di diversificare i rischi relativi a paesi e regioni specifici nonché di incrementare le entrate. In media, le succursali e le filiazioni estere coprono circa il 15 per cento del mercato bancario dell'area dell'euro (cfr. figura 3); questa percentuale tuttavia varia sensibilmente da un

Figura 2 M&A nel settore bancario dell'area dell'euro

(numero di M&A; miliardi di euro)

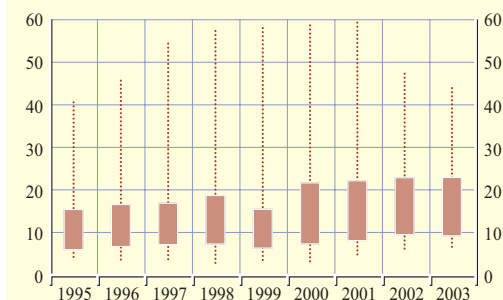


Fonte: Thomson Financial SDC.

Nota: per un certo numero di operazioni non è stato segnalato il valore. Il termine "transfrontaliero" si riferisce alle operazioni di M&A all'interno dell'area dell'euro.

Figura 3 Quota di mercato delle banche estere nei paesi membri dell'area dell'euro

(percentuale del totale degli attivi)



Fonte: BCE.

Nota: la figura mostra la distribuzione minima, massima e quella interquartile delle quote di mercato delle banche estere (succursali e filiazioni) nei paesi dell'area dell'euro. Il Lussemburgo è stato escluso per ragioni di scala (la proprietà estera rappresenta quasi il 100%).

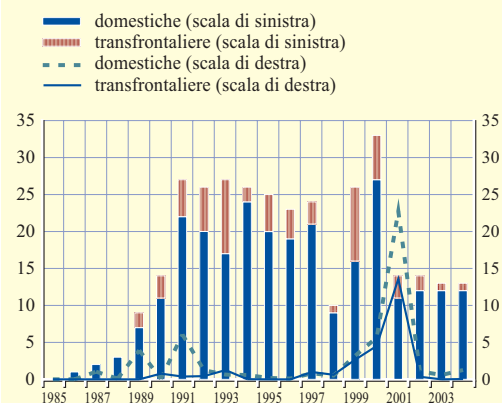
mercato all'altro, con una tendenza a un lieve incremento.

Questo andamento è altresì sostenuto da un crescente ricorso alla prestazione a distanza di servizi bancari (prestiti e depositi) su base transfrontaliera, che permette alle banche di cogliere opportunità di diversificazione senza incorrere negli elevati costi fissi di un insediamento in loco. L'offerta di servizi bancari su base transfrontaliera all'interno dell'area dell'euro ha ricevuto un forte impulso dall'introduzione dell'euro nel 1999; ne hanno beneficiato soprattutto le attività bancarie all'ingrosso, come i prestiti interbancari, i prestiti sindacati e le gestioni collettive del risparmio. Pur rimanendo su livelli relativamente contenuti, hanno continuato a crescere anche i prestiti e i depositi transfrontalieri nel segmento al dettaglio.

Molte banche dell'area dell'euro fanno parte di grandi gruppi o di conglomerati finanziari. Un conglomerato finanziario è un gruppo costituito da soggetti la cui principale attività è di natura finanziaria; le componenti del gruppo che sono soggette a regolamentazione operano in misura significativa in almeno due dei tre settori dell'attività finanziaria, quello bancario, quello assicurativo o quello dell'intermediazione mobiliare³⁾. La combinazione di attività bancarie e assicurative in un'unica istituzione finanziaria ha avuto particolare successo e il numero di questi soggetti ha registrato un forte incremento a livello mondiale. Nel periodo 1985-2004 sono emersi diversi gruppi di *bancassurance* nell'area dell'euro a seguito di una serie di operazioni di M&A (cfr. figura 4). Nel periodo 1999-2001, in particolare, sono state concluse numerose operazioni di ampia portata. Quasi il 70 per cento delle transazioni ha interessato banche e compagnie di assicurazione dello stesso paese. La maggior parte delle operazioni transfrontaliere sono state condotte da compagnie assicurative in cerca di sbocchi nel settore bancario per distribuire i propri prodotti e diversificare i flussi di reddito. L'attività di M&A intersettoriale fra istituzioni finanziarie dello stesso paese è caratterizzata spesso da operazioni di valore più elevato rispetto a quelli delle operazioni tran-

Figura 4 Operazioni di M&A tra banche e compagnie di assicurazione dell'area dell'euro

(numero di M&A; miliardi di euro)



Fonte: Thomson Financial SDC.

Nota: le società bersaglio sono banche o compagnie di assicurazioni con sede nell'area dell'euro acquisite rispettivamente da compagnie di assicurazione e banche. Cfr. anche la nota alla figura 2.

sfrontaliere. Ciò sembra suggerire che la ricerca di nuovi sbocchi per la distribuzione di prodotti rappresenta una motivazione più importante per l'attività di M&A rispetto alla diversificazione geografica dei flussi di reddito.

1.2 LE DETERMINANTI DEL CONSOLIDAMENTO

I cambiamenti del contesto esterno, in particolare gli sviluppi normativi, tecnologici e macroeconomici, hanno contribuito al consolidamento del settore bancario⁴⁾. A partire dalla metà degli anni ottanta il settore finanziario dell'UE è stato oggetto di una significativa liberalizzazione e deregolamentazione (cfr. tavola 2). Tali misure hanno concorso a determinare un contesto più competitivo, facilitando il consolidamento delle istituzioni creditizie.

In prospettiva, il nuovo statuto della società europea potrebbe promuovere ulteriormente il consolidamento consentendo alle banche di

3) Cfr. Dierick, F., *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, Occasional Paper della BCE, n. 20, agosto 2004.

4) Cfr. anche il rapporto del Gruppo dei Dieci dal titolo *Il processo di consolidamento nel settore finanziario*, gennaio 2001.

Tavola 2 Quadro delle più importanti misure regolamentari per il settore finanziario comunitario

Anno	Descrizione
1977	Prima direttiva bancaria: coordinamento della normativa sulle banche; libertà di stabilimento per le banche
1988	Regolamentazione di Basilea sull'adeguatezza patrimoniale: coefficiente di solvibilità
1988	Liberalizzazione dei movimenti di capitale nei paesi partecipanti al SME
1989	Seconda direttiva bancaria: principi del controllo del paese d'origine, del mutuo riconoscimento delle norme e degli standard prudenziali
1993	Direttiva sui servizi d'investimento
1999	Varo del Piano d'Azione per i Servizi Finanziari (PASF)
2000	Direttiva sugli istituti di moneta elettronica
2001	Direttiva sul risanamento e la liquidazione delle banche
2001	Regolamento sullo Statuto della Società europea
2004	Nuova direttiva sulle OPA
2006-8	Regolamentazione di Basilea II sull'adeguatezza patrimoniale: nuovo quadro per la solvibilità

operare in base a un complesso di regole comuni per l'intera area dell'UE in aggiunta ai vari regimi nazionali. Esso può inoltre fornire alle banche uno strumento concreto per realizzare una ristrutturazione su base transfrontaliera, ad esempio un trasferimento di sede o una razionalizzazione delle strutture di gruppo.

Inoltre, a partire dalla metà degli anni ottanta, molti paesi dell'UE hanno progressivamente liberalizzato i propri mercati finanziari; ciò ha indotto le banche dell'area dell'euro a estendere la propria attività in settori quali l'*investment banking*, la gestione collettiva del risparmio e le assicurazioni, promuovendo in tal modo il consolidamento intersettoriale del comparto finanziario.

La creazione dell'Unione economica e monetaria (UEM) ha obbligato le banche a riconsiderare il proprio orientamento strategico e ha portato ad un aumento dell'internazionalizzazione e della diversificazione geografica, rendendo più uniformi le prassi bancarie e più trasparente la determinazione dei prezzi. Si sono inoltre ridotti i costi ed è aumentata la liquidità dell'emissione di titoli nell'area dell'euro; ciò ha favorito il processo di disintermediazione. Anche questi sviluppi hanno contribuito a stimolare il consolidamento del settore bancario dell'area.

Fra le principali determinanti del cambiamento del settore bancario si annovera anche il progresso tecnologico, che ha permesso alle banche di ampliare l'ambito geografico dell'attività svolta attraverso l'utilizzo di canali elettronici⁵⁾. I bene-

fici, tuttavia, si distribuiscono in modo asimmetrico, in quanto solo le banche più grandi hanno le dimensioni minime necessarie per giustificare considerevoli investimenti in tecnologia. In una prospettiva strategica, ciò favorisce la tendenza a costituire istituzioni sempre più grandi e concentrate.

Infine, anche lo scenario macroeconomico ha contribuito al consolidamento: durante gli anni novanta un contesto di tassi di interesse favorevole, le elevate quotazioni del mercato azionario e una crescita economica vigorosa hanno consentito alle banche di registrare utili elevati e costituire riserve considerevoli, che sono servite successivamente a finanziarne l'espansione nonché l'acquisizione di (più deboli) concorrenti. Anche l'effetto in senso inverso è stato notevole, in quanto il rallentamento economico del periodo 2001-2003 ha implicato una riduzione dell'attività di M&A.

Un importante fattore all'origine del consolidamento bancario è insito nel settore stesso e deriva dalla necessità di mantenersi in continua evoluzione.

Benché difficile da appurare con certezza, alcuni indicatori (come il numero di sportelli pro capite) suggeriscono che in alcuni paesi le banche hanno inteso ridurre la capacità produttiva in eccesso e incrementare la quota di mercato. Ciò risulta evidente da un'indagine sulle strategie delle grandi

5) Cfr. il rapporto della BCE *The effects of technology on the EU banking systems*, luglio 2004.

banche, condotta nel 2004, che ha identificato nel mantenimento della quota di mercato un importante obiettivo strategico che ha portato al consolidamento del settore bancario a livello sia nazionale sia del complesso dell'area dell'euro⁶⁾.

Gli studi sulle caratteristiche delle società coinvolte nell'attività di M&A del settore finanziario suffragano in generale la tesi che la ricerca di una maggiore efficienza spinge al consolidamento, purché gli amministratori della società acquirente siano capaci di contenere i costi con maggiore efficacia rispetto a quelli della società acquisita. Molti studi hanno riscontrato che le società acquirenti tendono ad ottenere una maggiore efficienza sul fronte dei costi rispetto alle società acquisite.

L'evidenza empirica suggerisce che negli anni novanta le economie di scala possono aver costituito uno stimolo al consolidamento fra intermediari finanziari di piccole e medie dimensioni: esse infatti consentono alle istituzioni finanziarie di realizzare sinergie operative e di costo nonché di potenziare il proprio valore di avviamento. Mentre in un mercato di ridotte proporzioni solo un numero limitato di banche possono riuscire a raggiungere una scala adeguata per sostenere un insieme ampio e diversificato di attività, in un mercato più ampio dimensioni relative più modeste possono essere sufficienti a operare con efficienza (cfr. sezione 2.1)⁷⁾.

Potrebbero aver contribuito a dare impulso al consolidamento anche le economie di diversificazione, che si conseguono quando un gruppo consolidato è in grado di ampliare la gamma di prodotti e servizi offerti o di fornire prodotti e servizi che non possono essere offerti da una singola unità (ad esempio in ragione degli elevati costi di commercializzazione che rendono il prodotto non competitivo).

2 LE CONSEGUENZE DEL PROCESSO DI CONSOLIDAMENTO

Il processo di consolidamento aumenta le dimensioni di un intermediario medio: il totale a

bilancio di una banca media nell'area dell'euro è cresciuto da meno di 1,5 miliardi di euro nel 1995 a quasi 3 miliardi nel 2003. Questo effetto del consolidamento è particolarmente evidente per le istituzioni maggiori: la quota di attività detenuta dalle 25 banche più grandi dell'area è aumentata dal 45 per cento nel 1997 a quasi il 60 nel 2003. In questa sezione viene esaminato l'impatto del processo di consolidamento sulla concentrazione e sui risultati delle banche dell'area, nonché le possibili implicazioni per la stabilità finanziaria.

2.1 LA CONCENTRAZIONE E LA CONCORRENZA

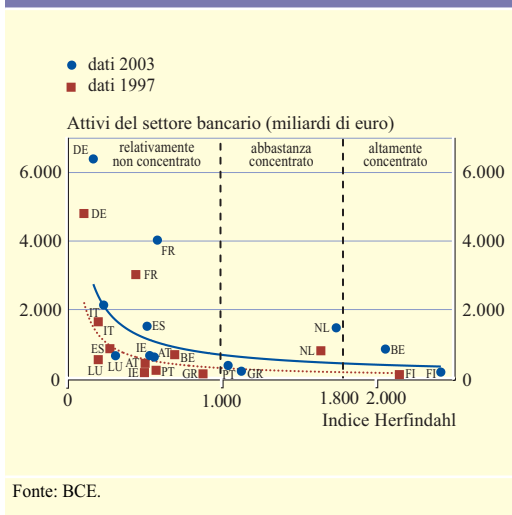
Il livello di concentrazione fornisce un'indicazione sulle condizioni di concorrenza in un mercato poiché dà una misura del potere di mercato delle grandi banche. La concentrazione è aumentata in tutti i paesi dell'area dell'euro a partire dalla metà degli anni novanta. In particolare nei paesi più piccoli dell'area la quota di mercato detenuta dalle cinque maggiori istituzioni creditizie supera in genere il 60 per cento. Anche l'indice Herfindahl⁸⁾ suggerisce strutture di mercato concentrate, sebbene in misura inferiore (cfr. figura 5). Tuttavia, la definizione del mercato rilevante sta gradualmente cambiando dal mercato nazionale a quello dell'area dell'euro, per effetto della crescente integrazione finanziaria. Nonostante la maggior concentrazione, tuttavia, le condizioni di concorrenza nel settore bancario dell'area non sembrano essere state influenzate in modo negativo. I margini di interesse netti sono diminuiti sensibilmente, anche nei mercati più concentrati, il che parrebbe suggerire

6) Cfr. la sezione 3.2 della pubblicazione della BCE *Report on EU banking structure*, novembre 2004.

7) L'evidenza empirica sulle economie di scala nel settore bancario offre risultati contrastanti: alcuni studi rilevano la presenza di economie di scala mentre altri no. Ciò nonostante, vi è consenso nel rilevare la presenza di economie di scala in alcuni segmenti dell'attività bancaria, in particolare nei servizi all'ingrosso e nell'*investment banking*.

8) L'indice Herfindahl corrisponde alla somma del quadrato delle quote di mercato delle banche di un paese. Esso ha un valore compreso fra 0 e 10.000. Un mercato è considerato "altamente concentrato" se tale indice supera 1.800 e "a concentrazione relativamente bassa" se l'indice è inferiore a 1.000.

Figura 5 Quota di mercato e concentrazione nel settore bancario dell'area dell'euro



che i mercati bancari sono rimasti contendibili⁹⁾.

Una questione importante riguarda la possibilità che una concentrazione più elevata e un maggiore consolidamento comportino una riduzione dei prestiti alle piccole imprese, dal momento che l'economia dell'area dell'euro dipende in misura considerevole dal buon andamento del settore delle PMI. In realtà, l'evidenza empirica indica che gli effetti negativi sono quasi del tutto assenti, sia perché si sviluppano fonti di finanziamento alternative, in quanto entrano nel mercato altri soggetti appartenenti a diversi settori, sia perché le M&A migliorano la capacità delle banche di valutare il rischio potenziale dei prenditori di fondi¹⁰⁾.

Forse ancora più rilevante è la considerazione che il consolidamento e la concentrazione potrebbero riflettersi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria qualora determinassero cambiamenti nel comportamento delle banche o nell'operatività dei mercati finanziari. Il consolidamento transfrontaliero e la maggiore integrazione dei mercati finanziari, in aggiunta ad altri fattori, potrebbero aumentare la velocità e la prevedibilità del meccanismo di trasmissione, il che andrebbe a beneficio sia della politica monetaria sia dei consumatori. Tuttavia, il con-

solidamento può anche generare un maggiore rischio di liquidità e aumentarne il fabbisogno a livello aggregato qualora la liquidità venga a mancare sul mercato interbancario e le banche soddisfino le proprie necessità di approvvigionamento attraverso le riserve interne, eventualità che potrebbe verificarsi in caso di costi di rifinanziamento molto elevati¹¹⁾. Inoltre, se le banche più grandi fossero in grado di esercitare un maggior potere di mercato, i tassi di interesse potrebbero diventare più volatili. Tuttavia, poiché l'UEM e l'introduzione dell'euro hanno portato a mercati monetari e dei capitali sempre più integrati, in realtà gli effetti del consolidamento sulla concorrenza sono attenuati dall'incremento delle dimensioni del mercato e dall'aumento del numero degli operatori. Le condizioni di concorrenza e la contendibilità dei mercati finanziari nell'area dell'euro, nondimeno, dovrebbero essere tenute sotto stretta osservazione.

2.2 I RISULTATI

Negli ultimi dieci anni le banche dell'area dell'euro hanno mostrato una buona capacità di tenuta a fronte di una serie di shock esterni¹²⁾, anche se singole banche hanno occasionalmente sperimentato delle difficoltà. In media, il rendimento del capitale (*return on equity*, ROE) del settore è rimasto abbastanza stabile e gli accantonamenti si sono mantenuti largamente entro i limiti storici. In qualche misura, il consolidamento ha contribuito alla solidità del settore bancario dell'area dell'euro, in quanto le

9) Supponendo che la concorrenza rafforzi l'efficienza e riduca i margini di interesse, questi ultimi possono essere considerati un indicatore aggiuntivo delle condizioni di concorrenza. Va osservato, tuttavia, che alcuni segmenti sono generalmente considerati meno aperti di altri, soprattutto le attività bancarie al dettaglio (rispetto a quelle all'ingrosso), per effetto dell'importanza degli sportelli, degli effetti di reputazione, degli elevati costi fissi, ecc.

10) Cfr. Bonaccorsi di Patti, E., Gobbi, G., *The effects of bank mergers on credit availability: evidence from corporate data*, Temi di discussione della Banca d'Italia, n. 479, giugno 2003.

11) Cfr. Carletti, E., Hartmann, P., Spagnolo, G., *Bank mergers, competition and liquidity*, Working Paper della BCE, n. 292, novembre 2003.

12) Cfr. l'articolo *Analisi della solidità del settore bancario dell'Unione europea dal 2000* nel numero di luglio 2004 di questo Bollettino.

istituzioni più deboli sono state acquisite generalmente da concorrenti più forti e di maggiori dimensioni. Nell'area dell'euro, le banche più grandi sembrano registrare una maggiore efficienza sul fronte dei costi e risultano avere una redditività più elevata di quelle più piccole. Ad esempio, nel 2003 il rapporto tra costi operativi e margine di intermediazione è stato pari al 66 per cento per le grandi banche e al 69,8 per le piccole ¹³⁾, analogamente, il ROE si è collocato al 7,93 per cento per le prime e solo al 5,83 per le seconde. Tali differenze sembrano suggerire che, con il tempo, il consolidamento può contribuire a una maggiore efficienza del sistema finanziario ¹⁴⁾.

Il consolidamento intersettoriale, in particolare l'attività di *bancassurance*, sembrerebbe favorire un miglioramento della performance, misurata in base al ROE, rispetto al settore bancario dell'area dell'euro nel suo complesso. Sebbene alcuni studi abbiano rilevato uno "sconto da conglomerato", ovvero una situazione in cui la performance dei conglomerati finanziari è peggiore di quella delle banche, delle compagnie di assicurazione o delle imprese d'investimento considerate separatamente, altri studi più recenti suggeriscono che ciò potrebbe essere dovuto a un effetto statistico ¹⁵⁾.

Studi empirici suggeriscono che la *bancassurance* può contribuire a diversificare i rischi di reddito ¹⁶⁾. Il riquadro fornisce alcune argomentazioni a sostegno di questa tesi. Inoltre, la diversificazione delle fonti di reddito si verifica anche all'interno del settore bancario: nel 1997 i ricavi diversi dal margine di interesse hanno inciso per il 33 per cento ricavi totali, nel 2003 per oltre il 40 per cento ¹⁷⁾.

2.3 LE POSSIBILI IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Nel valutare i possibili effetti del processo di consolidamento e dello sviluppo di conglomerati finanziari sulla stabilità complessiva del sistema finanziario, occorre prendere in considerazione due aspetti principali:

- l'impatto sul profilo di rischio delle istituzioni stesse;
- l'impatto sul profilo di rischio del settore finanziario nel suo complesso.

Il profilo di rischio delle singole istituzioni è influenzato in senso sia positivo sia negativo dal consolidamento intra- e intersettoriale. Per le ragioni indicate in precedenza riguardo alla performance, gli intermediari di grandi dimensioni e con attività diversificate sembrano in grado di assorbire più facilmente gli shock non sistemici. I rischi o le perdite in un settore di attività tendono a essere compensati dai profitti in altri settori non connessi al primo. Pertanto, una concentrazione più elevata, che può riflettere, anche se non necessariamente, un contesto meno concorrenziale, può accompagnarsi a una riduzione del rischio per le singole banche ¹⁸⁾. Tuttavia, la creazione di conglomerati può porre di per sé problemi specifici: in particolare, le strutture di gruppo complesse possono essere più difficili da gestire, meno trasparenti e più facilmente soggette a conflitti di interesse e ad arbitraggio normativo. È difficile misurare l'effetto netto

13) Cfr. la pubblicazione della BCE *Financial Stability Review* del dicembre 2004.

14) Cfr. Altunbas, Y., Marqués Ibáñez, D., *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities*, Working Paper della BCE, n. 398, ottobre 2004. Gli autori hanno riscontrato che, in media, le fusioni di banche nell'UE hanno condotto a un maggior rendimento del capitale.

15) Per un elenco degli studi recenti cfr. la sezione "Financial Conglomerates" del documento *Financial Stability Review 2002*, pubblicato dalla Nationale Bank van België / Banque nationale de Belgique.

16) Per un compendio sugli studi condotti in questo ambito cfr. Genetay, Molyneux (1998), *Bancassurance*, Macmillan Press, London. Il documento *Study on the risk profile and capital adequacy of financial conglomerates* di Oliver, Wyman and Company, pubblicato nel febbraio 2001, riporta una stima dei benefici incrementali derivanti dalla diversificazione fra banche e compagnie di assicurazione, pari a una riduzione compresa fra il 5 e il 10 per cento dei requisiti patrimoniali, a seconda della combinazione delle attività.

17) La diversificazione tende anche ad aumentare i ricavi. Tale tesi è confortata dalla correlazione positiva e significativa (0,60) fra i ricavi diversi dal margine di interesse, misurati in percentuale sui ricavi totali, e il ROE per il settore bancario dell'area dell'euro nel periodo 1997-2003.

18) Cfr. Bikker, Wesseling (2003), *Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking in Europe*, Occasional Paper della De Nederlandsche Bank, n. 3.

complessivo perché l'aggregazione di questi rischi è un compito arduo, anche se in teoria la combinazione di diverse attività finanziarie in un'unica istituzione permette di conseguire economie di scopo nella gestione del rischio.

L'effetto del consolidamento sul profilo di rischio del sistema finanziario nel suo complesso, o rischio sistemico, dipende fondamentalmente dalla risposta alla domanda se la diversificazione del rischio possa essere conseguita più efficacemente dalle grandi banche e dai conglomerati piuttosto che dalle banche minori. È evidente che l'importanza sistemica di una banca o di un conglomerato cresce in proporzione alle sue dimensioni e al suo raggio d'azione attraverso mercati e confini geografici; è chiaro anche che le grandi banche o i conglomerati aumentano la propria capacità di tenuta a fronte di shock specifici a determinati settori o attività (idiosincratici) con l'aumentare delle loro dimensioni o del loro campo d'azione. Ciò è riconducibile alla realizzazione dei vantaggi della diversificazione all'interno dell'impresa come risultato dalle operazioni di crescita. Tuttavia, l'eventuale fallimento di una grande istituzione finanziaria potrebbe avere un impatto maggiore e geograficamente più esteso e interessare più campi di attività. Pertanto, il settore finanziario nel suo complesso potrebbe diventare meno diversificato via via che i singoli conglomerati finanziari diventano più diversificati nelle linee di attività e più simili fra loro nelle esposizioni al rischio¹⁹⁾.

Per illustrare questo punto si consideri un esempio estremo. Se un unico soggetto offre servizi finanziari in diversi settori, la sua gestione del rischio diventa di fatto quella dell'intero comparto, con tutti i suoi vantaggi e svantaggi. Se uno shock sufficientemente esteso colpisce questo importante gruppo finanziario e ne determina l'insolvenza, ciò si traduce di fatto in un problema sistemico. Resta da chiarire, tuttavia, se lo stesso shock si sarebbe diffuso in un sistema con istituzioni più piccole e con profili diversi una dall'altra. In qualche misura, questi problemi sistemici possono essere compensati se il numero più contenuto di grandi istituzioni agevola

il monitoraggio dei rischi da parte delle autorità di vigilanza o delle controparti²⁰⁾.

Non esiste quindi una chiara risposta al quesito su quali siano gli effetti prevalenti prodotti dai grandi gruppi finanziari sulla stabilità finanziaria²¹⁾. Un ruolo importante a questo riguardo è svolto dall'esistenza di sistemi di controllo e gestione del rischio solidi e da una vigilanza pubblica efficace.

3 CONCLUSIONI

Il consolidamento del settore finanziario, favorendo l'attività di M&A e riducendo il numero di istituzioni creditizie, ha costituito un principale fattore di impulso al cambiamento strutturale nel settore bancario dell'area dell'euro negli ultimi dieci anni. Esso sembra destinato a proseguire, soprattutto alla luce del fatto che l'integrazione finanziaria può portare a una maggiore attività di M&A su base transfrontaliera da parte delle principali banche che intendono istituire una rete di distribuzione paneuropea.

In una certa misura, il consolidamento si è attuato anche attraverso il processo di formazione dei conglomerati finanziari. La principale determinante di tale processo è stata la realizzazione di sinergie di ricavi e l'adozione di strategie competitive comuni. La *bancassurance* è stata una delle più diffuse forme di conglomerato che hanno interessato il settore bancario dell'area dell'euro.

Il consolidamento e la diversificazione intersettoriale sono potenti fattori di cambiamento nel panorama finanziario dell'area dell'euro. Sebbene questo processo appare in grado di migliorare l'efficienza complessiva del sistema finanziario, è necessario comunque mantenere sotto stretta osservazione le possibili implicazioni per la stabilità finanziaria.

19) Cfr. la sezione VII della 73a Relazione annuale della Banca dei regolamenti internazionali, Basilea, 30 giugno 2003.

20) Cfr. Berger, Demsetz e Strahan (1999), "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future", *Journal of Banking and Finance*, Volume 23.

21) Il consolidamento può anche porre la questione se alcune istituzioni non siano divenute "too big to fail" e, quindi, se un fallimento possa destabilizzare l'intero sistema finanziario.

Riquadro

LA DIVERSIFICAZIONE DEL RISCHIO NEL SETTORE BANCARIO E NEL SETTORE ASSICURATIVO

Un'analisi delle correlazioni fra l'indice bancario e quello assicurativo dell'area dell'euro suggerisce che dalla formazione di conglomerati potrebbero derivare alcuni vantaggi collegati alla diversificazione: le correlazioni variabili nel tempo fra indici settoriali del mercato azionario rivelano considerevoli fattori idiosincratici fra i diversi comparti (cfr. figura A). La figura A illustra la correlazione, su una finestra mobile trimestrale, fra i rendimenti degli indici azionari di banche e di compagnie di assicurazione dell'area dell'euro, denominata correlazione piena. Essa riporta altresì una correlazione corretta, non depurata dell'impatto dei movimenti sul mercato. Mentre la correlazione piena è molto elevata, quella corretta tende a essere di gran lunga inferiore e spesso è vicina allo zero. Pertanto, ciascun settore sembra essere fortemente influenzato dai movimenti sul mercato ma non altrettanto dagli sviluppi nell'altro settore.

Inoltre, sono stimati i beta variabili nel tempo, che misurano la sensibilità dei rendimenti del settore bancario e di quello assicurativo alle variazioni dei rendimenti di mercato (cfr. figura B). È evidente un grado elevato di parallelismo nella reazione di tali settori agli andamenti del mercato. Tuttavia, le sensibilità non sono dello stesso ordine di grandezza, il che suggerisce una reazione lievemente diversa tra i due settori alle variazioni del mercato ¹⁾.

Figura A Correlazione tra gli indici dei prezzi azionari delle banche e delle assicurazioni dell'area dell'euro

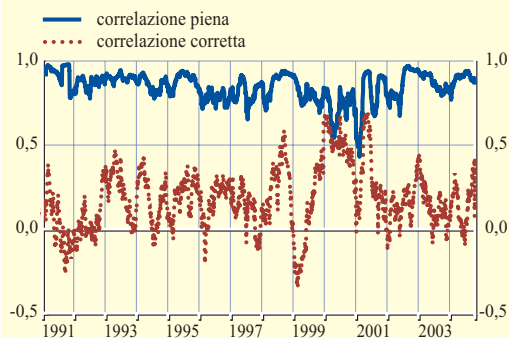
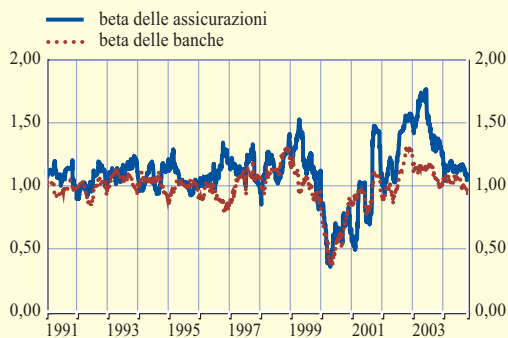


Figura B Beta degli indici dei prezzi azionari delle banche e delle assicurazioni dell'area dell'euro



Fonti: Datastream (da gennaio 1990 a agosto 2004) ed elaborazioni BCE.

Un altro modo di valutare i possibili benefici della diversificazione è quello di utilizzare il coefficiente di Sharpe, un'unità di misura del *trade-off* rischio/rendimento. Le simulazioni con diverse ponderazioni degli indici dei corsi azionari nel settore assicurativo e bancario mostrano coefficienti di Sharpe più favorevoli per le attività combinate che per i settori considerati singolarmente. Il maggior rendimento per unità di rischio nel periodo 1990-2004 si ottiene quando le attività bancarie sono combinate a quelle assicurative diverse dal ramo vita. Ciò nonostante, sembrerebbe che il settore bancario abbia avuto una performance a fronte al deterioramento del valore azionario migliore rispetto a ogni altra combinazione simulata fra il 2000 e il 2002, periodo di risultati modesti del mercato azionario. Tuttavia, la creazione di valore per gli azionisti dovrebbe essere valutata a più lungo termine, poiché ciò consente di tener conto del verificarsi di brevi e temporanei arretramenti nella performance.

1) In termini statistici, i beta dei due settori differiscono in maniera significativa al livello dell'1 per cento.

L'EVOLUZIONE DEL QUADRO ISTITUZIONALE IN TEMA DI *CORPORATE GOVERNANCE*

Negli ultimi anni la disciplina della corporate governance ha subito importanti modifiche. Una serie di iniziative sono state intraprese nell'Unione europea, negli Stati Uniti e sul piano internazionale per rafforzare leggi, regole e principi in tale ambito. Questo articolo passa in rassegna le misure adottate e traccia le grandi linee del quadro che si sta profilando.

La prima sezione analizza i motivi alla base delle molteplici, recenti iniziative in questo campo; oltre a considerare le implicazioni economiche e finanziarie più ampie della corporate governance, si concentra sugli effetti provocati dai recenti scandali societari, dai cambiamenti strutturali, dalla globalizzazione e dalle innovazioni sui mercati finanziari. Seguono una descrizione degli elementi fondamentali della corporate governance – con particolare riferimento ai tre pilastri (governance interna, governance esterna e informativa al pubblico) che, interagendo, si rafforzano a vicenda – e un'illustrazione dell'importanza di individuare idonei strumenti di regolazione. Una volta delineato il contesto, l'articolo richiama le principali misure adottate nell'UE, negli Stati Uniti e sul piano internazionale per rafforzare il quadro relativo alla corporate governance. La sezione conclusiva si sofferma sulle problematiche ancora irrisolte.

I MOTIVAZIONI ALLA BASE DELLA CRESCENTE IMPORTANZA DELLA *CORPORATE GOVERNANCE*

Le iniziative intraprese per rafforzare il quadro normativo sulla *corporate governance* costituiscono in parte una risposta alla serie di scandali che negli ultimi anni hanno interessato imprese quali Enron (2001), WorldCom (2002) e Parmalat (2003) (cfr. riquadro 1). Benché nessun assetto di governo possa essere totalmente immune dal pericolo di frodi societarie, esistono chiare indicazioni del fatto che – nei casi citati – il complessivo sistema dei controlli non ha funzionato a sufficienza. Scarso monitoraggio da parte degli organi di amministrazione e controllo; inadeguatezza dei controlli sul *management* da parte degli azionisti; carenze dei processi di controllo interno e di gestione dei rischi; insufficiente trasparenza e informazione al mercato: a ciò si è aggiunta l'inefficacia dei controlli svolti dai revisori esterni. Il fatto che queste lacune siano per lo più sfuggite all'attenzione degli analisti finanziari, delle imprese di investimento e delle società di *rating* ha reso ancora più difficile l'individuazione precoce del peggioramento della situazione finanziaria delle imprese. Di conseguenza, è divenuto evidente che gli amministratori avevano fornito una rappresentazione notevolmente distorta della reale situazione economica e finanziaria delle loro so-

cietà solo quando queste ultime si trovavano già sull'orlo dell'insolvenza.

La crescente valenza politica dei temi connessi con la *corporate governance* andrebbe inoltre inserita nel contesto dei cambiamenti strutturali che hanno interessato il sistema finanziario e, in particolare, del crescente ricorso al mercato, da parte delle imprese europee, per il reperimento delle fonti di finanziamento. Mentre il sistema finanziario degli Stati Uniti è tradizionalmente stato “*market-based*”, in Europa il finanziamento tramite emissioni di azioni e titoli di debito ha iniziato a svilupparsi soltanto negli ultimi anni¹⁾. A seguito di questa evoluzione, una platea più ampia di soggetti (*stakeholders*) – oltre ai creditori e ai dipendenti delle società – è interessata alla *corporate governance*; tra questi, non solo gli azionisti ma anche un numero sempre maggiore di piccoli investitori. Una quota crescente del risparmio è indirizzata verso i mercati finanziari da investitori istituzionali, ad es. fondi comuni di investimento e, alla luce delle recenti riforme previdenziali, fondi pensione. Per la loro accresciuta importanza nel finanziamento alle imprese, le forze di mercato devono assumere nei confronti di queste un ruolo disciplinare più attivo.

1) Si veda l'articolo intitolato *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino mensile.

Riquadro I

PRINCIPALI SCANDALI SOCIETARI NEGLI ULTIMI ANNI

Società	Origini dello scandalo
Parmalat (2003) <i>Multinazionale italiana del settore alimentare e lattiero-caseario</i>	- Nel novembre 2003 Parmalat non rimborsa un'emissione obbligazionaria da 150 milioni di euro nonostante la disponibilità apparentemente ampia di contante e attività liquide che traspare dai suoi bilanci. - Il 19 dicembre 2003 Bank of America comunica che il documento attestante l'esistenza di un cospicuo conto acceso presso di essa da una controllata della Parmalat è falso. Di conseguenza, nei bilanci del gruppo emerge un ammanco di 3,95 miliardi di euro. - Il 27 dicembre 2003 viene dichiarato lo stato di insolvenza di Parmalat. - Nel gennaio 2004 i nuovi amministratori ammettono che il reale livello di indebitamento del gruppo è di oltre 14 miliardi di euro, una cifra quasi otto volte superiore a quella dichiarata in precedenza.
Ahold (2003) <i>Terzo operatore mondiale nel settore della grande distribuzione alimentare, con sede nei Paesi Bassi</i>	- Fra il 2002 e il 2003 si intensificano i dubbi circa l'attendibilità dei bilanci di Ahold. - Nel febbraio 2003 Ahold ammette di avere gonfiato per almeno 463 milioni di euro gli utili del 2001 e del 2002. Ciò induce un crollo delle quotazioni, che scendono del 63 per cento. - Tra la fine del 2001 e febbraio 2003 Ahold perde il 90 per cento del suo valore di mercato.
WorldCom (2002) <i>Società statunitense attiva nel settore delle telecomunicazioni e principale fornitore mondiale di servizi Internet e per il commercio elettronico</i>	- Nel giugno 2002 WorldCom ammette di avere pesantemente manipolato i propri bilanci, in particolare contabilizzando scorrettamente alcuni costi come spese in conto capitale. Nel solo periodo a partire dal 2001, 3,8 miliardi di dollari di presunti utili avrebbero dovuto invece essere dichiarati come perdite. - Nel luglio 2002 WorldCom richiede l'ammissione alla procedura fallimentare: è il dissesto più grave nella storia degli Stati Uniti.
Vivendi Universal (2002) <i>Secondo gruppo al mondo nel settore dei media, con sede in Francia</i>	- Nella primavera del 2002 Vivendi dichiara livelli sorprendentemente elevati di indebitamento (19,1 miliardi di euro alla fine del 2001) e di perdite (12,6 miliardi nel 2001 e 12,3 miliardi nel primo semestre del 2002). - Gli operatori di mercato si rendono conto di essere stati fuorviati dal ricorso aggressivo, da parte di Vivendi, a pratiche contabili non trasparenti. - Nel giugno 2002 le quotazioni di Vivendi scendono a 30 euro, dai 141 del marzo 2000, portando la società sull'orlo del tracollo.
Enron (2001) <i>Settima società statunitense per dimensioni, attiva nel settore dell'intermediazione di energia</i>	- Nell'ottobre 2001 Enron comunica una svalutazione da 1 miliardo di dollari per investimenti di qualità peggiore e una riduzione di capitale di 1,2 miliardi di dollari. Le autorità statunitensi avviano un'indagine. - Nel novembre 2001 Enron rettifica i bilanci relativi al periodo 1997-2001 contabilizzando perdite per quasi 600 milioni di dollari che erano state in precedenza dissimulate mediante complesse transazioni finanziarie. Standard & Poor declassa le emissioni obbligazionarie di Enron al livello di <i>junk bond</i>. - Nel dicembre 2001 Enron richiede l'ammissione alla procedura fallimentare.

Le maggiori implicazioni economiche e finanziarie della *corporate governance* accrescono anche da un punto di vista macroeconomico più ampio l'importanza di disporre di un sistema di governo efficace. Incentivando l'allocazione efficiente delle risorse, un sano governo societario promuove la crescita economica e influisce in senso positivo sulla stabilità finanziaria (in quanto un'efficiente allocazione delle risorse riduce anche la probabilità che vengano a crearsi ampi squilibri finanziari). Per contro, un assetto carente potrebbe mettere a repentaglio la stabilità finanziaria minando la fiducia complessiva del mercato. Questo impatto potenziale sulla stabilità finanziaria motiva l'interesse della BCE all'introduzione di un quadro adeguato in tema di *corporate governance*²⁾.

Infine, anche le nuove strutture e prassi societarie conseguenti alla globalizzazione e all'innovazione finanziaria hanno reso necessaria la modifica del sistema esistente. Ad esempio, per la crescente complessità delle transazioni finanziarie delle imprese connessa all'utilizzo dei derivati e delle operazioni di cartolarizzazione, i principi contabili in uso non sono più apparsi in grado di informare adeguatamente gli investitori dei risultati e del profilo di rischio di una determinata impresa. Analogamente, strutture societarie complesse fondate su società veicolo (*special purpose vehicles*) e sottoposte a giurisdizioni diverse fra cui quelle di centri offshore hanno determinato l'esigenza di potenziare le procedure di gestione dei rischi e di accrescere l'informativa.

2 ELEMENTI FONDAMENTALI DELLA *CORPORATE GOVERNANCE*

LOGICA GENERALE

La *corporate governance* trova la sua ragion d'essere fondamentale nella separazione fra proprietà e controllo nelle società ad azionariato diffuso. Gli interessi dei proprietari non coincidono necessariamente con quelli degli amministratori, in quanto questi ultimi non risentono appieno né in positivo né in negativo del loro

operato. Esiste pertanto il rischio che insorgano problemi cd. di delega, vale a dire che le azioni e le decisioni del delegato (amministratori) non siano sufficientemente in linea con gli interessi del delegante (proprietari). La *corporate governance* intende affrontare questa difficoltà istituendo un sistema di controlli incrociati interni ed esterni sul comportamento delle imprese. Per essere efficace, il sistema deve poggiare su tre pilastri fondamentali: *governance* interna, *governance* esterna e trasparenza e informativa al pubblico.

I TRE PILASTRI

GOVERNANCE INTERNA

Per *governance* interna si intendono i meccanismi che consentono agli azionisti di esercitare un controllo sugli amministratori. Fra questi figurano l'adeguata organizzazione dei consigli di amministrazione, disposizioni efficaci per l'esercizio dei diritti degli azionisti e una funzione di controllo interno ben articolata. Con riferimento al ruolo del consiglio di amministrazione, è necessario che un organo indipendente espresso al suo interno promuova e sorvegli nel tempo la competenza e l'efficacia della gestione. A seconda del diritto societario applicabile, la separazione funzionale fra gestione e controllo può essere garantita in modi diversi. Nel modello dualistico, il consiglio di amministrazione si occupa delle attività correnti mentre quello di sorveglianza nomina, controlla e revoca gli amministratori avvalendosi all'occorrenza di comitati specifici (ad esempio di quelli per le nomine, la remunerazione e il controllo interno). Nel sistema monistico, la distinzione fra membri esecutivi e non esecutivi del consiglio di amministrazione e l'affidamento della funzione di controllo a questi ultimi costituisce lo strumento principale della *governance* interna. Anche il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione può essere tenuto separato da quello di amministratore delegato.

2) Ai sensi dell'articolo 105, paragrafo 5, del Trattato che istituisce la Comunità europea il SEBC contribuisce a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la stabilità del sistema finanziario.

Per consentire agli azionisti di esercitare efficacemente i loro diritti, è indispensabile garantire un accesso adeguato a tutte le informazioni pertinenti e prevedere meccanismi efficaci di decisione e di comunicazione. Infine, la funzione di revisione interna deve sottoporre a un adeguato scrutinio i processi e i controlli interni. A differenza dei revisori esterni, quelli interni non hanno un ruolo e un mandato stabiliti per legge: spetta di conseguenza agli amministratori definirne le responsabilità e dotarli degli strumenti adeguati.

GOVERNANCE ESTERNA

L'espressione "*governance* esterna" si riferisce alla funzione di controllo svolta dai mercati finanziari. I mercati primari fanno parte del sistema di *corporate governance* in quanto offrono alle imprese un accesso diretto al finanziamento. Per la loro possibile riluttanza a investire in nuove emissioni azionarie od obbligazionarie di società carenti sotto il profilo della *governance*, gli operatori utilizzano i prospetti pubblicati dalle società al momento della sollecitazione all'investimento come fonte fondamentale di informazioni in materia. L'adeguatezza delle comunicazioni agli investitori costituisce un aspetto importante anche sui mercati secondari, nel contesto dei prospetti relativi agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione. Un ulteriore contributo importante alla *governance* proviene dagli intermediari finanziari e da quelli che forniscono informazioni e servizi di consulenza agli investitori (*reputational intermediaries*)³⁾. Poiché hanno il compito di valutare e definire il prezzo degli strumenti finanziari, essi possono allertare gli investitori nei confronti delle imprese con sistemi di controllo interno di dubbia efficacia e contribuire a metterne precocemente in evidenza le lacune. Il corretto operato di questi cd. "*gatekeepers*" richiede una serie di norme che assicurino una solida base metodologica nonché la capacità di prevenire e/o gestire i conflitti di interesse. Anche i mercati per il controllo societario (sui quali si realizzano le operazioni di fusione e acquisizione) promuovono una buona *corporate governance*, in quanto premiano i buoni amministratori e penalizzano quelli meno efficienti.

Il segmento delle offerte pubbliche di acquisto riveste particolare importanza in questo contesto dal momento che – a differenza delle fusioni – le acquisizioni non richiedono l'approvazione degli amministratori. Di conseguenza, l'efficace funzionamento del mercato per il controllo societario presuppone regole adeguate per le operazioni di acquisizione.

TRASPARENZA E INFORMATIVA AL PUBBLICO

La trasparenza e l'informativa al pubblico rappresentano l'elemento di connessione fra la *governance* interna e quella esterna. In questo senso è fondamentale adottare principi contabili adeguati e fare in modo che i revisori esterni, il cui compito consiste nel verificare la conformità di tutta la documentazione finanziaria con i principi contabili adottati, operino all'interno di un quadro efficace. Risulta pertanto essenziale garantire la competenza e l'indipendenza dei revisori esterni nonché l'esistenza di meccanismi intesi a prevenire o gestire eventuali conflitti di interesse.

La disciplina di *corporate governance* non è avulsa dal più ampio contesto normativo e regolamentare del paese di riferimento. Le disposizioni che regolano la *governance* interna e il mercato per il controllo societario si inseriscono nel più vasto ordinamento societario nazionale, mentre le norme che riguardano i mercati primari e secondari e la trasparenza e l'informativa al pubblico rientrano nella disciplina dei mercati mobiliari. L'efficace funzionamento della *corporate governance* dipende inoltre dalla presenza di adeguati meccanismi per verificare e imporre l'osservanza delle regole.

3) L'espressione si riferisce agli operatori di mercato – quali gli analisti finanziari, le banche di investimento e le agenzie di *rating* – che forniscono ragguagli in merito alla situazione e alle prospettive finanziarie di una determinata impresa avvalendosi della loro reputazione come parti indipendenti. I *reputational intermediaries* offrono un servizio importante sia alle imprese sia agli *stakeholders* in quanto "prestano" la loro reputazione alle prime, svolgendo nel contempo una funzione di sorveglianza per conto dei secondi e contribuiscono pertanto a evitare problemi di azione collettiva di categorie – quali gli azionisti, gli investitori e gli altri *stakeholders* – che sono estremamente frammentate.

LA SCELTA DEGLI STRUMENTI REGOLAMENTARI

Poiché la *corporate governance* promuove sia l'efficienza sia l'integrità delle imprese, è fondamentale che poggia su strumenti regolamentari adeguati. Le disposizioni adottate in questo contesto devono garantire un'opportuna tutela degli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholders* senza tuttavia imporre oneri eccessivi o compromettere la flessibilità e la competitività delle imprese. Risulta dunque importante trovare un corretto equilibrio fra queste due esigenze.

I possibili strumenti di regolazione spaziano da soluzioni interamente basate sul mercato, a forme di autoregolamentazione soggette al vaglio di organismi esterni, a sistemi di regolamentazione pubblica basati su principi generali, fino all'adozione di disposizioni normative di dettaglio. L'individuazione dello strumento ottimale richiede un'attenta analisi dell'ambito specifico da disciplinare. Nel campo della revisione esterna, ad esempio, i recenti scandali societari hanno indotto numerosi osservatori a ritenere ormai insufficiente il ricorso esclusivo all'autodisciplina della professione. Ciò ha contribuito in larga misura all'introduzione, prima negli Stati Uniti e in prospettiva anche nell'UE, di forme di controllo pubblico sui revisori. Analogamente, è opinione condivisa tra UE e Stati Uniti che per agevolare i controlli sulle imprese sia necessario accrescere la trasparenza e imporre criteri di informativa al pubblico più rigorosi. Pertanto, sono state adottate o sono in corso di adozione norme dettagliate su questa materia. Con riferimento ai *reputational intermediaries*, un grado maggiore di flessibilità delle regole è considerato necessario per evitare rigidità inopportune che potrebbero derivare dalla previsione di nuove norme. Benché anche in questo ambito – soprattutto per quanto riguarda la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse – i requisiti di legge previsti nell'UE e negli Stati Uniti siano diventati più stringenti, essi sono stati di conseguenza maggiormente fondati su principi di carattere generale.

La scelta degli strumenti di regolazione dipende altresì dal contesto politico e istituzionale complessivo. Ad esempio, organismi internazionali

quali l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) sono composti da un numero di membri elevato ed estremamente eterogeneo. Inoltre, si fondano su una modalità di cooperazione non vincolante nel cui contesto le decisioni sono assunte all'unanimità e attuate su base volontaria. Eventuali disposizioni in materia di *corporate governance* adottate da questi organismi assumono quindi la forma di principi più che di norme specifiche e lasciano di conseguenza spazio sufficiente per un'applicazione in linea con i vari ordinamenti giuridici e istituzionali vigenti. Il quadro sulla *corporate governance* definito a livello di UE richiede invece un'infrastruttura atta a sostenere il mercato unico, per il quale è necessario un maggior grado di convergenza normativa. Ciò nonostante, anche all'interno dell'Unione il livello adeguato di armonizzazione varia a seconda dell'ambito di riferimento specifico. In particolare, le notevoli differenze fra gli ordinamenti giuridici dei diversi Stati membri rendono impraticabile e non auspicabile una piena armonizzazione delle norme in materia di *governance* interna. Per contro, un'elevata convergenza delle regole in materia di *governance* esterna, di trasparenza e informativa al pubblico viene ritenuta un elemento fondamentale del quadro giuridico a sostegno del mercato finanziario unico.

3 INIZIATIVE RECENTI DI RAFFORZAMENTO DEL QUADRO ISTITUZIONALE IN TEMA DI *CORPORATE GOVERNANCE*

Negli ultimi anni sono state intraprese diverse iniziative importanti volte a migliorare il quadro istituzionale in tema di *corporate governance*. Le sezioni che seguono offrono una breve panoramica dei provvedimenti adottati nell'UE⁴⁾, negli Stati Uniti e in ambito internazionale.

4) Misure regolamentari tese a migliorare la *corporate governance* all'interno dell'UE sono state adottate sia da vari Stati membri sia dalla Commissione europea. Questo articolo riferisce soltanto sulle iniziative intraprese a livello comunitario.

3.1 INIZIATIVE DELL'UE

PIANO D'AZIONE PER I SERVIZI FINANZIARI

Il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF)⁵⁾ adottato nel 1999 ha modificato in modo significativo la regolamentazione dei servizi finanziari al fine di promuovere lo sviluppo di mercati realmente integrati. Il Piano – che si concentra sulla disciplina dei mercati mobiliari – contiene provvedimenti che interessano il governo societario, nelle aree della *governance* esterna e della trasparenza e informativa al pubblico.

Per quanto riguarda la *governance* esterna, il funzionamento dei mercati primari risulta rafforzato dalla nuova direttiva sui prospetti informativi⁶⁾ che uniforma gli obblighi iniziali di comunicazione al pubblico imposti agli emittenti. Il ruolo degli intermediari finanziari e dei *reputational intermediaries* sui mercati secondari è invece potenziato dalla direttiva sugli abusi di mercato⁷⁾ (la quale prescrive fra l'altro la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento alla clientela nonché la divulgazione dell'esistenza di interessi specifici o di conflitti di interesse) e da quella relativa ai mercati degli strumenti finanziari⁸⁾ (che impone regole di comportamento e requisiti più severi per la gestione dei conflitti di interesse). Nel PASF rientra inoltre la tredicesima direttiva societaria relativa alle offerte pubbliche di acquisto⁹⁾, che contribuisce in misura importante a migliorare il funzionamento dei mercati per il controllo societario.

In materia di trasparenza e informativa al pubblico, un nuovo regolamento¹⁰⁾ impone a tutte le società quotate in borsa di applicare i principi contabili internazionali nella redazione dei propri bilanci consolidati entro il 2005, mentre la direttiva sulla trasparenza¹¹⁾ inasprisce significativamente gli obblighi di informativa periodica al pubblico per gli emittenti.

PIANO D'AZIONE SUL DIRITTO DELLE SOCIETÀ E IL GOVERNO SOCIETARIO

Un'ulteriore tappa fondamentale nel processo di rafforzamento del quadro comunitario sulla *corporate governance* è rappresentata dal Piano

d'azione della Commissione europea per il diritto delle società e il governo societario, pubblicato nel maggio 2003¹²⁾; esso ha seguito da vicino le raccomandazioni contenute nel rapporto del Gruppo ad alto livello di esperti in materia di diritto societario istituito dalla Commissione¹³⁾. Il Piano prevedeva un programma completo di interventi volti sia ad ammodernare il diritto societario europeo alla luce del grado crescente di integrazione dei mercati finanziari e dei nuovi sviluppi di mercato, sia a migliorare la *governance* interna dopo i recenti scandali societari. Più specificamente, nell'ambito della *governance* interna il Piano evidenzia quattro ambiti d'azione volti a:

- i. migliorare il funzionamento dei consigli di amministrazione mediante interventi tesi fra l'altro a rafforzare il ruolo degli amministratori non esecutivi (o dei membri del

- 5) Comunicazione della Commissione dell'11 maggio 1999, *Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione* (COM/1999/232/def.).
- 6) Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 345, del 31.12.2003, pag. 64).
- 7) Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU L 96, del 12.4.2003, pag. 16).
- 8) Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU L 145, del 30.4.2004, pag. 1).
- 9) Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (GU L 142, del 30.4.2004, pag. 12).
- 10) Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali (GU L 243, del 11.9.2002, pag. 1).
- 11) Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 390, del 31.12.2004, pag. 38).
- 12) Comunicazione della Commissione del 21 maggio 2003, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire* (COM/2003/284/def.).
- 13) Rapporto del gruppo ad alto livello di esperti in materia di diritto societario, *A modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 novembre 2002.

consiglio di sorveglianza), stabilire regole minimali in materia di remunerazione degli amministratori e sancire la responsabilità collettiva di tutti i membri del consiglio di amministrazione per le informazioni fornite in bilancio;

- ii. potenziare il ruolo degli azionisti migliorando l'accesso alle informazioni pertinenti e agevolando l'esercizio dei diritti, in particolare quando essi devono essere esercitati su base transfrontaliera;
- iii. accrescere la trasparenza in materia di governo societario;
- iv. promuovere la convergenza delle regole di governo nazionali verso le migliori prassi attraverso l'istituzione di un Forum europeo sul governo societario.

Facendo seguito al Piano d'azione, nell'ottobre 2004 la Commissione ha adottato una raccomandazione sulla remunerazione degli amministratori¹⁴⁾, una raccomandazione sul ruolo degli amministratori indipendenti¹⁵⁾ e una proposta di revisione delle direttive contabili esistenti¹⁶⁾. Quest'ultima è volta a: sancire la responsabilità collettiva di tutti i membri del consiglio di amministrazione per le informazioni fornite in bilancio; accrescere la trasparenza delle operazioni fuori bilancio e delle transazioni con parti correlate; imporre a tutte le società quotate la redazione di una dichiarazione annuale sul governo societario. La Commissione ha inoltre istituito il Forum europeo sul governo societario, composto da 15 esperti della materia e presieduto dalla Commissione¹⁷⁾.

COMUNICAZIONE SUL RAFFORZAMENTO DELLA REVISIONE LEGALE DEI CONTI

La comunicazione della Commissione sul rafforzamento della revisione legale dei conti nell'UE, pubblicata nel maggio 2003¹⁸⁾, è intesa specificamente a potenziare la funzione di revisione esterna nell'Unione europea. La principale proposta in essa contenuta mira ad aggiornare e ampliare sostanzialmente l'ambito di applicazione dell'ottava direttiva societaria, stabilen-

do fra l'altro nuovi requisiti di indipendenza dei revisori, la necessità di un vaglio esterno sulla qualità dei controlli effettuati e sanzioni disciplinari, nonché imponendo la conformità con i principi di revisione internazionali (*International Standards on Auditing*, ISA) entro il 2005. Essa inoltre prevede l'introduzione di un sistema pubblico di vigilanza sui revisori, che verrà esercitata da un nuovo comitato di regolamentazione per la revisione contabile composto da rappresentanti di tutti gli Stati membri. Presentata dalla Commissione nel marzo 2004, la proposta per una nuova direttiva sulla revisione legale dei conti¹⁹⁾ è attualmente in fase di discussione presso il Consiglio UE e il Parlamento europeo.

PROVVEDIMENTI ADOTTATI DOPO IL CASO PARMALAT

La dichiarazione di insolvenza del gruppo Parmalat nel dicembre 2003 ha segnato la fine del più grave scandalo societario mai verificatosi in Europa (cfr. riquadro 2). Prima di tale scandalo erano state intraprese (ma non ancora adottate o attuate) varie iniziative importanti volte a rafforzare il quadro sulla *corporate governance* in Europa, alcune delle quali sono state successivamente oggetto di lievi modifiche volte a recepire gli insegnamenti specifici tratti dal caso

14) Raccomandazione della Commissione del 14 dicembre 2004 relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate (2004/913/CE).

15) Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (2005/162/CE).

16) Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 78/660/CEE del Consiglio relativa ai conti annuali di taluni tipi di società e la direttiva 83/349/CEE del Consiglio relativa ai conti consolidati (COM/2004/725/def.).

17) Il ruolo principale del Forum, la cui istituzione è stata annunciata dalla Commissione il 18 ottobre 2004, consiste nell'individuare le migliori prassi per il governo societario nei vari Stati membri e fornire consigli alla Commissione. Le sue competenze consultive non si estendono tuttavia agli aspetti regolamentari.

18) Comunicazione della Commissione del 21 maggio 2003, *Rafforzare la revisione legale dei conti nella UE* (COM/2003/286/def.).

19) Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sulla revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati e che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio (COM/2004/177/def.).

Riquadro 2

DISFUNZIONI NEL SISTEMA DI *CORPORATE GOVERNANCE* DI PARMALAT

Oltre ad aver rappresentato soprattutto un esempio classico di frode contabile, il caso Parmalat ha evidenziato alcune gravi carenze in materia di *corporate governance*.

- Per quanto riguarda la *governance* interna, i problemi principali sono stati determinati dall'insufficiente tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e degli altri *stakeholders* in un'impresa a proprietà per lo più familiare; dall'assenza di componenti realmente indipendenti negli organi di amministrazione e controllo; dalla mancanza di un'efficace funzione di revisione interna.
- In termini di *governance* esterna, sono stati sollevati dubbi circa l'adequatezza delle funzioni, svolte dai revisori esterni, di sorveglianza e controllo sugli amministratori Parmalat. Il fatto che le responsabilità fossero ripartite fra due società di revisione diverse è stato ritenuto una grave debolezza, in quanto ha ostacolato una chiara visione del gruppo nel suo insieme. L'esistenza di alcuni segnali indicativi della reale situazione finanziaria dell'impresa (quali ad esempio il fatto che Parmalat continuasse a indebitarsi nonostante la dichiarata disponibilità di ampi quantitativi di contante e attività liquide) ha inoltre indotto alcuni a ipotizzare un atteggiamento poco vigile da parte degli intermediari finanziari e dei *reputational intermediaries*. È stata infine ravvisata la presenza di un possibile conflitto di interessi nei rapporti intrattenuti da alcune banche con il gruppo; l'accusa, che è stata tuttavia contestata dalle banche interessate e resta ancora da dimostrare, ha determinato l'avvio di azioni legali contro le banche in questione.
- Con riferimento alla *trasparenza e all'informativa al pubblico*, un problema specifico di Parmalat è stato rappresentato dalla scarsa trasparenza in ordine alla complessa struttura societaria e finanziaria del gruppo, cui ha contribuito in misura rilevante il ricorso a società veicolo aventi sede in centri offshore.

Parmalat. Ad esempio, nella sua proposta per una nuova direttiva sulla revisione legale dei conti, la Commissione ha introdotto un principio in base al quale il revisore principale è pienamente responsabile della relazione di revisione sui conti consolidati di un gruppo di imprese, ha imposto alle società quotate in borsa di dotarsi di un comitato interno per la revisione contabile e ha inasprito le sanzioni previste in caso di inosservanza. La proposta di revisione delle direttive contabili aggiunge invece l'obbligo per le imprese di fornire informazioni complete su tutte le operazioni fuori bilancio, comprese quelle riguardanti società veicolo.

verso il miglioramento della *corporate governance* si inseriva in una strategia più ampia di lotta contro le pratiche societarie e finanziarie scorrette alla luce dei recenti scandali. Finalità generale della strategia è il rafforzamento di quattro linee fondamentali di difesa: controlli interni, terzi indipendenti (compresi i revisori esterni), vigilanza ed effettivo rispetto della legge. Fra i temi affrontati nella comunicazione figurano le politiche in materia di servizi finanziari, giustizia e affari interni, fiscalità. Con riferimento ai servizi finanziari, non vengono proposte nuove misure in quanto si ritiene che

In una comunicazione del settembre 2004 ²⁰⁾, la Commissione ha dichiarato che il suo impegno

²⁰⁾ Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo sulla prevenzione e la lotta alle pratiche societarie e finanziarie scorrette (COM/2004/ 611/def.).

quelle in corso siano per il momento sufficienti e che occorra piuttosto garantirne tempestività nell'adozione e rigore nell'applicazione.

INIZIATIVE CONCERNENTI LE AGENZIE DI RATING

A differenza di altri *reputational intermediaries*, quali le imprese di investimento e gli analisti finanziari, le agenzie di *rating* non sono tenute al rispetto di specifiche norme comunitarie. Ciò nonostante, dopo lo scandalo Enron la Commissione ha proposto al Consiglio Ecofin riunitosi informalmente ad Oviedo nell'aprile 2002 di esaminare il ruolo delle agenzie di *rating* nei mercati finanziari e di valutare l'eventuale opportunità di disciplinare la materia. Un ulteriore slancio in questo senso è stato impresso da sviluppi recenti quali:

- il nuovo ruolo di ECAI (“*external credit assessment institutions*”) attribuito alle agenzie di *rating* dalla nuova disciplina prudenziale delle imprese di investimento e degli enti creditizi ²¹⁾ di prossima introduzione;
- l'adozione della direttiva sugli abusi di mercato e delle relative misure di attuazione in materia di conflitti di interesse e corretta informazione ²²⁾ (che si applicherà agli analisti finanziari ma non alle agenzie di *rating*);
- il caso Parmalat, nel quale le agenzie di *rating* non hanno segnalato con tempestività il deterioramento della situazione finanziaria dell'impresa.

La questione è stata affrontata anche in seno al Parlamento europeo che, in una risoluzione sul ruolo e i metodi delle agenzie di *rating* adottata il 10 febbraio 2004, ha incaricato la Commissione di presentare entro il 31 luglio 2005 la sua valutazione sulla necessità e l'eventuale ambito di applicazione di una disciplina comunitaria delle agenzie di *rating* ²³⁾. Nel luglio 2004 la Commissione ha chiesto al Comitato europeo delle autorità di vigilanza nel settore dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) di presentare, entro aprile 2005, un parere tecnico sulla possibile rego-

lamentazione delle agenzie di *rating* da parte dell'UE.

3.2 INIZIATIVE NEGLI STATI UNITI

IL SARBANES-OXLEY ACT

Il *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), promulgato nel luglio 2002, ha introdotto rilevanti modifiche al quadro sulla *corporate governance* negli Stati Uniti. Applicato alle società con oltre 500 azionisti (*public companies*) e a quelle quotate in borsa, esso contiene disposizioni che devono essere in gran parte rispettate anche dagli emittenti esteri soggetti a obblighi di registrazione o segnalazione alla *Securities and Exchange Commission* (SEC) statunitense nonché dai revisori esterni che offrono i loro servizi a tali società.

Uno degli ambiti principali disciplinati dal SOX è la *governance* interna. Nello specifico, la legge richiede agli amministratori delegati e ai direttori finanziari di certificare personalmente i bilanci annuali e le relazioni trimestrali, prevede norme più rigorose per l'individuazione degli illeciti societari e finanziari (compreso un inasprimento delle sanzioni) e accresce gli obblighi di informativa sui controlli interni. Essa inoltre proibisce operazioni di *insider trading*; vieta ogni forma di finanziamento da parte della società a favore degli amministratori; impone alle società quotate l'istituzione di un comitato interno per la revisione dei conti completamente indipendente. Un'ulteriore caratteristica di rilievo è rappresentata dal potenziamento del-

21) Proposta di direttive del Parlamento europeo e del Consiglio che rifondono la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 marzo 2000 relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio e la direttiva 93/6/CE del Consiglio, del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (COM/2004/486/def.).

22) Direttiva 2003/125/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse (GU L 339, del 24.12.2003, pag. 73).

23) La risoluzione si fondava sulla *Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating* del 29 gennaio 2004 elaborata dalla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo.

la disciplina della revisione legale dei conti. In particolare, nell'istituire il *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) il SOX segna il passaggio da un approccio basato sull'autoregolamentazione a uno contraddistinto dalla presenza di un organo indipendente cui vengono assegnate funzioni di vigilanza. Di conseguenza, tutte le società di revisione che certificano i conti delle *public companies* sono tenute a conformarsi alle disposizioni del PCAOB in materia di qualità dell'*audit*, registrazione, ispezioni periodiche e possibili sanzioni. Il SOX prevede altresì misure in materia di conflitti di interesse degli analisti finanziari; inasprisce, inoltre, gli obblighi di informativa continua degli emittenti, ad esempio rafforzando la trasparenza sulle operazioni fuori bilancio e imponendo agli emittenti di rendere note eventuali variazioni della propria situazione finanziaria e gestionale "su base tempestiva e regolare".

Benché alcune disposizioni del SOX siano entrate in vigore con effetto immediato, la maggior parte di esse ha richiesto l'adozione di norme specifiche da parte della SEC. Il SOX ha inoltre occasionato la modifica dei requisiti per l'ammissione alla quotazione sul NYSE (*New York Stock Exchange*) e sul NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), i due principali operatori di mercato.

INIZIATIVE CONCERNENTI LE AGENZIE DI RATING

Il SOX invitava la SEC a rivedere il ruolo delle agenzie di *rating* negli Stati Uniti concentrandosi sui seguenti elementi: importanza complessiva di tali soggetti per i mercati mobiliari, possibili ostacoli all'efficiente assolvimento delle loro funzioni, barriere all'ingresso nel settore e potenziali conflitti di interesse. Dopo aver presentato la sua relazione al Congresso degli Stati Uniti nel gennaio 2003, a giugno dello stesso anno la SEC ha emesso un parere (*concept release*) su vari aspetti relativi alle agenzie di *rating*, compreso l'utilizzo a fini regolamentari delle valutazioni del merito di credito e le possibili disposizioni in materia di vigilanza²⁴, e ha invitato gli operatori a fornire

le loro reazioni entro la fine del mese successivo. Da allora, la SEC non ha varato ulteriori iniziative.

3.3 INIZIATIVE SUL PIANO INTERNAZIONALE

ORGANIZZAZIONE PER LA COOPERAZIONE E LO SVILUPPO ECONOMICO

Nel maggio 1999 l'OCSE ha emesso i *Principles of Corporate Governance*, successivamente adottati dal Forum per la stabilità finanziaria come uno dei 12 standard fondamentali per la stabilità finanziaria internazionale. Nel 2002 è stato poi avviato un processo di valutazione complessiva di tali principi alla luce di vari scandali societari, dei nuovi sviluppi e delle richieste di maggiore regolamentazione avanzate in molti paesi. A seguito di questo ampio processo di revisione, che ha comportato fra l'altro un esame degli sviluppi in materia di *corporate governance* negli Stati membri dell'organizzazione e una serie di consultazioni pubbliche su scala mondiale, nell'aprile 2004 l'OCSE ha pubblicato una versione rivista dei *Principles* del 1999.

Come la versione precedente, anche quella rivista pone l'accento sulla *governance* interna e sulla trasparenza affrontando cinque ambiti: diritti degli azionisti, trattamento equo degli azionisti, ruolo degli *stakeholders*, trasparenza e informativa al pubblico, responsabilità degli amministratori. Le rispettive disposizioni sono tuttavia ampliate e rese più specifiche nel nuovo testo. Ad esempio, con riferimento ai diritti degli azionisti, viene riconosciuto esplicitamente il loro diritto di revocare i membri del consiglio di amministrazione e di partecipare all'adozione di decisioni fondamentali come quelle concernenti la candidatura, l'elezione e la remunerazione degli amministratori. Maggiore enfasi è inoltre posta sulle condizioni necessarie per l'esercizio effettivo di tali diritti e sulla tutela degli azionisti di minoranza. Con riferimento al ruolo degli *stakeholders*, viene introdotto

24) SEC Concept Release n. 33-8236 del 4 giugno 2003 dal titolo *Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*.

un nuovo principio a tutela dei cd. “*whistle-blowers*” (vale a dire gli *stakeholders* che desiderino comunicare al consiglio di amministrazione i propri timori in ordine a comportamenti societari illeciti o non etici). La sezione sulla trasparenza e l’informativa al pubblico accresce gli obblighi di comunicazione e sottolinea l’importanza dell’indipendenza dei revisori. Un ulteriore principio stabilisce che il lavoro delle agenzie di *rating* e degli analisti finanziari non debba essere compromesso dall’esistenza di conflitti di interesse. Infine, i nuovi principi in materia di responsabilità del consiglio di amministrazione sottolineano in particolare il ruolo fiduciario di quest’ultimo e la necessità di garantirne l’indipendenza e l’obiettività.

COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA

Rispetto ad altri settori, la presenza di adeguati sistemi di governo societario è ancora più importante per quello bancario in considerazione del ruolo fondamentale che esso svolge nel processo di intermediazione tra risparmio e investimenti all’interno dell’economia nonché del rischio relativamente più elevato di contagio cui è esposto. Un sano governo societario accresce notevolmente la capacità delle banche di individuare, misurare e seguire nel tempo in modo adeguato i propri rischi finanziari.

Nel settembre 1999 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato alcune linee guida dal titolo *Rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie*. Questo documento, che si inserisce nel contesto del costante impegno del Comitato verso il miglioramento della gestione dei rischi e della trasparenza nel settore bancario, costituisce inoltre una risposta alle iniziative in materia di *governance* adottate sul piano nazionale e internazionale e in particolare allo sviluppo dei *Principles on Corporate Governance* pubblicati dall’OCSE. Tenendo conto dell’esperienza maturata nell’ambito della vigilanza su problemi specifici di *corporate governance* nelle banche, le linee guida individuano una serie di principi fondamentali volti a garantirne un’efficace *governance* interna. Il Comitato sta at-

tualmente vagliando l’opportunità e l’entità di un eventuale aggiornamento del documento.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS

A seguito dei recenti scandali societari, a febbraio 2004 l’*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) ha avviato un’iniziativa di vasta portata volta a rafforzare le linee di difesa dei mercati internazionali dei capitali contro le frodi finanziarie e gli abusi di mercato. In tale contesto, ha istituito una *task force* ad alto livello incaricata di individuare le principali linee di intervento e valutare l’opportunità e l’entità di un’eventuale risposta normativa da parte dell’Organizzazione. Sulla base di questo lavoro, il 1° marzo 2005 lo IOSCO ha pubblicato una relazione dal titolo *Report on Strengthening Capital Markets against Financial Fraud* in cui riassume i principali risultati ottenuti dalla *task force* e delinea un piano di azione per migliorare l’attuale quadro regolamentare. La relazione individua vari ambiti (quali la *governance* interna, la revisione esterna, la trasparenza e l’informativa al pubblico da parte degli emittenti, il ruolo e gli obblighi degli intermediari finanziari e dei *reputational intermediaries* e l’utilizzo di strutture societarie complesse) che sono risultati rilevanti nei recenti scandali societari. Per ciascuno di questi ambiti vengono analizzati gli standard e i principi IOSCO esistenti nonché l’eventuale necessità di misure volte a migliorarne l’attuazione e il grado di effettiva applicazione e/o fornire ulteriori orientamenti. Particolare attenzione viene prestata alla scelta dei meccanismi più idonei per accrescere l’efficacia dell’attuazione e del rispetto degli standard e dei principi IOSCO nei vari paesi.

In precedenza lo IOSCO aveva già adottato altre iniziative importanti volte a migliorare il quadro sulla *corporate governance*. Come associazione che riunisce le Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari, lo IOSCO ha in particolare messo a punto alcuni principi guida e *best practices* in materia di *governance* esterna, di trasparenza e informativa al pubblico che affrontano aspetti quali: il ruolo delle agenzie di

rating e degli analisti finanziari nei mercati mobiliari; la revisione esterna²⁵⁾.

4 SFIDE FUTURE

Assicurare un buon quadro di riferimento per la *corporate governance* presuppone un impegno costante. Gli sviluppi del mercato potrebbero richiedere un adeguamento del quadro esistente ed è possibile che emergano nuovi problemi di *governance*. Negli ultimi anni è stata adottata un'ampia serie di iniziative importanti volte a rafforzare i tre pilastri su cui si fonda il governo societario in modo da far fronte alle difficoltà emerse. Iniziative sono ancora in corso in alcune aree; ad esempio, l'attuazione del Piano d'azione della Commissione europea per il diritto societario e la *corporate governance* e le possibili iniziative in tema di agenzie di rating. Nel futuro immediato, le autorità pubbliche dovrebbero pertanto concentrarsi prioritariamente sull'attuazione delle misure già adottate. Soprattutto, prima di prevedere ulteriori provvedimenti per la disciplina della materia, risulta in generale opportuno permettere alle disposizioni già emanate di dispiegare i loro effetti. È altresì necessario soppesare con grande attenzione i costi e i benefici di ulteriori interventi normativi.

Un'attuazione efficace non dipende soltanto dal rigore con cui i nuovi principi e le nuove disposizioni in materia di *corporate governance* vengono applicati e fatti rispettare. È ovvio che anche le migliori regole possono essere aggirate e non consentono mai di prevenire completamente i casi di frode. È quindi importante che si diffonda un'etica degli affari e una maggiore consapevolezza da parte degli azionisti del proprio ruolo. Ad esempio, la *governance* interna non si basa esclusivamente sul rispetto formale delle regole inerenti la struttura e il funzionamento del consiglio di amministrazione e dei diritti degli azionisti, ma richiede anche la promozione di un'adeguata cultura aziendale da parte dell'alta direzione e del consiglio nonché lo svolgimento di un ruolo attivo da parte degli azionisti. Analogamente, benché regole più rigorose in materia di trasparenza e informativa

al pubblico agevolino la disciplina di mercato, tutti gli *stakeholders* devono assumersi le proprie responsabilità nella vigilanza attiva sulle imprese.

Alla luce dell'accresciuta integrazione dei mercati finanziari, il perseguimento di un elevato grado di convergenza tra i diversi paesi costituisce un'altra importante questione attuativa a livello sia europeo sia internazionale.

Nel contesto dell'UE, l'attuazione tempestiva e coerente delle nuove norme comunitarie nei vari Stati membri è un requisito preliminare essenziale per l'efficienza e l'integrità del mercato finanziario unico. Occorre inoltre verificare costantemente e attentamente se le varie misure comunitarie non vincolanti, soprattutto nell'ambito della *governance* interna, riescono a indurre un'effettiva convergenza verso le migliori prassi.

Sul piano internazionale, una priorità consiste nel garantire che gli standard e i parametri di riferimento comuni per un buon governo societario trovino adeguato riflesso nelle norme e nelle prassi nazionali. Benché i principi internazionali debbano essere rigorosamente osservati

25) Per quanto riguarda le agenzie di rating, nel dicembre 2004 lo IOSCO ha pubblicato i "Principi fondamentali del codice di condotta per le agenzie di rating" (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*). Tali principi, che vertono essenzialmente su tre aree (qualità e integrità del processo di rating, indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse, responsabilità delle agenzie di rating nei confronti di investitori ed emittenti), sono stati elaborati sulla base di precedenti lavori svolti dallo IOSCO in materia e in particolare dei "Principi concernenti le attività delle agenzie di rating" (*Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*) e della "Relazione sulle attività delle agenzie di rating" (*Report on the Activities of Credit Rating Agencies*), entrambi pubblicati nel settembre 2003. Con riferimento agli analisti finanziari, nel settembre 2003 lo IOSCO ha presentato una "Relazione sui conflitti di interesse degli analisti" (*Report on Analyst Conflicts of Interest*) e una "Dichiarazione di principi per la soluzione dei conflitti di interesse degli analisti finanziari *sell-side*" (*Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest*). Nell'ambito della revisione esterna, sono disponibili due documenti IOSCO – "Principi in materia di indipendenza dei revisori e il ruolo della *corporate governance* nell'indipendenza dei revisori" (*Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*) e "Principi in materia di vigilanza sui revisori contabili" (*Principles for Auditor Oversight*) – entrambi pubblicati nell'ottobre 2002.

nei vari paesi, le sostanziali differenze esistenti a livello nazionale nei sistemi finanziari, negli ordinamenti giuridici e negli assetti proprietari delle imprese rendono impossibile l'adozione di un approccio totalmente omogeneo alla normativa in materia di *corporate governance*. Queste differenze rendono essenziale uno scambio periodico di informazioni a livello transfrontaliero fra le autorità competenti, in particolare con riferimento alle iniziative di regolamentazione in corso o programmate. Il dialogo concorrerà a promuovere una migliore comprensione reciproca dei rispettivi sistemi di *corporate governance*; agevolerà inoltre il coordinamento internazionale delle misure regolamentari, ne-

cessario per ridurre il rischio di una possibile duplicazione degli obblighi o di distorsioni della concorrenza. Un esempio significativo di questa cooperazione è rappresentato dal Dialogo UE-USA sulla disciplina dei mercati finanziari (*EU-US Financial Markets Regulatory Dialogue*)²⁶⁾, che prevede lo scambio informale su base bilaterale di informazioni concernenti aspetti regolamentari e di vigilanza di interesse comune.

26) Varato in occasione del vertice tra l'UE e gli Stati Uniti del maggio 2002, esso prevede la partecipazione della Commissione europea, della SEC, del Board of Governors del Federal Reserve System e del Tesoro statunitense.

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	S59
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero	S60
7.4	Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)	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

NOVITÀ

Le statistiche sulla posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro sono ora disponibili a cadenza trimestrale e tali dati vengono presentati per la prima volta in questo numero nella sezione 7.4.

La sezione 8.2 è stata riorganizzata al fine di accogliere sette nuove valute per le quali, dal 1° aprile 2005, la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento dell'euro.

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	10,9	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	9,9	2,12	4,21
4° trim.	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,9	2,16	3,84
2005 1° trim.	9,6	7,1	6,7	-	7,3	.	2,14	3,67
2004 nov.	9,7	6,6	6,0	6,1	6,9	9,4	2,17	3,87
dic.	8,9	6,7	6,6	6,5	7,1	8,9	2,17	3,69
2005 gen.	9,6	7,1	6,8	6,7	7,3	9,8	2,15	3,63
feb.	10,2	7,3	6,7	6,7	7,3	9,6	2,14	3,62
mar.	9,3	7,1	6,5	.	7,6	.	2,14	3,76
apr.	.	.	.	.	.	.	2,14	3,57

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	2,1	1,9	81,7	0,5	8,8
2004 2° trim.	2,3	2,0	2,2	2,2	3,0	81,6	0,5	8,9
3° trim.	2,2	3,1	1,9	1,8	2,8	82,1	0,6	8,8
4° trim.	2,3	3,8	2,4	1,6	1,0	82,0	0,8	8,8
2005 1° trim.	2,0	4,1	.	.	.	81,4	.	8,8
2004 nov.	2,2	3,7	-	-	0,7	-	-	8,8
dic.	2,4	3,5	-	-	1,1	-	-	8,8
2005 gen.	1,9	3,9	-	-	2,0	81,9	-	8,8
feb.	2,1	4,2	-	-	0,5	-	-	8,8
mar.	2,1	4,2	-	-	.	-	-	8,9
apr.	2,1	.	-	-	.	80,9	-	.

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	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	62,5	103,4	-47,9	68,6	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 2° trim.	7,4	31,4	-12,1	27,0	302,2	102,1	104,1	1,2046
3° trim.	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
4° trim.	20,0	20,8	-14,0	23,1	280,6	105,7	107,8	1,2977
2005 1° trim.	.	.	.	.	284,9	105,7	107,8	1,3113
2004 nov.	6,3	4,6	-6,4	-13,0	292,7	105,6	107,7	1,2991
dic.	9,6	7,3	5,1	38,3	280,6	107,1	109,3	1,3408
2005 gen.	-8,0	0,2	-11,4	-17,1	289,0	105,8	107,9	1,3119
feb.	9,1	6,1	-4,6	22,6	283,2	105,1	107,1	1,3014
mar.	.	.	.	.	284,9	106,0	108,2	1,3201
apr.	.	.	.	.	.	105,1	107,4	1,2938

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Reuters.

Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	8 aprile 2005	15 aprile 2005	22 aprile 2005	29 aprile 2005
Oro e crediti in oro	128.024	127.990	127.959	127.431
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	156.535	154.868	154.586	155.909
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	19.574	19.981	20.538	20.527
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.681	8.725	9.103	9.673
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	365.013	360.503	372.004	370.512
Operazioni di rifinanziamento principali	274.999	270.499	281.999	280.500
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	90.002	90.002	90.002	90.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	11	1	2	3
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	1	1	9
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.993	3.063	3.010	2.906
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	80.706	80.724	80.116	79.795
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	41.177	41.177	41.184	41.184
Altre attività	124.540	125.167	126.043	126.542
Attività totali	927.243	922.198	934.543	934.479

2. Passività

	8 aprile 2005	15 aprile 2005	22 aprile 2005	29 aprile 2005
Banconote in circolazione	502.872	502.327	502.100	506.965
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	142.220	143.412	143.675	139.295
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	142.084	143.345	143.647	138.874
Depositi overnight	135	33	28	420
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	34	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	140	140	140	140
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	72.424	67.654	79.580	77.605
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.888	8.869	8.861	9.191
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	238	297	309	356
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.917	9.636	9.978	10.907
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.701	5.701	5.701	5.701
Altre passività	53.679	53.996	54.032	54.152
Rivalutazioni	71.961	71.961	71.961	71.961
Capitale e riserve	58.203	58.205	58.206	58.206
Passività totali	927.243	922.198	934.543	934.479

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		
				Tasso fisso				
				Livello	Variazione	Livello	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							
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
13	313.575	348	270.500	2,00	2,05	2,05	7
20	328.593	370	282.000	2,00	2,05	2,05	7
27	329.984	351	280.500	2,00	2,05	2,05	7
4 mag.	339.182	301	273.000	2,00	2,05	2,05	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 29 apr.	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
28 apr.	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

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

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.	12.596,6	6.697,7	460,1	1.577,8	943,1	2.918,0
feb.	12.722,0	6.710,6	471,2	1.583,5	999,2	2.957,5

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	143,3	0,6	0,0	2,05
10 mag.	143,1	.	.	.	.

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'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanzamento principali	Operazioni di rifinanzamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanzamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Euro-sistema	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
4° trim.	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
12 apr.	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0

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 partici- pazioni 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	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Ammini- strazioni 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
4° trim.	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.	1.275,4	614,5	21,5	0,6	592,4	162,5	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,2	12,5	177,7
mar. ^(p)	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,8	12,5	183,5
	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	894,9	2.572,7	161,8	1.045,5
2004 1° trim.	20.395,7	12.218,3	823,3	7.170,2	4.224,9	3.077,6	1.301,6	434,2	1.341,8	78,0	926,4	2.836,1	160,0	1.099,3
2° trim.	20.755,0	12.434,3	817,9	7.320,1	4.296,3	3.153,6	1.347,0	447,1	1.359,4	76,8	948,7	2.873,9	159,7	1.108,1
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
4° trim.	21.357,3	12.826,4	814,5	7.555,1	4.456,8	3.187,8	1.299,9	465,3	1.422,5	72,5	943,1	2.947,5	159,6	1.220,5
2005 gen.	21.664,5	12.909,2	819,5	7.594,4	4.495,3	3.237,2	1.339,9	468,1	1.429,2	75,7	961,7	3.075,0	157,4	1.248,4
feb.	21.829,9	12.967,3	809,8	7.620,8	4.536,7	3.288,0	1.367,8	478,3	1.441,9	75,4	965,5	3.127,0	157,6	1.249,1
mar. ^(p)	22.055,1	13.053,2	807,2	7.671,0	4.575,0	3.294,9	1.358,0	480,8	1.456,1	72,5	975,4	3.191,5	156,5	1.311,2

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
4° trim.	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.	1.275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
mar. ^(p)	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
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	1.458,4
2004 1° trim.	20.395,7	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.	20.755,0	0,0	11.088,0	156,6	6.408,6	4.522,7	686,0	3.370,5	1.177,6	2.870,3	1.562,6
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	1.650,1
4° trim.	21.357,3	0,0	11.487,6	139,0	6.640,3	4.708,3	677,4	3.496,9	1.206,2	2.814,9	1.674,3
2005 gen.	21.664,5	0,0	11.534,3	123,0	6.655,9	4.755,4	692,4	3.527,5	1.206,4	2.968,1	1.735,8
feb.	21.829,9	0,0	11.602,8	138,7	6.660,2	4.803,9	690,9	3.580,0	1.211,5	3.007,5	1.737,3
mar. ^(p)	22.055,1	0,0	11.658,6	125,0	6.707,6	4.826,0	687,7	3.617,3	1.217,7	3.080,5	1.793,3

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.557,3	7.944,2	841,7	7.102,4	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.890,6	174,1	1.131,7
2004 1° trim.	15.066,1	8.016,8	845,9	7.170,9	1.866,2	1.430,5	435,7	649,4	3.156,8	173,9	1.202,9
2° trim.	15.331,0	8.160,9	840,2	7.320,7	1.929,6	1.480,6	449,0	662,9	3.185,2	173,8	1.218,7
3° trim.	15.489,3	8.236,4	834,4	7.401,9	1.930,4	1.481,1	449,3	643,1	3.216,5	175,2	1.287,8
4° trim.	15.725,6	8.391,8	836,0	7.555,7	1.906,9	1.439,9	467,0	666,4	3.239,2	173,6	1.347,8
2005 gen.	15.991,4	8.436,1	841,0	7.595,1	1.953,4	1.483,5	469,9	678,0	3.373,2	172,1	1.378,7
feb.	16.105,3	8.452,8	831,3	7.621,5	1.994,3	1.514,4	479,9	681,5	3.421,3	170,1	1.385,4
mar. ^(p)	16.287,0	8.500,3	828,7	7.671,6	1.992,2	1.509,9	482,4	687,2	3.488,3	169,0	1.450,0
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	767,4	385,9	13,7	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-29,5
2004 1° trim.	430,1	84,6	5,7	78,8	56,8	52,5	4,3	24,6	211,1	-0,4	53,4
2° trim.	265,8	150,2	-7,4	157,6	64,1	50,0	14,1	8,4	32,3	1,6	9,3
3° trim.	193,0	87,7	-5,4	93,1	-4,4	-1,8	-2,6	-19,5	61,0	1,6	66,6
4° trim.	377,9	175,8	1,6	174,1	-23,4	-42,6	19,2	20,9	129,7	0,0	75,0
2005 gen.	199,2	43,1	4,8	38,4	39,9	37,3	2,6	10,7	82,1	-1,4	24,8
feb.	133,4	17,5	-9,1	26,5	42,9	32,4	10,5	1,4	66,0	-2,0	7,5
mar. ^(p)	140,2	47,7	-2,4	50,1	-3,3	-5,7	2,5	5,9	42,6	-1,1	48,3

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 ³⁾	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	14.557,3	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,6	2.634,0	1.597,8	8,9
2004 1° trim.	15.066,1	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.951,5	1.025,8	2.856,2	1.699,3	21,1
2° trim.	15.331,0	423,0	223,7	6.427,1	609,2	2.000,4	1.024,1	2.893,8	1.713,7	16,0
3° trim.	15.489,3	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.049,9	1.044,7	2.861,6	1.808,9	15,0
4° trim.	15.725,6	468,4	163,7	6.655,4	604,9	2.061,8	1.053,7	2.842,1	1.841,6	34,0
2005 gen.	15.991,4	459,9	180,6	6.671,9	616,8	2.084,8	1.054,7	2.993,9	1.900,0	28,8
feb.	16.105,3	463,6	210,1	6.678,7	615,5	2.124,3	1.059,3	3.029,3	1.903,8	20,8
mar. ^(p)	16.287,0	471,7	186,1	6.725,2	615,2	2.147,3	1.065,4	3.105,4	1.964,7	6,0
Transazioni										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,6	106,1	39,7	74,6	-92,3	86,5
2003	767,4	79,0	12,9	315,8	56,7	133,5	40,1	130,8	-61,2	59,8
2004 1° trim.	430,1	1,7	30,2	25,2	22,4	61,0	8,3	174,7	117,6	-11,0
2° trim.	265,8	23,4	39,4	102,5	2,2	48,7	9,9	32,3	9,6	-2,2
3° trim.	193,0	15,1	-19,7	35,5	1,6	54,6	19,4	-3,7	81,7	8,5
4° trim.	377,9	30,4	-40,4	210,5	-3,9	33,9	13,5	72,3	19,5	42,1
2005 gen.	199,2	-8,5	16,9	10,1	12,8	4,7	-2,4	104,4	75,4	-14,3
feb.	133,4	3,7	29,5	5,4	-2,2	44,0	5,9	52,0	-1,3	-3,5
mar. ^(p)	140,2	8,2	-23,9	43,9	-0,5	18,2	4,3	54,7	55,5	-20,2

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

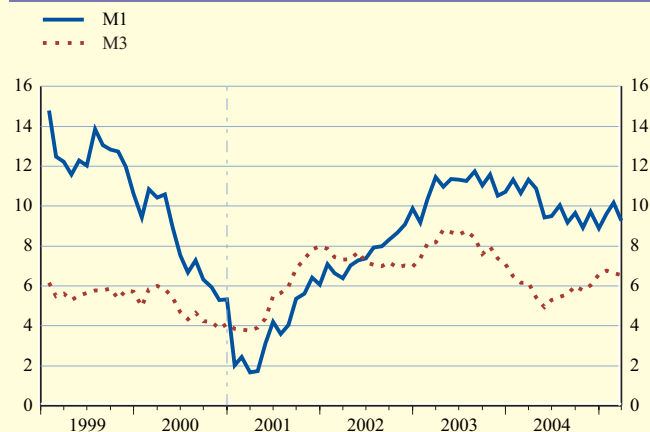
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	2.444,9	2.470,7	4.915,7	851,8	5.767,5	-	3.987,0	2.076,2	7.721,6	6.776,5	191,0
2003	2.682,6	2.553,3	5.236,0	908,5	6.144,5	-	4.139,3	2.227,6	8.156,0	7.097,8	235,4
2004 1° trim.	2.757,7	2.556,2	5.313,9	907,7	6.221,6	-	4.242,2	2.265,8	8.246,0	7.170,0	316,8
2° trim.	2.795,2	2.584,6	5.379,8	930,9	6.310,7	-	4.311,6	2.303,3	8.401,0	7.295,7	290,6
3° trim.	2.867,0	2.620,5	5.487,5	941,0	6.428,5	-	4.393,8	2.322,9	8.526,1	7.416,8	342,9
4° trim.	2.912,6	2.662,8	5.575,3	961,8	6.537,1	-	4.459,5	2.300,2	8.690,1	7.550,6	378,1
2005 gen.	2.960,4	2.665,6	5.626,0	949,8	6.575,7	-	4.497,1	2.330,6	8.748,7	7.598,3	379,1
feb.	2.992,8	2.667,1	5.660,0	949,3	6.609,2	-	4.534,7	2.344,3	8.790,8	7.631,7	397,5
mar. ^(p)	3.007,3	2.676,1	5.683,4	946,4	6.629,7	-	4.578,1	2.328,6	8.831,9	7.671,9	397,7
Transazioni											
2002	219,6	87,8	307,4	68,1	375,5	-	188,1	36,2	347,1	311,3	173,9
2003	261,5	113,5	375,0	32,6	407,6	-	237,6	133,5	445,9	372,3	95,9
2004 1° trim.	74,3	-2,9	71,4	4,0	75,4	-	80,5	25,8	96,9	82,6	73,7
2° trim.	37,1	30,4	67,5	20,1	87,6	-	79,7	35,8	158,4	133,4	-17,0
3° trim.	73,8	37,4	111,2	9,6	120,8	-	89,2	17,6	134,5	133,0	53,6
4° trim.	53,2	47,0	100,1	20,5	120,6	-	93,6	-24,1	183,3	154,1	50,5
2005 gen.	45,4	-0,1	45,3	-11,7	33,6	-	15,5	23,9	56,4	46,7	-3,6
feb.	32,7	-0,5	32,2	-7,1	25,1	-	49,6	15,8	40,6	33,5	19,8
mar. ^(p)	13,4	8,2	21,5	-2,8	18,8	-	35,7	-16,8	41,3	40,2	-2,9
Variazioni percentuali											
2002 dic.	9,9	3,7	6,7	8,7	7,0	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	173,9
2003 dic.	10,7	4,6	7,7	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	95,9
2004 mar.	11,3	2,1	6,7	3,1	6,2	5,9	7,0	6,6	5,8	5,3	92,1
giu.	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,3	6,2	6,0	-0,6
set.	9,7	2,7	6,2	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	122,8
dic.	8,9	4,4	6,7	6,0	6,6	6,5	8,3	2,5	7,0	7,1	160,8
2005 gen.	9,6	4,5	7,1	4,7	6,8	6,7	8,0	3,6	7,3	7,3	115,5
feb.	10,2	4,3	7,3	2,7	6,7	6,7	8,7	4,1	7,3	7,3	120,7
mar. ^(p)	9,3	4,8	7,1	3,2	6,5	.	8,6	2,3	7,5	7,6	100,4

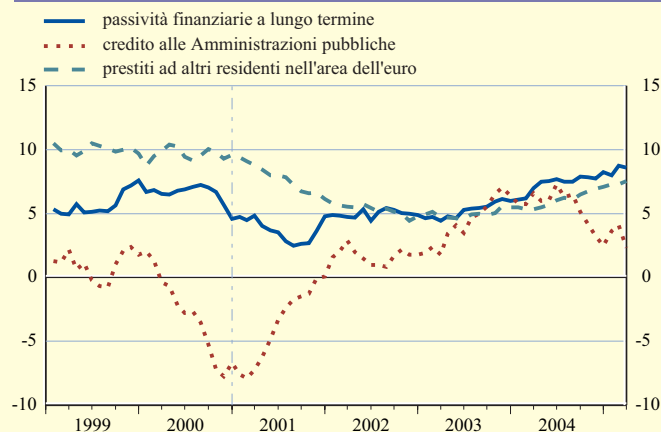
F1 Aggregati monetari

(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

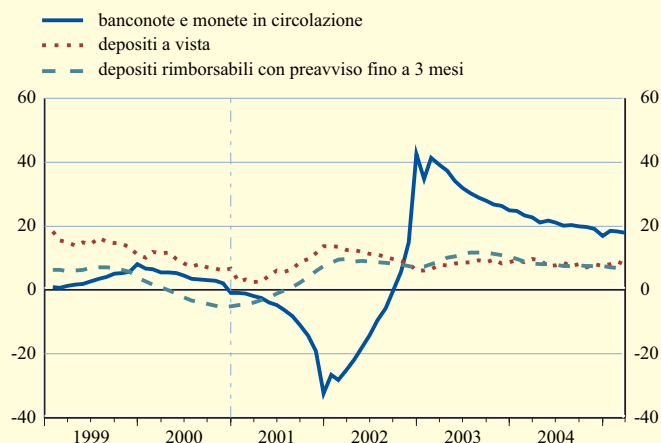
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 rim- borsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Obbliga- zioni con sca- denza fino a 2 anni	Obbliga- zioni con sca- denza oltre 2 anni	Depositi rim- borsabili 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	331,9	2.113,0	1.071,8	1.399,0	238,1	485,2	128,5	1.693,6	103,9	1.184,3	1.005,3
2003	386,9	2.295,7	1.031,0	1.522,3	218,6	597,3	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.009,0
2004 1° trim.	405,3	2.352,4	1.005,2	1.551,0	215,6	597,6	94,5	1.856,5	90,0	1.270,3	1.025,4
2° trim.	421,2	2.374,1	999,9	1.584,7	220,0	610,8	100,1	1.899,2	89,1	1.297,9	1.025,4
3° trim.	440,2	2.426,8	1.004,6	1.615,8	225,1	615,8	100,1	1.945,7	88,7	1.319,9	1.039,5
4° trim.	452,7	2.459,9	1.028,1	1.634,7	239,1	620,3	102,3	1.962,7	89,6	1.355,6	1.051,6
2005 gen.	466,7	2.493,8	1.026,0	1.639,6	230,5	620,0	99,2	1.991,6	90,0	1.364,4	1.051,1
feb.	471,6	2.521,2	1.021,5	1.645,6	220,8	612,2	116,3	2.012,2	90,4	1.370,4	1.061,7
mar. ^(p)	477,5	2.529,8	1.020,1	1.655,9	224,4	610,4	111,5	2.035,0	90,9	1.386,9	1.065,3
Transazioni											
2002	99,1	120,5	-1,5	89,3	9,5	71,2	-12,5	118,5	-10,0	40,3	39,3
2003	77,5	184,0	-29,7	143,1	-10,3	58,0	-15,1	149,2	-13,2	61,9	39,6
2004 1° trim.	18,4	55,9	-31,5	28,6	-2,0	1,5	4,4	52,2	-0,7	19,5	9,5
2° trim.	15,8	21,2	-3,3	33,7	4,0	8,8	7,2	40,9	-0,9	28,0	11,7
3° trim.	19,0	54,8	6,1	31,2	5,2	6,2	-1,8	53,4	-0,5	23,4	12,9
4° trim.	12,5	40,7	27,9	19,1	14,2	5,3	0,9	40,3	0,9	35,8	16,6
2005 gen.	14,0	31,4	-4,8	4,7	-8,7	0,6	-3,6	11,1	0,4	8,0	-3,9
feb.	4,9	27,8	-7,4	6,9	-9,6	-8,7	11,2	31,0	0,4	6,3	11,9
mar. ^(p)	5,9	7,4	-1,8	9,9	3,6	-2,0	-4,3	17,6	0,0	16,2	1,8
Variazioni percentuali											
2002 dic.	42,6	6,1	-0,1	6,8	4,1	17,2	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 dic.	24,9	8,7	-2,8	10,4	-4,6	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,2	4,0
2004 mar.	22,7	9,6	-6,1	8,2	-1,2	6,9	-7,3	10,5	-9,9	5,5	4,6
giu.	21,1	7,7	-6,7	7,9	1,8	4,6	0,4	10,4	-7,1	7,0	5,3
set.	19,9	8,0	-4,2	7,6	3,1	4,2	11,3	10,9	-2,9	7,3	4,5
dic.	17,0	7,5	-0,1	7,4	9,9	3,7	11,8	10,4	-1,2	8,5	5,0
2005 gen.	18,5	8,1	0,6	7,1	6,8	4,3	2,7	9,8	-0,4	8,6	4,7
feb.	18,3	8,8	0,3	6,9	-0,9	2,6	11,6	11,1	0,4	8,5	5,4
mar. ^(p)	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,7	10,4	10,5	0,5	9,3	5,0

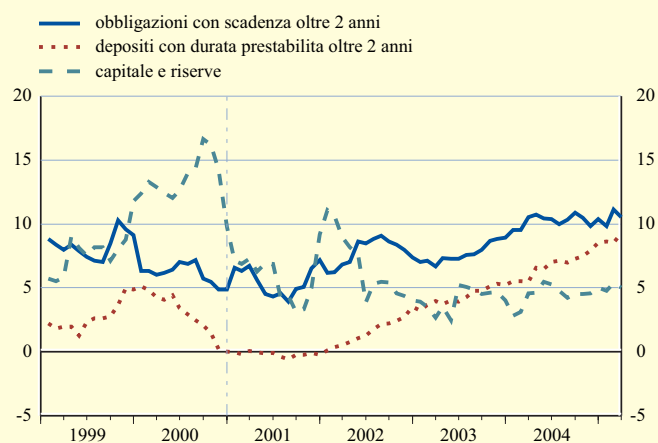
F3 Componenti degli aggregati monetari

(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⁾

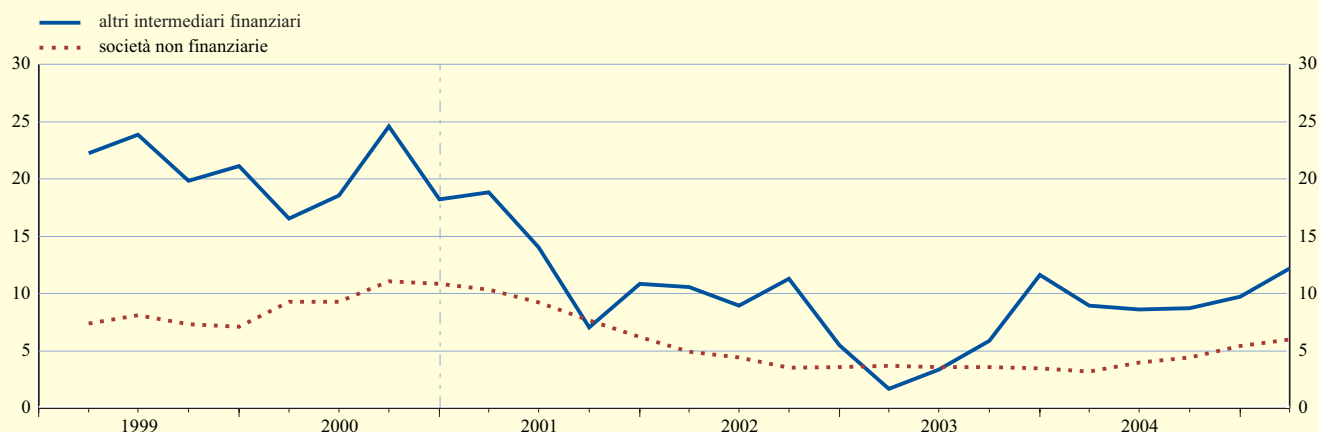
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004 1° trim.	46,3	32,2	504,1	307,4	3.055,1	956,5	523,8	1.574,7
2° trim.	53,7	39,8	510,0	310,2	3.093,2	968,7	534,7	1.589,9
3° trim.	52,5	37,6	509,1	305,1	3.103,4	954,5	542,9	1.605,9
4° trim.	48,7	31,4	544,7	335,5	3.155,9	974,4	547,1	1.634,5
2005 gen.	55,6	38,6	545,2	339,4	3.172,4	981,0	555,9	1.635,6
feb.	59,1	41,3	549,5	345,8	3.174,3	982,3	551,4	1.640,6
mar. ^(p)	58,1	40,2	558,3	351,2	3.193,2	987,3	555,1	1.650,8
Transazioni								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,2	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 1° trim.	10,8	10,0	-2,4	-11,2	22,1	-4,9	4,5	22,5
2° trim.	7,0	7,3	8,6	5,5	60,0	17,0	11,5	31,5
3° trim.	-1,1	-2,2	3,0	-1,4	15,7	-12,3	9,1	18,8
4° trim.	-3,5	-6,0	39,4	33,0	67,1	24,3	6,3	36,5
2005 gen.	6,6	7,0	-1,6	2,7	16,3	6,7	8,7	0,9
feb.	3,0	2,0	4,4	6,2	3,0	-1,0	-4,1	8,1
mar. ^(p)	-1,1	-1,1	6,9	5,6	20,0	5,5	4,0	10,5
Variazioni percentuali								
2002 dic.	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 dic.	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 mar.	8,6	6,3	8,9	3,2	3,2	-2,6	3,7	6,9
giu.	18,8	25,6	8,6	3,6	4,0	-2,1	6,5	7,2
set.	17,5	31,5	8,7	5,9	4,5	-0,6	6,1	7,2
dic.	37,1	41,5	9,7	8,4	5,5	2,5	6,1	7,1
2005 gen.	16,5	11,9	10,0	10,6	5,8	3,0	7,4	6,9
feb.	24,2	21,5	9,2	10,6	5,8	3,7	6,4	6,9
mar. ^(p)	23,5	21,8	12,2	17,2	6,0	4,2	6,8	6,8

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⁾

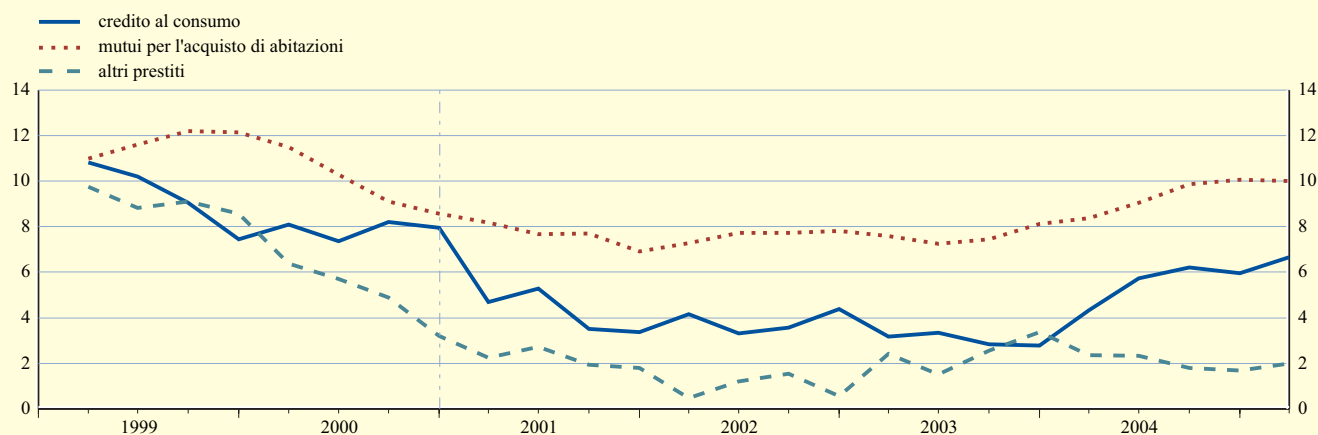
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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	2.324,5	679,9	141,8	95,1	443,0
2° trim.	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,8	15,2	64,7	2.383,9	697,2	147,5	99,3	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	451,1
4° trim.	3.805,8	514,5	118,3	190,5	205,7	2.592,8	15,5	65,8	2.511,5	698,5	144,4	99,6	454,6
2005 gen.	3.821,3	514,1	119,2	189,3	205,6	2.608,0	15,0	65,5	2.527,5	699,1	143,6	98,8	456,7
feb.	3.837,9	513,8	119,0	188,9	206,0	2.622,1	14,9	65,6	2.541,6	702,0	143,8	98,8	459,4
mar. ^(p)	3.861,3	519,7	120,1	191,5	208,0	2.640,3	14,9	67,0	2.558,4	701,3	144,1	99,0	458,3
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	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,5	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004 1° trim.	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,8	-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	60,0	0,9	2,6	56,6	8,5	3,0	1,0	4,4
3° trim.	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,3	-0,2	1,2	70,3	-1,1	-2,6	-0,5	2,0
4° trim.	71,2	7,7	3,5	1,9	2,3	60,8	0,4	-0,1	60,4	2,7	1,0	1,0	0,6
2005 gen.	17,0	-0,2	0,4	-0,9	0,4	15,3	-0,4	-0,3	16,0	1,9	-0,3	-0,7	2,9
feb.	16,2	0,1	0,1	-0,7	0,7	14,6	0,0	0,1	14,6	1,5	0,1	0,2	1,2
mar. ^(p)	24,3	5,8	1,2	2,6	1,9	18,4	0,1	1,4	16,9	0,1	0,5	0,2	-0,6
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	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 mar.	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-0,9	-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	1,8	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	2,9
dic.	7,9	6,0	6,1	4,8	7,0	10,0	6,4	4,7	10,2	1,7	-0,6	2,1	2,3
2005 gen.	8,1	6,5	7,8	5,3	7,0	10,1	5,6	5,9	10,3	2,3	0,5	2,2	3,0
feb.	8,1	6,4	8,7	4,3	7,0	10,1	6,0	6,1	10,3	2,2	1,8	2,1	2,4
mar. ^(p)	8,0	6,7	9,2	4,3	7,4	10,0	4,2	7,9	10,1	2,0	1,2	1,3	2,4

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⁾

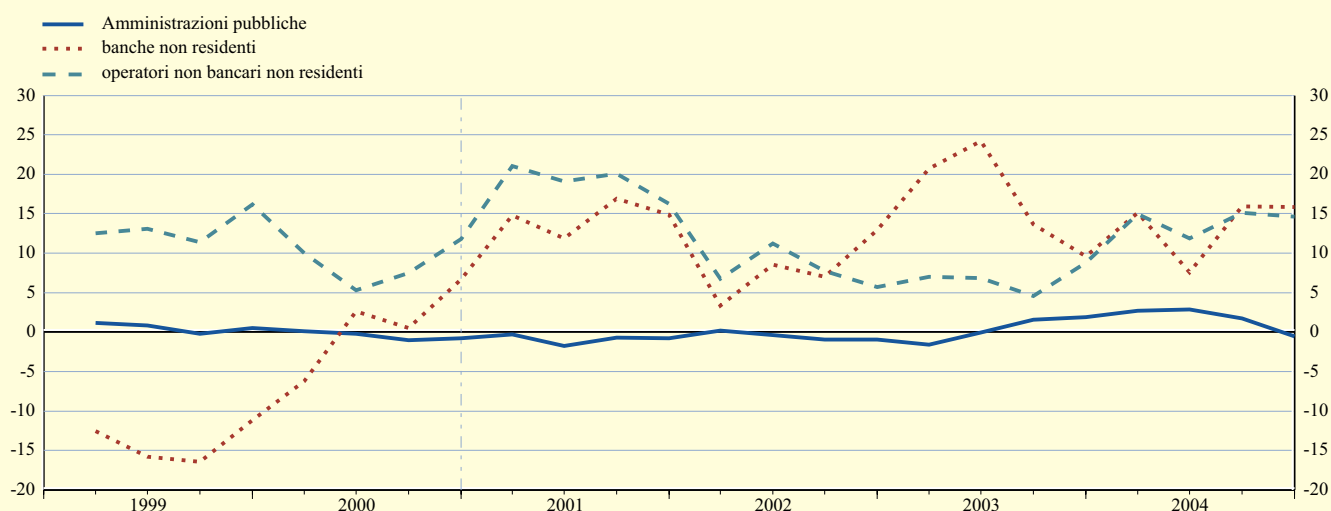
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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.	817,9	129,4	253,4	391,4	43,7	1.965,2	1.322,6	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)	814,5	129,5	252,3	395,6	37,3	1.979,3	1.336,6	641,8	61,5	580,4
Transazioni										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,3	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.	5,7	5,7	-3,9	0,0	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
2° trim.	-7,0	-6,2	-8,5	2,8	4,8	6,1	11,3	-5,3	-0,5	-4,8
3° trim.	-5,4	-2,7	-1,0	3,3	-5,0	22,5	7,8	14,8	0,1	14,7
4° trim. ^(p)	2,4	3,6	-0,5	1,0	-1,5	81,9	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	0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
giu.	2,9	1,8	-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⁾

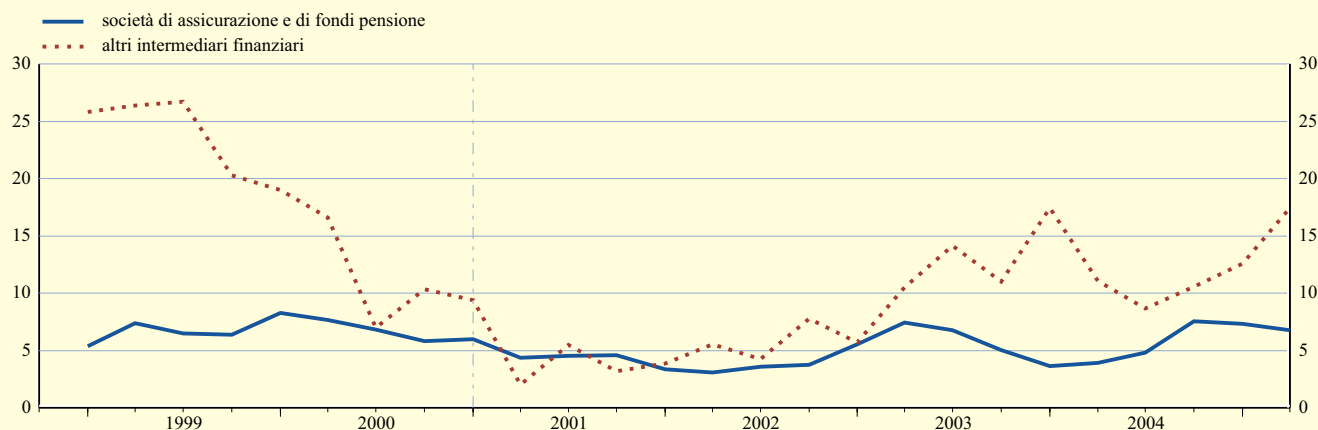
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	596,4	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	190,1	120,5	164,9	8,1	0,1	114,8
4° trim.	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,0	180,3	138,9	187,3	10,1	0,1	119,3
2005 gen.	595,7	67,3	50,9	451,2	1,4	1,3	23,6	662,2	209,4	129,9	186,4	11,6	0,1	124,8
feb.	590,3	60,6	48,9	456,0	1,3	1,3	22,3	673,6	212,9	132,8	188,9	11,5	0,1	127,4
mar. ^(p)	596,9	65,7	48,6	460,1	1,3	1,3	19,8	689,2	211,9	133,4	202,7	11,5	0,1	129,5
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	15,4	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	12,3	-1,3	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
4° trim.	9,9	-1,7	4,8	5,9	0,0	0,3	0,7	41,1	-7,1	18,8	22,6	2,1	0,0	4,7
2005 gen.	12,2	8,0	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	23,1	28,2	-9,6	-2,3	1,4	0,0	5,4
feb.	-5,2	-6,7	-1,9	4,8	-0,1	0,0	-1,3	8,3	3,9	-0,8	2,6	-0,1	0,0	2,6
mar. ^(p)	5,6	5,0	-0,4	3,4	0,1	0,0	-2,5	14,2	-1,3	0,3	13,2	-0,1	0,0	2,0
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	7,5	-6,0	28,3	63,5	-	11,7
dic.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,6	0,9	4,3	30,4	67,6	-	15,3
2005 gen.	7,3	3,5	18,9	6,6	5,1	36,2	8,2	16,4	17,4	-1,1	32,0	69,0	-	12,6
feb.	5,8	-2,9	16,9	7,2	-2,8	-51,5	-11,6	16,4	17,8	5,4	31,8	38,2	-	6,1
mar. ^(p)	6,8	2,2	16,7	7,5	1,9	-51,5	-10,4	17,4	9,6	8,6	38,4	50,0	-	11,4

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⁾

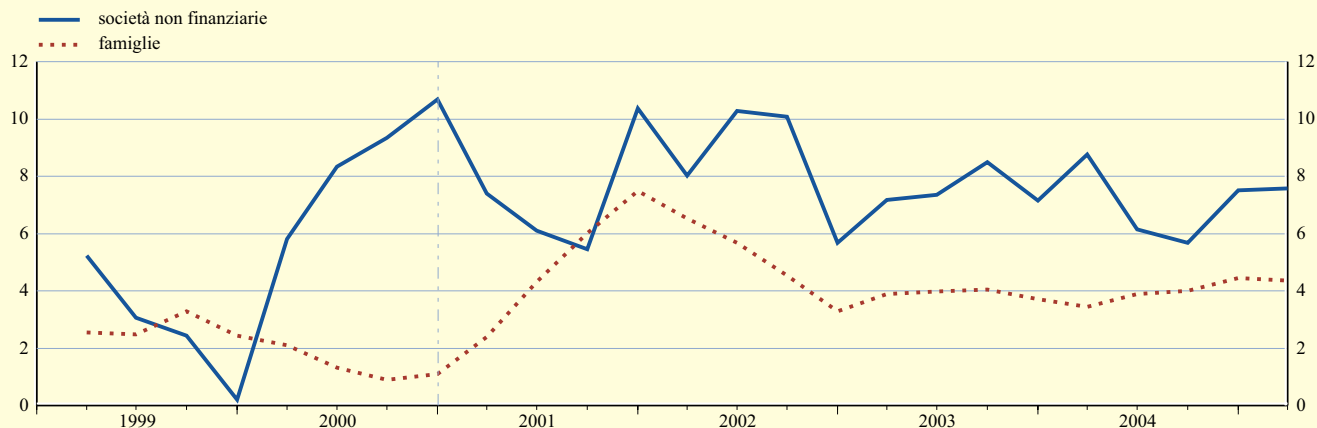
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	3.998,0	1.320,8	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	4.055,6	1.367,7	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	1.363,3	511,4	615,0	1.431,9	85,5	53,7
4° trim.	1.116,2	674,6	293,6	73,5	43,7	1,1	29,7	4.160,4	1.403,1	514,2	632,8	1.466,7	88,0	55,6
2005 gen.	1.080,5	658,8	279,5	73,7	42,5	1,1	24,9	4.166,8	1.400,5	514,5	634,6	1.477,3	87,7	52,2
feb.	1.073,2	656,1	275,7	73,7	43,7	1,1	22,8	4.175,1	1.406,5	515,4	634,6	1.478,7	88,3	51,6
mar. ^(p)	1.102,6	675,8	283,8	74,5	44,0	1,1	23,4	4.175,3	1.409,8	511,1	632,9	1.481,7	88,7	51,2
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	18,1	8,6	-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	-3,8	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
4° trim.	56,7	20,1	26,0	2,8	3,6	0,0	4,1	99,9	41,5	4,1	17,5	32,4	2,5	1,9
2005 gen.	-37,3	-16,9	-15,2	0,8	-1,2	0,0	-4,8	5,0	-2,9	-0,6	1,7	10,5	-0,3	-3,5
feb.	-6,3	-2,2	-3,4	0,1	1,2	0,0	-2,1	8,9	5,4	1,3	0,0	2,1	0,6	-0,6
mar. ^(p)	28,4	19,2	7,7	0,6	0,3	0,0	0,6	1,0	3,2	-4,0	-0,4	2,7	-0,1	-0,4
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
dic.	7,5	7,3	6,2	10,0	21,8	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 gen.	8,0	8,5	6,2	10,2	15,4	14,4	-2,0	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
feb.	6,9	9,4	0,8	9,2	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-3,0	4,4	5,7	-0,1	-4,7
mar. ^(p)	7,6	9,0	4,2	8,3	17,0	68,0	-9,1	4,4	6,6	-2,9	4,0	5,6	0,1	-1,3

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

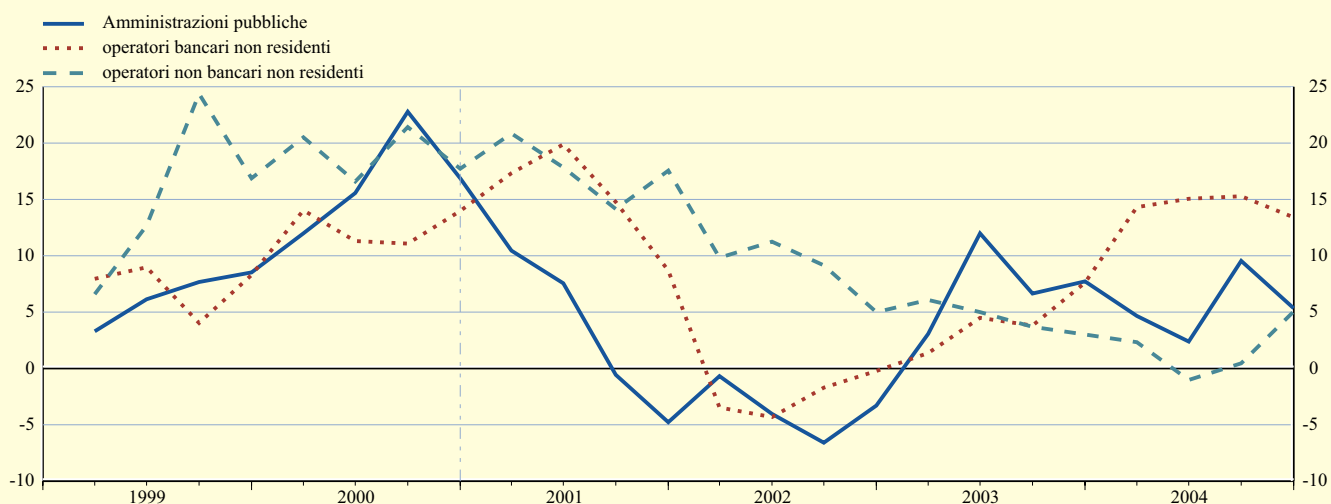
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	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.	288,3	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
4° trim. ^(p)	283,5	139,0	30,6	69,6	44,4	2.428,9	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.	-4,8	-10,3	2,3	1,9	1,3	6,8	-4,6	11,5	3,1	8,4
4° trim. ^(p)	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,7	62,3	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	-0,2	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
set.	9,5	13,2	5,1	3,3	11,5	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
dic. ^(p)	5,3	4,7	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.

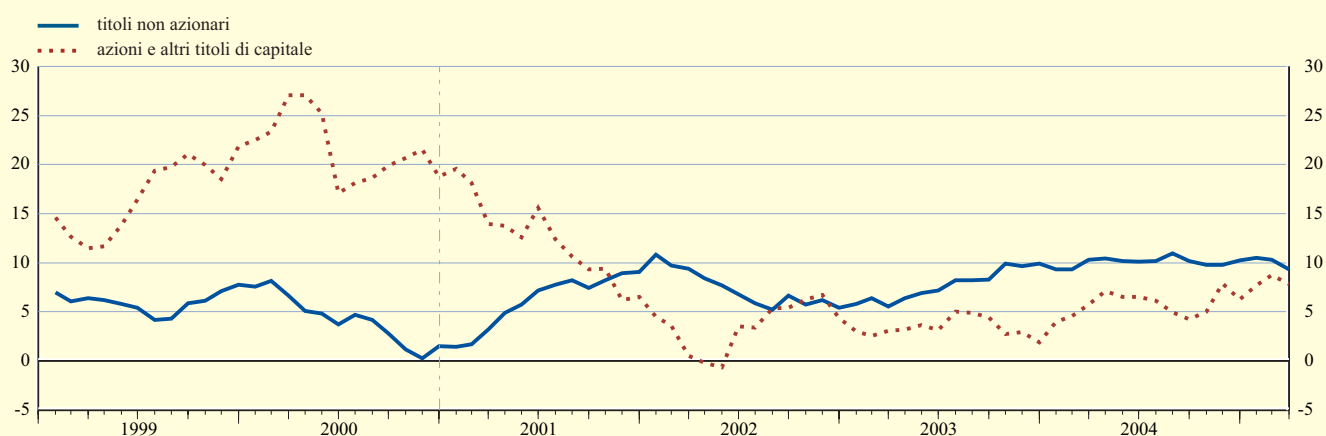
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	1.071,4	279,7	615,3	176,4
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.	3.854,8	1.296,7	62,8	1.329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1.154,7	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
4° trim.	3.939,5	1.362,6	59,9	1.284,1	15,8	449,1	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 gen.	4.032,4	1.363,6	65,6	1.321,0	18,9	451,7	16,5	795,2	1.190,0	293,0	668,7	228,3
feb.	4.069,7	1.377,2	64,7	1.349,9	17,9	462,3	16,0	781,7	1.211,6	293,5	672,0	246,1
mar. ^(p)	4.095,4	1.389,8	66,4	1.342,2	15,8	464,7	16,1	800,5	1.224,1	297,7	677,6	248,7
	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	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004 1° trim.	156,6	61,5	1,4	44,8	1,4	5,2	-1,1	43,4	41,9	6,0	24,7	11,2
2° trim.	88,1	15,3	1,7	43,9	0,0	13,7	0,1	13,5	26,3	6,4	8,4	11,5
3° trim.	67,5	30,9	1,5	-1,0	-1,2	-2,3	-0,2	39,8	-26,3	-8,2	-19,5	1,4
4° trim.	56,2	39,2	0,4	-47,4	1,1	19,4	-0,1	43,6	25,4	-2,1	20,9	6,6
2005 gen.	78,3	4,7	3,9	32,5	2,5	2,9	-0,4	32,2	30,7	6,0	11,3	13,4
feb.	44,0	13,5	-0,4	29,5	-0,7	11,0	-0,3	-8,5	18,4	-0,2	1,3	17,3
mar. ^(p)	16,4	11,7	1,0	-8,8	-2,3	2,5	-0,1	12,3	13,8	4,8	5,8	3,3
	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	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 mar.	10,3	9,6	5,4	7,1	5,1	10,9	3,8	18,7	5,8	6,2	7,5	-0,2
giu.	10,1	9,5	6,7	8,5	9,7	10,2	1,5	15,1	6,5	6,4	5,3	11,1
set.	10,2	10,7	12,6	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,4	4,2	2,6	3,2	9,9
dic.	10,2	12,1	8,5	3,3	7,7	8,7	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 gen.	10,5	11,2	10,8	4,6	23,7	9,5	-3,2	20,9	7,7	1,5	6,2	22,4
feb.	10,3	10,4	16,3	5,4	18,7	11,0	-7,2	18,8	8,7	1,6	6,0	28,6
mar. ^(p)	9,3	9,0	13,9	3,8	-3,9	11,3	-5,8	19,7	7,8	2,4	4,4	27,6

F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro)

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

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

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
4° trim.	-5,3	-2,6	-0,3	-2,4	-0,4	0,0	-0,4
2005 gen.	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
feb.	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
mar. ^(p)	-1,3	-0,7	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0

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	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004 1° trim.	16,7	2,4	0,2	11,3	0,1	1,1	0,0	1,5	2,5	-0,2	1,0	1,7
2° trim.	-7,2	-0,8	0,0	-4,7	-0,1	-0,5	0,0	-1,2	-0,2	-0,8	0,0	0,6
3° trim.	2,4	-0,7	-0,1	1,5	0,0	1,0	0,0	0,6	-1,4	0,1	-0,6	-0,9
4° trim.	1,6	0,6	-0,2	2,5	-0,2	-0,8	-0,1	-0,3	7,6	2,2	3,3	2,1
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.	-1,9	0,3	0,0	-1,4	0,0	-0,3	0,0	-0,4	3,1	0,6	2,0	0,5
mar. ^(p)	2,4	0,7	0,0	1,1	0,0	-0,2	0,0	0,7	-1,4	-0,5	-0,2	-0,7

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.	4.522,7	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)	4.708,3	91,4	8,6	5,1	0,4	1,4	1,1	6.779,3	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)	3.653,9	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.	4.224,9	-	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
2° trim.	4.296,3	-	-	-	-	-	-	8.138,0	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)	4.456,8	-	-	-	-	-	-	8.369,6	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.	1.322,6	49,2	50,8	30,8	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	1.794,2	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)	1.422,5	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,2	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 3° trim.	3.085,0	248,2	1.404,9	65,3	1.339,6	932,2	234,6	126,3	138,8
4° trim.	3.174,3	235,1	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,6	243,9	133,7	139,1
2004 1° trim.	3.356,2	266,5	1.434,5	70,4	1.364,1	1.103,9	263,2	136,9	151,2
2° trim.	3.373,2	244,9	1.430,8	69,4	1.361,5	1.121,1	278,5	140,3	157,6
3° trim.	3.392,8	246,7	1.472,9	72,1	1.400,8	1.095,2	281,0	144,4	152,6
4° trim. ^(p)	3.510,7	240,3	1.497,8	72,0	1.425,9	1.157,4	293,7	147,0	174,5

2. Passività

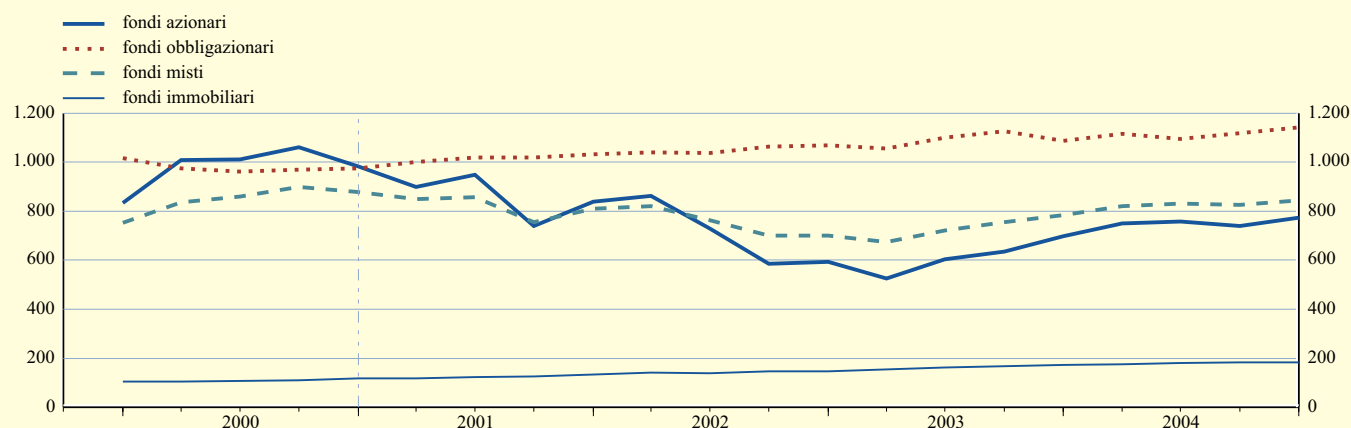
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2003 3° trim.	3.085,0	43,2	2.917,0	124,8
4° trim.	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 1° trim.	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
2° trim.	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
3° trim.	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
4° trim. ^(p)	3.510,7	48,6	3.322,5	139,6

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 3° trim.	3.085,0	635,4	1.126,7	753,8	167,7	401,4	2.248,5	836,5
4° trim.	3.174,3	697,8	1.086,3	783,0	171,7	435,5	2.317,7	856,6
2004 1° trim.	3.356,2	750,4	1.116,3	820,6	176,2	492,8	2.469,8	886,4
2° trim.	3.373,2	756,5	1.094,2	830,0	179,7	512,7	2.479,5	893,7
3° trim.	3.392,8	740,1	1.119,0	825,8	182,4	525,5	2.495,4	897,4
4° trim. ^(p)	3.510,7	772,0	1.142,4	844,6	182,7	569,0	2.594,1	916,6

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 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.	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
2° trim.	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
3° trim.	740,1	31,5	33,1	3,7	29,4	625,2	25,1	-	25,1
4° trim. (p)	772,0	28,5	34,1	3,7	30,4	652,8	28,0	-	28,6
Fondi obbligazionari									
2003 3° trim.	1.126,7	93,6	934,5	30,7	903,8	29,1	21,7	-	47,9
4° trim.	1.086,3	82,5	905,7	31,6	874,1	31,0	21,6	-	45,5
2004 1° trim.	1.116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
2° trim.	1.094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
3° trim.	1.119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
4° trim. (p)	1.142,4	77,5	943,7	39,9	903,8	36,9	23,4	-	60,9
Fondi misti									
2003 3° trim.	753,8	50,4	323,8	22,2	301,6	248,3	95,4	0,3	35,6
4° trim.	783,0	49,4	323,8	22,1	301,7	272,3	100,5	0,3	36,7
2004 1° trim.	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
2° trim.	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
3° trim.	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
4° trim. (p)	844,6	50,4	346,9	20,1	326,8	281,9	121,3	0,2	43,9
Fondi immobiliari									
2003 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.	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
2° trim.	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
3° trim.	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
4° trim. (p)	182,7	14,7	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,9	8,1

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 3° trim.	2.248,5	198,9	927,3	736,4	176,6	108,9	100,4
4° trim.	2.317,7	191,6	913,2	815,7	183,8	115,5	98,0
2004 1° trim.	2.469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
2° trim.	2.479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
3° trim.	2.495,4	205,7	974,5	872,5	213,2	124,0	105,5
4° trim. (p)	2.594,1	201,5	997,2	927,2	222,8	127,5	117,9
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2003 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	60,0	18,3	41,2
2004 1° trim.	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
2° trim.	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
3° trim.	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
4° trim. (p)	916,6	38,7	500,6	230,2	70,9	19,5	56,7

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.	15.049,9	5.758,1	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	216,5	329,9
3° trim.	15.150,5	5.762,9	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	185,5	345,3
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	348,0
2004 1° trim.	15.751,2	5.915,3	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	200,1	394,6
2° trim.	16.024,9	6.052,5	372,0	5.264,1	2.101,2	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,0
3° trim.	16.079,5	6.077,1	383,5	5.284,4	2.104,2	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	205,1	390,8
Transazioni											
2003 2° trim.	207,9	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,8
3° trim.	130,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,1
4° trim.	151,4	124,6	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 1° trim.	129,3	31,0	-1,6	-4,9	-7,5	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	41,9
2° trim.	287,0	136,4	21,2	83,1	78,9	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,8
3° trim.	108,8	28,9	11,5	24,7	4,6	5,4	11,3	3,4	-19,7	12,4	-1,2
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	23,2
3° trim.	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,9
4° trim.	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,9
2004 1° trim.	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	25,2
2° trim.	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,4
3° trim.	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,6	15,2

	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	3.767,6	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	3.835,5	3.464,2	371,3
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	424,1	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	424,2	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	62,0	57,4	4,5
3° trim.	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	60,4	57,1	3,3
4° trim.	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	44,4	41,5	2,8
2004 1° trim.	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	65,0	60,7	4,3
2° trim.	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,7	52,2	48,5	3,7
3° trim.	0,3	-5,8	6,1	19,4	18,0	1,4	-2,2	60,1	56,2	3,9
Variazioni percentuali										
2003 2° trim.	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,4	6,7	3,7
3° trim.	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,6	6,9	3,5
4° trim.	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,7	6,9	4,8
2004 1° trim.	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,1
2° trim.	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,8
3° trim.	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,0

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	253,9
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	275,5
4° trim.	16.586,9	8.469,3	7.397,3	957,2	81,0	876,2	3.660,9	1.167,5	2.493,4	3.851,2	287,4	3.563,8	266,4
2004 1° trim.	16.930,8	8.522,1	7.466,3	961,7	85,0	876,8	3.655,4	1.162,9	2.492,5	3.905,0	281,7	3.623,3	305,5
2° trim.	17.147,5	8.670,1	7.597,2	954,2	90,4	863,8	3.699,4	1.171,2	2.528,2	4.016,4	293,9	3.722,6	304,4
3° trim.	17.224,5	8.748,1	7.674,7	949,8	89,1	860,7	3.701,7	1.152,9	2.548,9	4.096,6	290,6	3.806,0	279,8
	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	2,5
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	22,8
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.	199,0	49,9	76,1	6,0	4,0	2,0	-14,0	-7,5	-6,5	57,9	-4,2	62,1	34,5
2° trim.	264,7	153,5	134,6	-9,2	5,4	-14,6	67,6	14,3	53,3	95,0	8,9	86,1	-1,3
3° trim.	136,3	82,7	85,9	-4,1	-1,4	-2,7	4,1	-15,7	19,8	82,7	-2,8	85,4	-21,4
	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	-2,1	3,4	7,5	0,3	8,1	22,8
2° trim.	4,4	4,8	5,4	3,2	29,1	0,9	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	21,5
3° trim.	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,0	-2,1	4,0	8,2	2,3	8,7	3,8
	Titoli non azionari emessi da:									Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie	
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie								
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
	Consistenze												
2003 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	194,0	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	12,1	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	11,3	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	6,8	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				Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
							da IFM						
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Consistenze												
2003 2° trim.	1.072,7	473,0	599,7	64,4	113,8	3.734,0	60,6	44,8	18,4	163,4	3.491,6	2.970,8	520,8
3° trim.	1.106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3.801,3	62,7	44,3	19,0	164,8	3.554,9	3.029,2	525,7
4° trim.	1.188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3.862,7	51,9	35,4	20,9	189,9	3.600,0	3.069,7	530,3
2004 1° trim.	1.241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3.930,3	61,6	46,3	21,7	190,9	3.656,1	3.115,0	541,1
2° trim.	1.253,4	556,4	697,0	63,8	120,7	3.983,5	69,6	53,7	22,1	193,3	3.698,6	3.154,3	544,2
3° trim.	1.246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4.025,2	69,5	52,5	20,5	185,7	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	3,5	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.

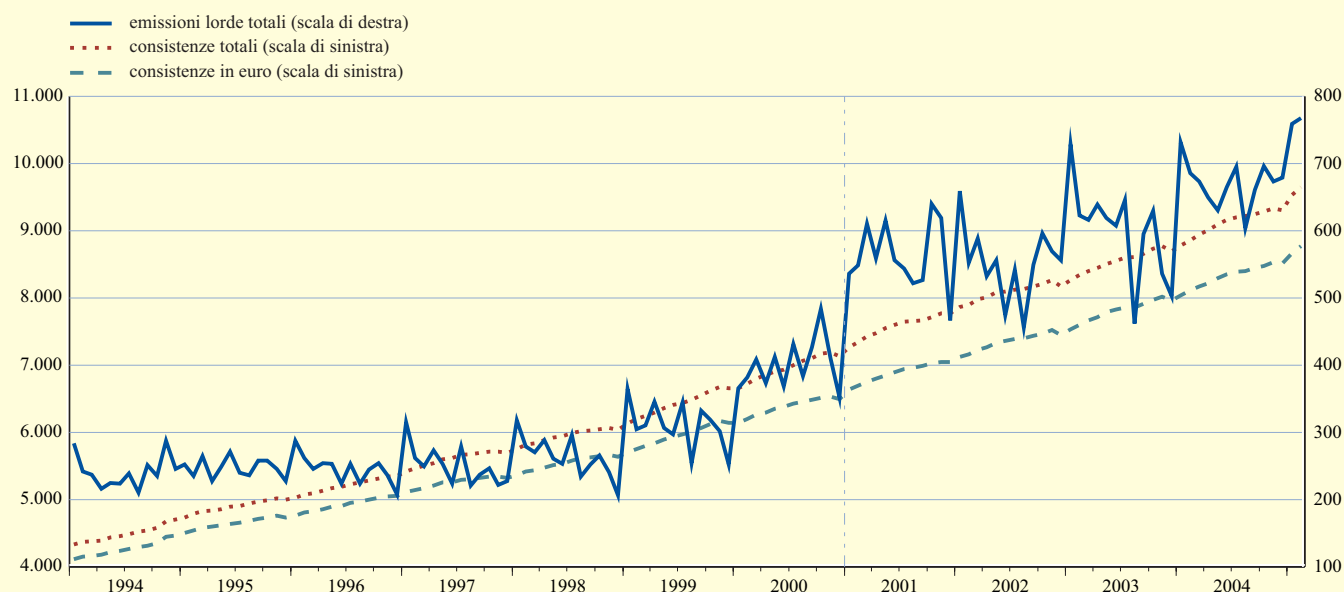
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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 feb.	9.346,8	698,5	622,8	75,7	8.859,2	685,6	605,7	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
mar.	9.454,3	717,7	610,0	107,8	8.943,8	673,0	598,2	74,8	91,3	92,7	95,3	53,9
apr.	9.481,0	649,4	624,5	25,0	9.012,4	649,3	586,8	62,5	91,2	93,2	95,0	47,8
mag.	9.580,9	649,1	549,4	99,7	9.095,0	630,8	543,4	87,4	91,2	93,9	94,9	76,5
giu.	9.690,3	711,1	600,6	110,5	9.163,2	664,6	596,5	68,1	91,2	94,3	94,7	61,6
lug.	9.709,9	707,8	686,3	21,5	9.204,5	695,1	653,9	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
ago.	9.739,6	619,7	590,0	29,7	9.215,8	603,6	589,7	13,9	91,2	94,7	94,8	13,1
set.	9.850,2	725,0	614,5	110,5	9.247,8	661,1	619,7	41,4	91,3	94,9	94,5	42,0
ott.	9.873,5	711,9	689,9	21,9	9.283,3	696,6	655,8	40,8	91,3	93,7	94,9	30,5
nov.	9.963,2	703,2	618,1	85,1	9.334,3	673,4	614,9	58,6	91,4	94,3	94,3	55,7
dic.	9.969,3	705,5	699,0	6,5	9.305,3	679,2	700,2	-21,0	91,5	95,2	95,2	-19,8
2005 gen.	.	.	.	.	9.534,6	759,3	675,5	83,8	90,8	93,8	95,6	66,3
feb.	.	.	.	.	9.649,1	768,1	654,0	114,0	90,9	94,5	95,0	104,1
A lungo termine												
2004 feb.	8.484,4	193,5	109,3	84,2	7.991,1	182,7	98,9	83,8	91,7	92,2	88,0	81,5
mar.	8.545,2	213,5	152,0	61,5	8.055,6	189,6	133,8	55,8	91,4	86,8	94,1	38,5
apr.	8.586,8	163,8	123,9	39,8	8.106,6	155,6	110,0	45,5	91,3	88,5	94,7	33,5
mag.	8.689,0	174,8	71,9	102,8	8.191,0	156,6	67,6	89,0	91,3	89,3	90,8	78,4
giu.	8.776,4	204,2	118,9	85,3	8.264,6	181,1	111,2	70,0	91,3	92,9	92,1	65,8
lug.	8.812,0	190,3	153,1	37,2	8.300,0	173,4	139,0	34,4	91,2	91,8	93,7	28,9
ago.	8.838,1	87,2	61,5	25,6	8.314,4	75,3	59,5	15,8	91,2	86,9	91,6	11,0
set.	8.930,7	191,4	100,1	91,3	8.361,9	156,7	102,8	53,9	91,3	91,6	88,9	52,2
ott.	8.965,1	173,8	139,8	34,0	8.380,7	158,1	131,9	26,2	91,3	88,0	93,7	15,6
nov.	9.038,6	168,3	97,9	70,4	8.431,8	154,7	95,2	59,5	91,4	89,1	92,2	50,1
dic.	9.065,1	147,5	121,0	26,5	8.440,4	134,9	117,2	17,8	91,5	91,5	90,2	17,8
2005 gen.	.	.	.	.	8.597,7	195,0	130,5	64,5	91,1	89,7	93,8	52,4
feb.	.	.	.	.	8.701,5	198,5	95,6	102,9	91,2	90,4	88,9	94,5

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

(miliardi di euro)



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

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

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

1. Consistenze

(dati di fine periodo)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2003	8.691	3.288	673	589	3.923	219	91,6	85,5	87,7	88,3	97,7	95,4
2004	9.305	3.592	757	593	4.114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2004 1° trim.	8.944	3.403	676	587	4.045	232	91,3	85,2	87,6	87,6	97,4	95,5
2° trim.	9.163	3.477	705	604	4.139	239	91,2	84,7	88,5	87,4	97,4	95,5
3° trim.	9.248	3.533	710	601	4.163	242	91,3	84,7	89,3	87,3	97,6	95,7
4° trim.	9.305	3.592	757	593	4.114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2004 nov.	9.334	3.578	736	604	4.167	249	91,4	84,8	90,3	87,6	97,6	95,7
dic.	9.305	3.592	757	593	4.114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2005 gen.	9.535	3.743	757	601	4.178	256	90,8	83,6	90,5	87,6	97,6	95,6
feb.	9.649	3.800	761	607	4.223	258	90,9	83,6	90,8	87,7	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	95,5	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.	899	379	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	95,5	99,5	86,8
2004 nov.	903	392	6	99	400	6	92,1	84,2	95,2	95,2	99,0	91,4
dic.	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2005 gen.	937	453	7	99	373	5	88,1	77,2	95,2	96,2	99,1	85,6
feb.	948	456	8	106	372	5	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	86,6
Totale a lungo termine ¹⁾												
2003	7.860	2.927	667	495	3.556	216	91,6	86,0	87,5	87,2	97,5	95,5
2004	8.440	3.192	749	503	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 1° trim.	8.056	3.029	671	485	3.643	228	91,4	85,7	87,5	86,2	97,3	95,7
2° trim.	8.265	3.098	700	495	3.737	234	91,3	85,2	88,4	85,7	97,3	95,8
3° trim.	8.362	3.164	703	500	3.758	236	91,3	85,0	89,3	85,7	97,5	95,9
4° trim.	8.440	3.192	749	503	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 nov.	8.432	3.187	730	505	3.767	243	91,4	84,9	90,2	86,1	97,5	95,8
dic.	8.440	3.192	749	503	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2005 gen.	8.598	3.290	750	502	3.805	250	91,1	84,5	90,5	85,9	97,4	95,8
feb.	8.701	3.344	754	500	3.852	252	91,2	84,4	90,8	85,8	97,5	95,9
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2003	6.116	1.885	407	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.378	1.929	423	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
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	418	416	3.409	177	91,5	84,6	81,3	84,9	97,3	95,6
3° trim.	6.390	1.951	414	414	3.431	180	91,6	84,1	82,5	85,2	97,4	95,8
4° trim.	6.378	1.929	423	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 nov.	6.390	1.937	422	415	3.432	184	91,6	83,9	83,7	85,6	97,4	95,5
dic.	6.378	1.929	423	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2005 gen.	6.441	1.943	425	410	3.472	191	91,5	83,6	83,9	85,1	97,4	95,6
feb.	6.495	1.958	425	407	3.513	193	91,6	83,6	84,3	85,0	97,4	95,8
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2003	1.587	959	257	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.881	1.146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2004 1° trim.	1.646	1.008	256	62	265	55	91,2	87,5	98,7	89,2	97,5	96,0
2° trim.	1.725	1.048	278	66	277	57	90,8	86,7	98,9	89,7	97,5	96,2
3° trim.	1.783	1.100	287	73	268	56	90,6	86,7	99,0	87,6	97,5	96,3
4° trim.	1.881	1.146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2004 nov.	1.850	1.135	305	76	276	59	90,8	86,7	99,1	88,3	97,6	96,5
dic.	1.881	1.146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2005 gen.	1.890	1.148	322	79	282	59	90,8	86,6	99,0	89,1	97,7	96,5
feb.	1.931	1.180	326	79	286	59	90,7	86,5	99,0	89,0	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.

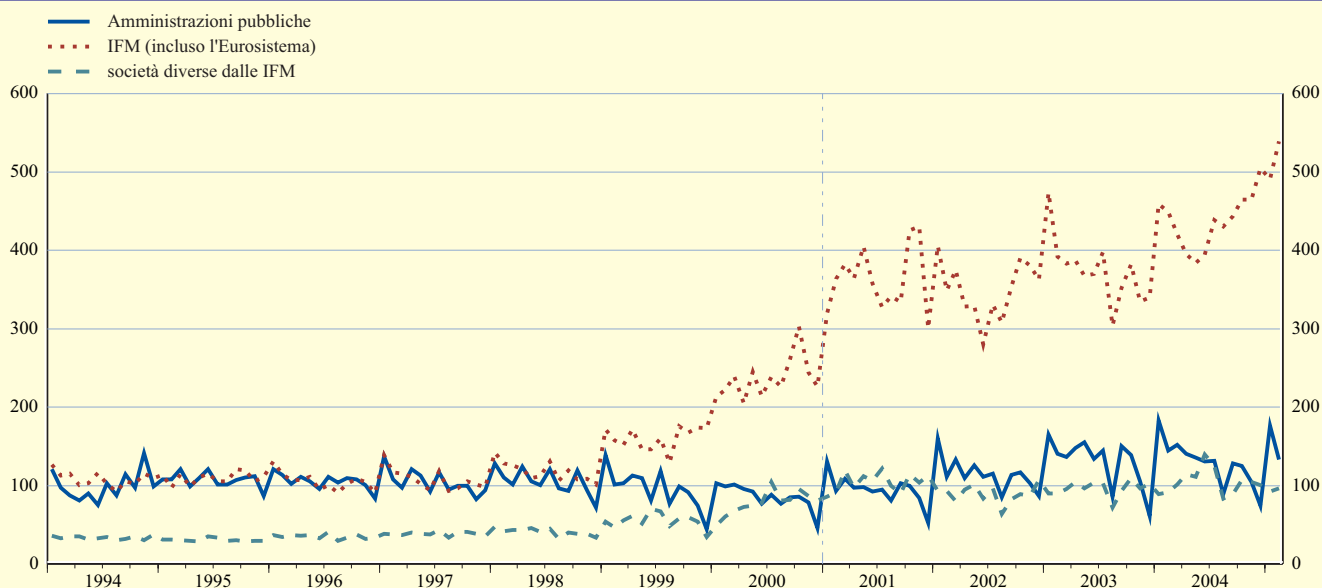
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento (miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

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	7.205,5	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	86,6	1.284,8	414,3	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.043,5	5.249,7	227,7	1.027,9	1.457,1	81,2	1.192,1	406,7	75,5	60,4	614,0	35,5
2004 1° trim.	2.089,8	1.329,0	38,1	243,5	453,0	26,2	377,1	135,9	16,8	11,7	199,7	13,2
2° trim.	1.944,7	1.173,3	64,0	300,5	387,5	19,3	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
3° trim.	1.959,8	1.313,3	41,7	255,5	333,2	16,0	248,1	86,5	10,3	14,3	130,9	6,1
4° trim.	2.049,3	1.434,1	83,9	228,4	283,4	19,6	259,1	92,9	26,7	14,7	116,6	8,1
2004 nov.	673,4	464,4	30,3	74,7	95,4	8,8	94,5	33,2	13,4	3,2	40,3	4,3
dic.	679,2	504,9	32,5	67,7	68,9	5,2	70,9	31,6	6,8	3,3	27,3	1,9
2005 gen.	759,3	490,9	9,8	82,2	166,2	10,2	141,9	44,4	4,0	3,6	82,9	6,9
feb.	768,1	538,9	15,0	81,1	125,8	7,4	127,6	51,1	5,1	3,3	63,6	4,6
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	507,7	336,7	89,5	11,7	53,3	16,5
2004	6.145,9	4.383,4	43,9	930,9	755,6	32,1	615,6	402,4	108,2	31,8	59,7	13,5
2004 1° trim.	1.538,7	1.072,1	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,6	11,3	6,6	18,4	4,9
2° trim.	1.451,4	969,5	11,1	271,1	191,3	8,5	159,7	96,9	31,1	7,8	21,1	2,7
3° trim.	1.554,4	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,4	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
4° trim.	1.601,5	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,1	173,3	104,6	45,2	7,4	11,7	4,4
2004 nov.	518,7	393,2	4,3	68,2	50,4	2,7	55,9	34,4	12,5	2,6	4,7	1,7
dic.	544,2	435,9	3,5	61,4	41,2	2,3	57,7	31,6	22,2	2,9	0,0	1,0
2005 gen.	564,4	408,3	4,2	77,3	72,1	2,4	45,0	33,7	1,6	1,2	7,5	0,9
feb.	569,5	429,4	4,6	76,7	56,1	2,7	64,2	53,6	5,3	0,7	4,5	0,1

FI4 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



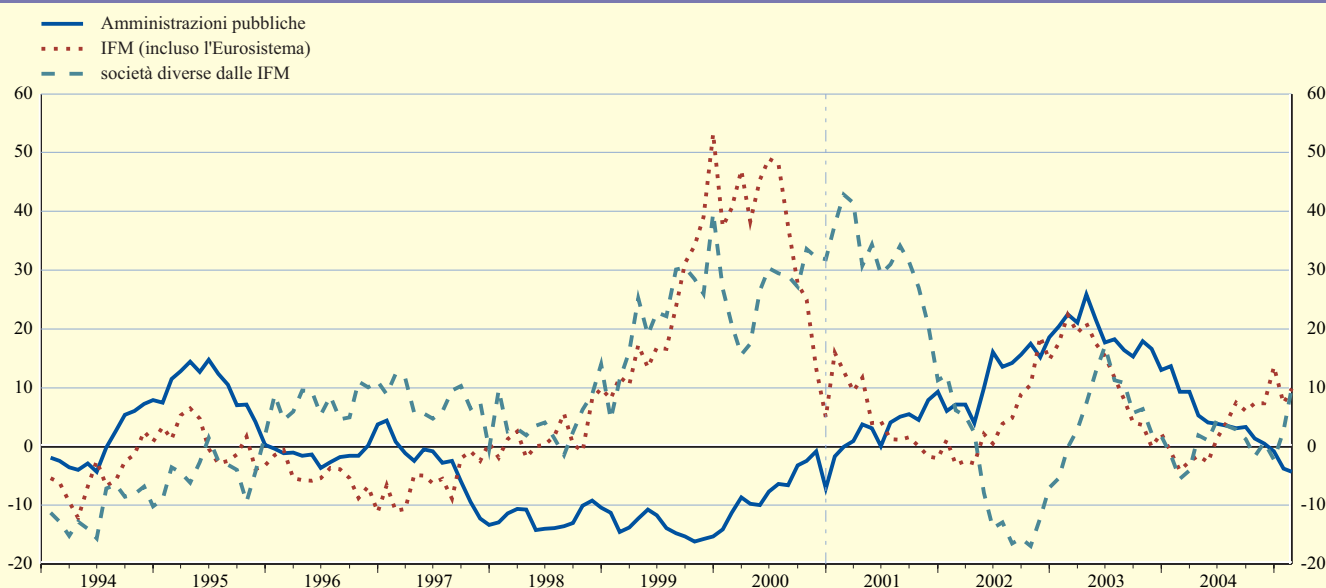
Fonte: BCE.

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 ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tutte le valute												
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	3,3	2,4	-9,6	0,9	4,9	28,7
2004 1° trim.	6,9	6,3	20,5	5,9	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
2° trim.	7,0	8,0	15,5	2,2	5,0	18,5	1,7	-1,6	-16,6	2,1	5,2	15,4
3° trim.	7,3	8,7	13,3	3,6	5,2	16,4	4,1	5,0	-10,7	4,0	3,1	30,6
4° trim.	6,9	9,0	11,8	3,0	4,6	14,4	3,8	8,2	8,9	-1,0	0,5	66,6
2004 set.	7,1	9,1	11,1	3,7	4,9	15,4	4,2	6,0	6,2	1,0	2,8	65,4
ott.	6,8	8,9	11,1	3,2	4,4	14,2	3,5	7,4	4,5	-2,0	0,9	63,5
nov.	6,9	8,7	12,4	3,3	4,5	14,3	3,4	7,3	7,7	0,3	-0,2	78,5
dic.	7,3	9,6	13,0	1,6	4,9	14,2	5,1	13,5	22,3	-3,9	-1,3	50,3
2005 gen.	7,2	8,9	12,9	3,1	5,0	14,8	1,7	7,3	23,3	1,4	-4,1	31,4
feb.	7,5	9,5	12,2	3,4	5,3	12,7	3,4	9,8	45,7	8,2	-4,6	27,6
Euro												
2003	6,4	3,9	31,4	9,4	4,4	25,0	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,8	2,8	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	5,9	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
2° trim.	6,6	6,7	19,1	1,4	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	2,6	-13,3	4,4	3,0	26,6
4° trim.	6,5	7,7	15,3	1,9	4,6	14,5	3,6	8,0	3,9	0,0	0,6	72,6
2004 set.	6,7	7,8	14,6	2,4	5,0	15,5	3,5	4,2	2,2	2,0	2,8	65,9
ott.	6,4	7,7	14,4	2,1	4,4	14,4	3,2	6,8	0,3	-1,2	1,1	68,5
nov.	6,4	7,4	16,0	2,1	4,5	14,2	3,3	7,7	2,6	1,3	-0,1	92,7
dic.	6,9	8,5	16,4	0,4	4,8	14,4	5,2	15,3	15,1	-2,5	-1,4	48,5
2005 gen.	6,7	7,5	16,3	2,4	4,8	14,9	1,9	8,3	17,4	3,3	-4,0	26,9
feb.	7,0	7,9	15,5	2,8	5,2	12,8	3,6	10,9	41,2	10,5	-4,5	24,1

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.

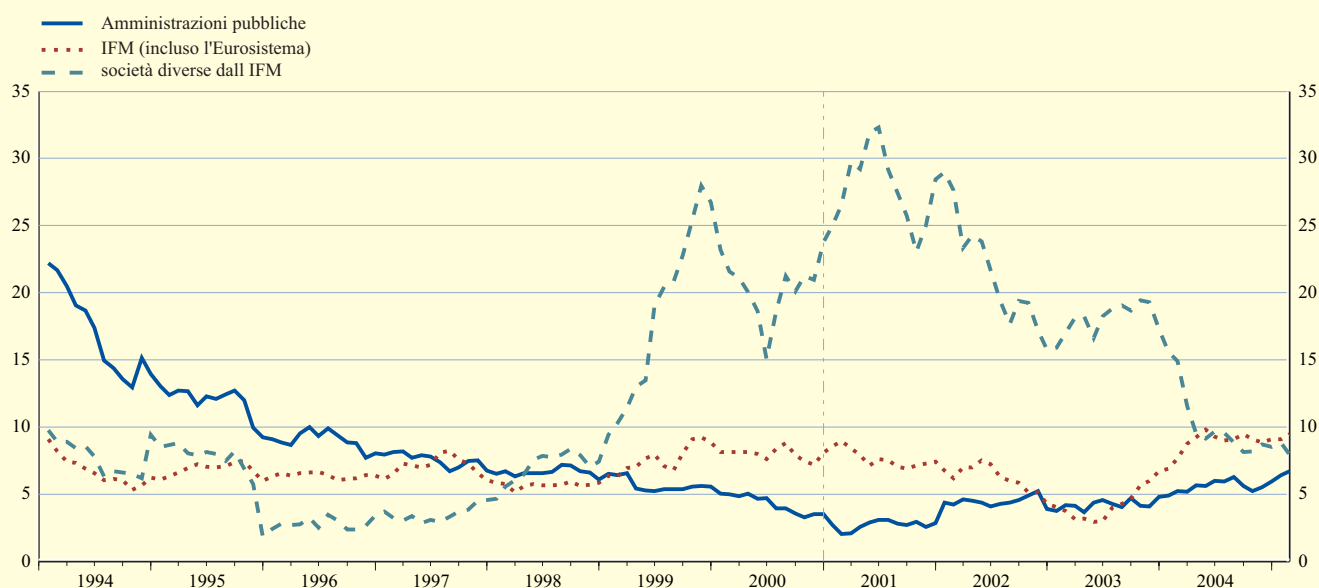
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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	53,3	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,1	7,6	3,1	5,7	14,7	16,5	18,3	29,6	8,3	0,3	26,5
2004 1° trim.	5,6	3,1	12,6	8,5	5,3	18,4	13,8	15,2	37,7	-8,8	-4,4	33,6
2° trim.	5,4	3,8	9,5	2,5	5,8	15,2	16,1	18,8	27,8	-2,3	0,8	30,2
3° trim.	4,9	3,0	4,9	1,1	6,1	13,5	17,8	19,0	29,6	18,4	3,0	25,2
4° trim.	4,3	2,3	4,2	0,7	5,6	12,2	18,0	20,1	24,8	29,5	2,0	18,8
2004 set.	4,7	3,2	3,4	1,2	5,7	13,1	17,2	19,6	24,8	25,0	0,3	20,0
ott.	4,2	2,3	3,5	1,7	5,4	12,0	17,6	20,4	24,2	26,9	0,1	18,6
nov.	4,1	1,8	5,0	0,4	5,5	11,7	18,6	20,4	24,9	32,6	3,5	19,1
dic.	4,5	2,6	4,8	-1,1	5,9	12,6	18,3	19,1	25,9	33,1	4,8	17,2
2005 gen.	4,8	3,0	5,3	-0,8	6,0	14,7	18,3	18,5	24,7	30,1	9,1	14,3
feb.	4,9	2,8	4,2	-1,7	6,7	12,7	18,6	20,1	24,2	28,1	6,7	11,8
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,6	12,2	4,2	21,3	8,9	7,7	53,3	-8,9	-9,3	43,8
2004	4,8	1,3	11,9	1,8	5,8	14,7	16,0	17,6	29,7	8,6	0,3	25,4
2004 1° trim.	5,4	1,6	17,1	8,1	5,4	17,7	13,4	14,4	37,4	-6,0	-4,6	32,1
2° trim.	5,1	2,0	13,9	1,0	5,8	15,0	15,7	18,1	27,9	-0,3	0,8	28,9
3° trim.	4,7	1,2	9,2	-0,5	6,2	13,8	17,2	18,1	29,8	16,0	3,0	24,1
4° trim.	4,0	0,4	8,3	-0,9	5,6	12,4	17,4	19,4	25,2	27,0	2,0	18,1
2004 set.	4,4	1,3	7,5	-0,6	5,9	13,5	16,7	19,2	25,1	22,3	0,2	18,9
ott.	3,9	0,3	7,2	0,3	5,5	12,4	17,0	19,9	24,5	24,1	0,1	17,8
nov.	3,7	-0,3	9,4	-1,2	5,4	11,7	18,0	19,7	25,3	29,9	3,6	18,2
dic.	4,2	0,7	8,9	-3,0	5,8	12,7	17,7	18,2	26,2	32,1	4,8	18,0
2005 gen.	4,4	0,8	9,7	-2,3	5,9	14,7	17,7	17,4	25,0	29,3	9,2	15,0
feb.	4,5	0,4	8,2	-3,4	6,6	12,7	17,7	18,7	24,5	27,4	6,7	12,3

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)

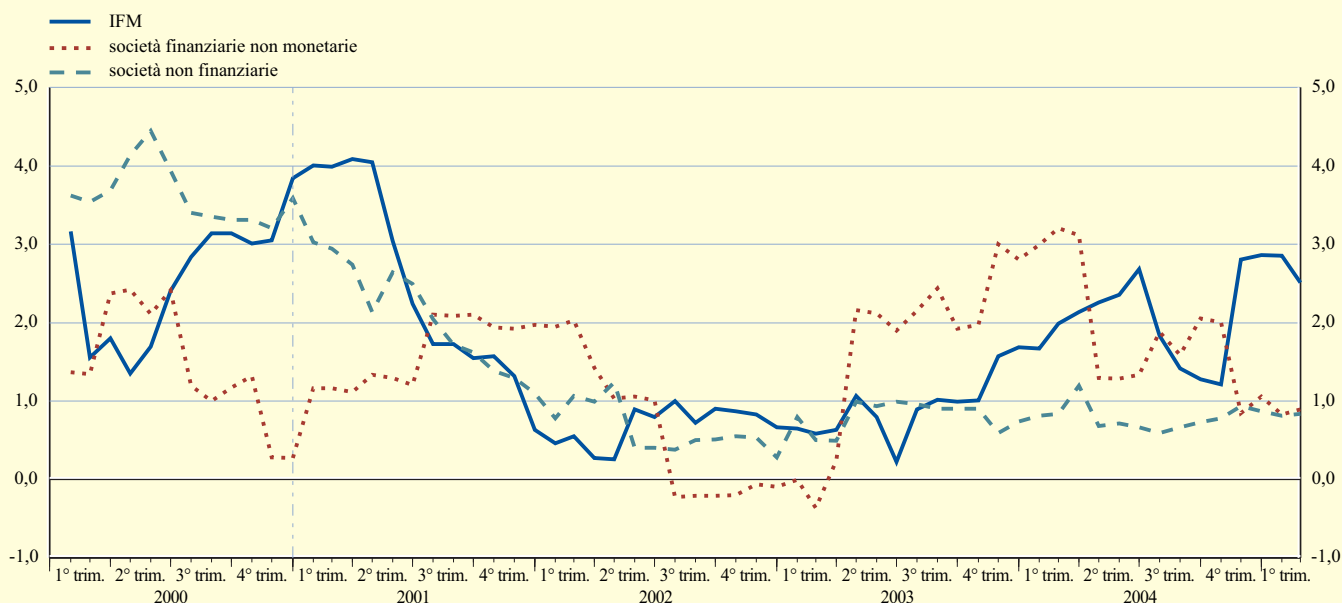
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	405,6	1,1	2.985,3	0,9
2005 gen.	4.139,3	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,8	3.064,5	0,8
feb.	4.255,7	102,6	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3.142,7	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⁾

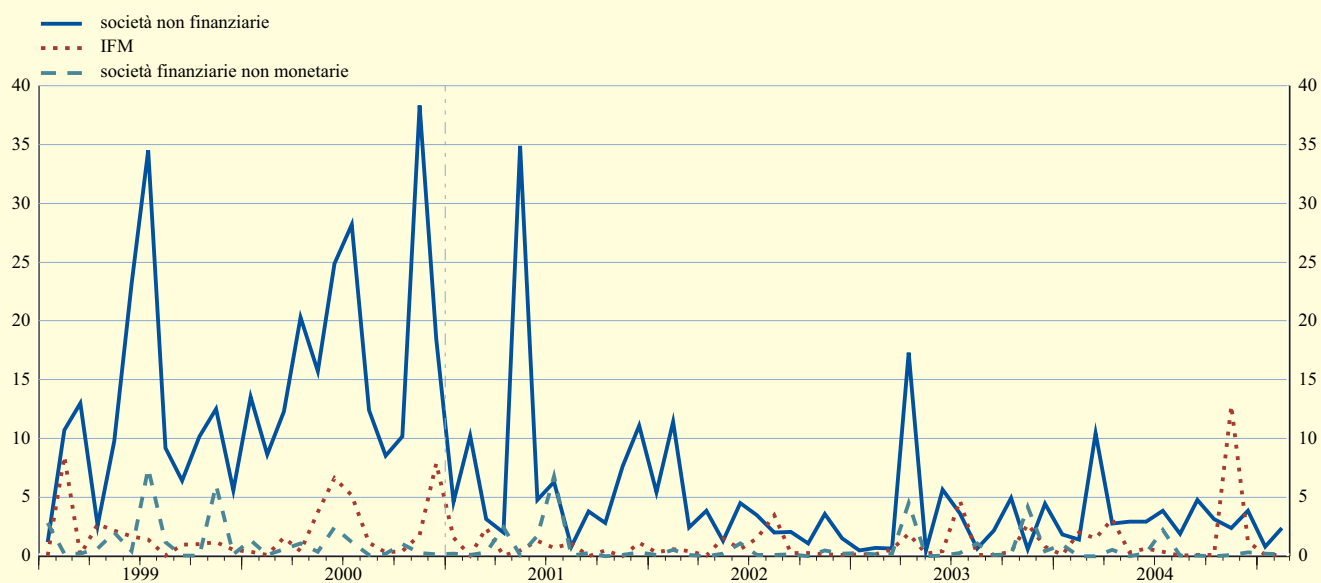
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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	0,5	2,7	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,5	2,7
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
feb.	2,6	0,6	2,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,4	0,5	1,9

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 mar.	0,71	1,91	2,13	2,31	1,94	2,60	0,87	1,96	2,16	3,35	1,97
apr.	0,70	1,96	2,13	2,41	1,96	2,57	0,87	1,97	2,04	3,46	1,95
mag.	0,71	1,86	2,15	2,43	1,94	2,56	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
giu.	0,70	1,87	2,21	2,42	1,96	2,55	0,87	1,99	2,27	3,76	1,97
lug.	0,70	1,90	2,21	2,54	1,94	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,98
ago.	0,72	1,91	2,18	2,67	1,95	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	2,53	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,26	2,05
feb.	0,74	1,94	2,19	2,32	1,97	2,49	0,92	2,04	2,25	3,52	2,03

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 mar.	9,86	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.	9,91	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.	9,81	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.	9,79	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.	9,79	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.	9,86	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	6,97	6,81	8,32	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
feb.	9,66	6,20	6,84	8,19	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	3,99	4,73	4,49

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			Tasso variabile e fino a 1 anno		
		oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7
2004 mar.	5,48	3,95	4,81	4,73	2,95	3,28	4,37
apr.	5,44	3,88	4,75	4,70	3,00	3,28	4,21
mag.	5,41	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
giu.	5,40	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
lug.	5,42	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
ago.	5,44	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
set.	5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,46
ott.	5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
nov.	5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,35	4,31
dic.	5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 gen.	5,40	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,08
feb.	5,32	3,91	4,77	4,36	3,02	3,34	3,82

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)

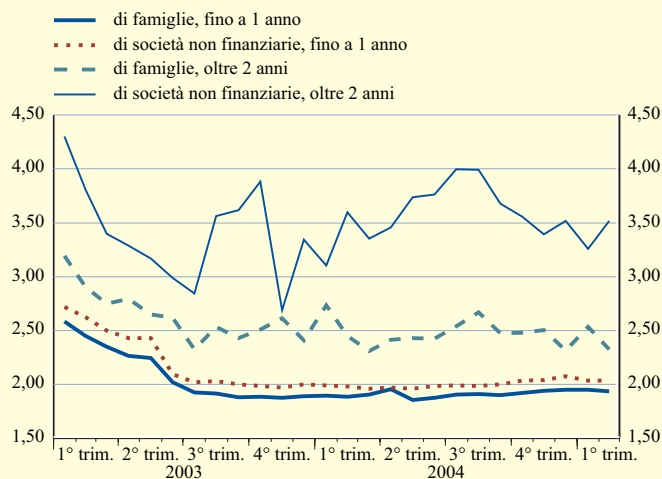
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 mar.	0,71	1,92	3,32	1,94	2,60	0,87	2,08	4,08	1,96
apr.	0,70	1,90	3,31	1,96	2,57	0,87	2,07	4,03	1,94
mag.	0,71	1,89	3,27	1,94	2,56	0,86	2,07	4,04	1,95
giu.	0,70	1,88	3,28	1,96	2,55	0,87	2,09	4,03	1,96
lug.	0,70	1,89	3,26	1,94	2,55	0,86	2,09	4,03	1,97
ago.	0,72	1,90	3,24	1,95	2,53	0,87	2,10	3,99	1,98
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	2,10	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	1,90	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,68	2,01
feb.	0,74	1,91	3,25	1,97	2,49	0,92	2,13	3,67	2,00

5. Tassi d'interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 mar.	4,92	4,79	5,05	8,26	7,25	5,91	4,45	4,05	4,61
apr.	4,86	4,75	5,02	8,27	7,20	5,87	4,43	4,02	4,58
mag.	4,87	4,73	4,99	8,22	7,15	5,83	4,41	3,99	4,54
giu.	4,84	4,71	4,97	8,13	7,15	5,90	4,44	4,00	4,54
lug.	4,84	4,64	4,94	8,16	7,11	5,85	4,44	4,00	4,52
ago.	4,81	4,60	4,91	8,17	7,07	5,86	4,43	3,97	4,51
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	6,97	5,77	4,42	3,90	4,41
feb.	4,62	4,45	4,76	8,06	7,02	5,76	4,40	3,92	4,46

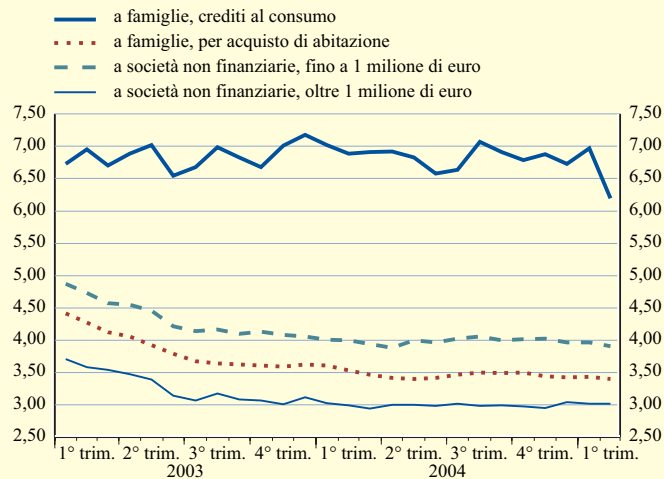
F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

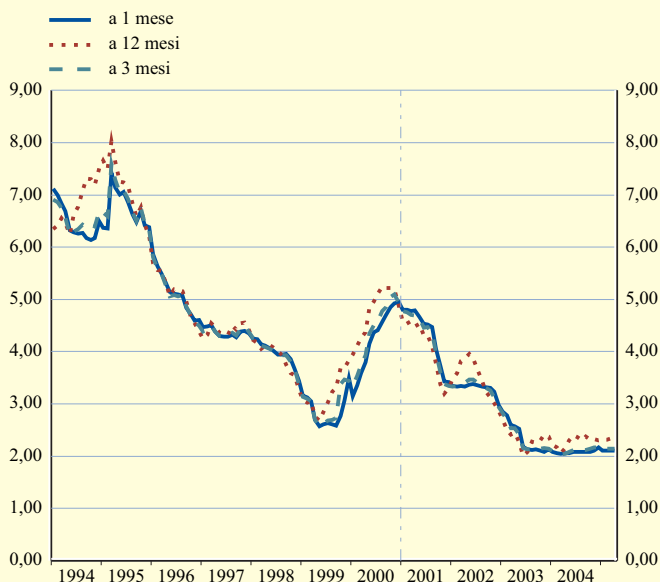
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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 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
apr.	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05

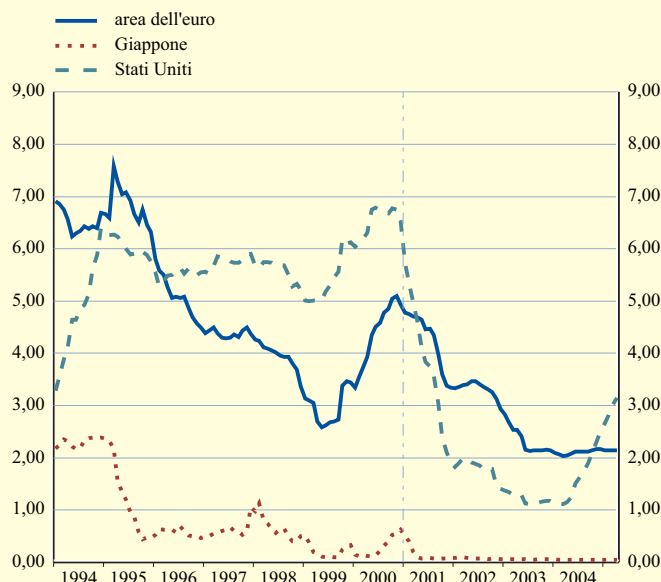
F21 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

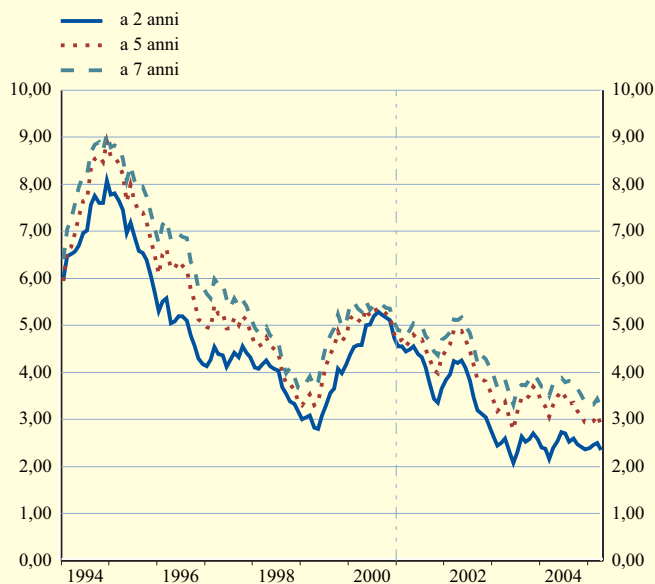
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
apr.	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32

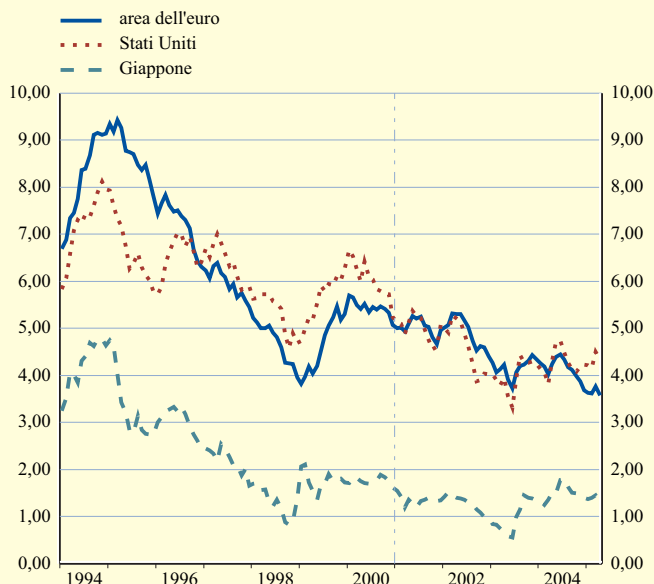
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

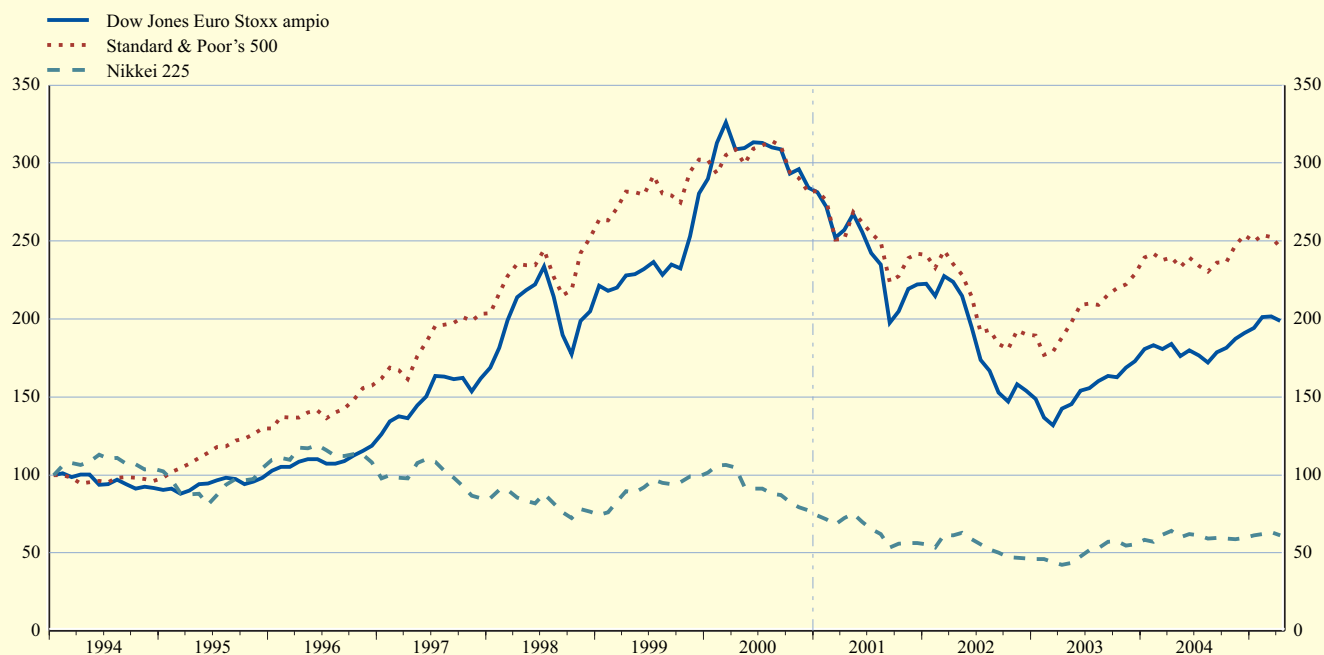
4.8 Indici del mercato azionario

(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	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
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 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
apr.	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2

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	.	.	.	.	.	.
2004 1° trim.	114,4	1,7	1,1	2,6	0,6	1,0	-0,5	0,3	1,2	0,7
2° trim.	115,8	2,3	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,2	0,2	3,3	0,6
3° trim.	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,1	1,9	0,7
4° trim.	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,1	1,8	0,6
2005 1° trim.	116,7	2,0	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2004 nov.	116,4	2,2	2,0	2,7	0,0	-0,1	0,2	0,0	-1,2	0,2
dic.	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,6	0,0	-1,8	0,2
2005 gen.	116,2	1,9	1,6	2,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,3	0,1
feb.	116,6	2,1	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,7	-0,1	1,4	0,2
mar.	117,4	2,1	1,9	2,5	0,4	0,1	0,6	0,1	2,4	0,3
apr. 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
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
2005 1° trim.	1,6	2,3	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,4
2004 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
mar.	1,5	1,6	1,3	2,1	0,4	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,5	3,4

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 (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								
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	1,2	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	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	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	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
4° trim.	107,2	3,8	2,8	5,4	1,1	1,2	1,1	1,2	8,5	3,7	4,0	22,9	1,3	34,5
2005 1° trim.	108,2	4,1	2,8	5,0	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	.	3,8	22,9	1,9	36,6
2004 nov.	107,3	3,7	2,7	5,5	1,1	1,0	1,2	0,9	8,3	-	3,9	21,0	0,4	34,5
dic.	107,0	3,5	2,9	5,4	1,3	1,5	1,1	1,5	7,0	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 gen.	107,7	3,9	2,9	5,5	1,6	1,3	1,3	1,3	8,4	-	3,7	20,7	3,1	33,6
feb.	108,1	4,2	2,9	5,1	1,6	1,3	1,5	1,2	10,0	-	3,9	23,7	3,1	35,2
mar.	108,8	4,2	2,5	4,5	1,7	0,9	1,4	0,8	11,5	-	3,8	24,1	-0,4	40,4
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	22,2	-1,9	41,4

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	3,9	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	110,2	2,7	2,6	3,2	2,6	3,4	2,9	2,4
2004	112,7	2,3	2,4	2,2	2,6	2,4	2,2	2,2
2003 4° trim.	111,1	2,1	2,0	2,6	1,9	2,5	2,5	2,2
2004 1° trim.	111,8	3,0	3,1	2,6	3,5	2,8	2,6	2,3
2° trim.	112,4	2,2	2,3	1,9	2,4	2,0	2,2	2,3
3° trim.	113,0	1,9	1,9	1,7	1,9	2,3	1,9	2,0
4° trim.	113,6	2,4	2,3	2,5	2,7	2,5	2,1	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 stime delle componenti potrebbero non essere 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⁾							
2001	102,5	2,5	3,9	2,4	3,2	0,8	3,4	2,7
2002	104,8	2,2	0,1	0,7	2,6	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	3,9	1,1	3,8	1,9	1,4	3,0
2004	107,9	0,9	-5,9	-1,6	2,6	0,3	2,5	2,2
2003 4° trim.	107,2	1,6	1,4	0,0	3,7	2,0	1,6	2,3
2004 1° trim.	107,5	1,2	-6,0	-0,4	2,1	1,0	2,2	2,7
2° trim.	107,9	0,8	-7,7	-2,9	1,6	-0,5	2,2	3,2
3° trim.	107,9	0,5	-4,6	-2,7	4,0	0,5	3,2	1,0
4° trim.	108,4	1,1	-5,3	-0,2	2,6	0,0	2,3	1,8
	Redditi per occupato							
2001	102,9	2,9	1,9	2,7	3,0	2,8	2,5	3,1
2002	105,5	2,6	3,0	2,5	2,9	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,1	3,2	3,2	2,1	1,6	2,4
2004	110,4	2,2	0,2	2,3	2,7	1,9	1,1	3,1
2003 4° trim.	108,7	2,2	2,4	3,0	3,2	1,8	1,5	2,3
2004 1° trim.	109,7	2,5	-1,3	3,3	3,2	2,0	1,0	3,3
2° trim.	110,4	2,5	-0,8	2,3	2,2	1,5	1,1	4,4
3° trim.	110,5	1,8	2,8	1,6	2,9	2,1	1,5	2,0
4° trim.	111,0	2,0	0,0	1,9	2,4	1,9	0,9	2,9
	Produttività del lavoro ²⁾							
2001	100,3	0,3	-1,9	0,3	-0,2	1,9	-0,9	0,4
2002	100,6	0,3	2,9	1,7	0,3	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-0,8	2,1	-0,6	0,2	0,1	-0,6
2004	102,3	1,3	6,5	3,9	0,1	1,6	-1,3	0,9
2003 4° trim.	101,5	0,6	0,9	3,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
2004 1° trim.	102,1	1,3	5,1	3,8	1,0	1,0	-1,2	0,6
2° trim.	102,3	1,7	7,4	5,4	0,7	2,0	-1,1	1,1
3° trim.	102,4	1,3	7,8	4,5	-1,0	1,6	-1,6	1,0
4° trim.	102,4	0,9	5,6	2,1	-0,2	1,9	-1,3	1,0

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

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

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

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

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2001	6.850,3	6.728,2	3.927,5	1.373,4	1.442,1	-14,7	122,1	2.559,6	2.437,5
2002	7.086,0	6.897,9	4.041,8	1.445,8	1.431,0	-20,7	188,1	2.598,2	2.410,2
2003	7.272,2	7.111,1	4.166,0	1.500,7	1.442,9	1,5	161,1	2.594,4	2.433,3
2004	7.546,5	7.388,1	4.294,1	1.548,4	1.507,0	38,6	158,5	2.771,2	2.612,7
2003 4° trim.	1.841,1	1.798,0	1.050,0	379,0	366,4	2,6	43,1	656,6	613,6
2004 1° trim.	1.863,4	1.816,7	1.062,6	382,3	369,2	2,6	46,8	665,4	618,6
2° trim.	1.884,5	1.839,7	1.068,8	387,5	374,9	8,5	44,9	692,4	647,5
3° trim.	1.894,2	1.859,8	1.076,4	388,1	379,6	15,7	34,4	704,0	669,7
4° trim.	1.904,4	1.871,9	1.086,3	390,5	383,3	11,9	32,5	709,3	676,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	20,0	0,5	2,1	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 4° trim.	0,4	0,9	0,0	0,5	1,2	-	-	0,7	2,0
2004 1° trim.	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,2	-	-	1,4	0,3
2° trim.	0,5	0,3	0,0	0,3	0,5	-	-	3,1	2,9
3° trim.	0,3	0,9	0,1	0,6	0,5	-	-	1,0	2,6
4° trim.	0,2	0,3	0,6	0,2	0,6	-	-	0,3	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,6	0,9	1,9	2,5	-0,3	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,6	-	-	1,9	0,4
2003	0,5	1,2	1,1	1,6	-0,4	-	-	0,4	2,2
2004	2,1	2,0	1,2	1,6	2,1	-	-	6,3	6,5
2003 4° trim.	0,8	1,5	0,6	1,5	0,4	-	-	0,5	2,3
2004 1° trim.	1,5	1,2	1,1	1,8	1,1	-	-	3,4	2,7
2° trim.	2,2	1,6	1,0	1,6	2,0	-	-	7,8	6,6
3° trim.	1,8	2,4	0,8	1,6	2,0	-	-	6,3	8,0
4° trim.	1,6	1,8	1,4	1,4	1,4	-	-	5,9	6,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,1	0,6	0,3	-0,1	0,3	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	-	-
2003 4° trim.	0,8	1,4	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,6	-	-
2004 1° trim.	1,5	1,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,3	-	-
2° trim.	2,2	1,5	0,6	0,3	0,4	0,2	0,6	-	-
3° trim.	1,8	2,3	0,5	0,3	0,4	1,1	-0,5	-	-
4° trim.	1,6	1,7	0,8	0,3	0,3	0,4	-0,1	-	-

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	6.345,1	150,4	1.407,1	351,6	1.349,8	1.720,8	1.365,4	212,2	717,4
2002	6.565,8	147,8	1.431,4	364,5	1.391,0	1.796,3	1.434,9	222,7	742,9
2003	6.736,4	151,5	1.438,4	374,8	1.419,3	1.868,4	1.484,1	231,5	767,3
2004	6.990,2	151,9	1.494,2	393,7	1.457,5	1.957,8	1.535,1	243,4	799,7
2003 4° trim.	1.704,8	38,6	363,6	95,4	358,1	474,5	374,7	58,2	194,5
2004 1° trim.	1.725,0	38,2	367,1	96,5	360,9	481,4	380,9	59,8	198,2
2° trim.	1.747,8	38,2	374,2	98,3	364,3	487,9	384,9	61,3	198,1
3° trim.	1.754,1	37,6	376,5	98,6	365,9	492,3	383,2	60,5	200,6
4° trim.	1.763,4	38,0	376,3	100,3	366,4	496,3	386,1	61,7	202,7
in percentuale del valore aggiunto									
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	20,9	28,0	22,0	-	-
A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2003 4° trim.	0,4	1,8	0,9	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,3
2004 1° trim.	0,7	3,7	0,8	0,5	1,0	0,3	0,6	1,0	0,7
2° trim.	0,7	1,2	1,0	0,3	0,9	0,7	0,4	1,1	-2,0
3° trim.	0,1	0,2	0,0	-0,6	0,4	-0,1	0,2	-0,5	1,6
4° trim.	0,2	0,3	-0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,8	0,2
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2001	1,9	-2,5	0,6	0,0	3,2	2,9	1,7	4,7	0,1
2002	1,0	0,6	0,3	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,4
2003	0,5	-3,3	0,0	-0,6	0,6	1,5	0,6	2,1	1,0
2004	2,2	5,5	2,9	0,9	2,7	1,5	1,8	2,1	0,5
2003 4° trim.	0,8	-1,2	0,9	-0,4	0,6	1,4	0,8	1,1	1,0
2004 1° trim.	1,5	3,1	1,3	0,7	1,7	1,3	1,5	1,6	2,2
2° trim.	2,5	6,0	3,7	0,7	2,7	1,8	1,8	2,8	-0,6
3° trim.	2,0	7,1	2,8	0,2	2,3	1,1	1,7	1,7	0,6
4° trim.	1,8	5,5	1,5	0,4	2,5	1,3	1,8	2,4	0,4
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	2,2	0,1	0,7	0,0	0,6	0,4	0,4	-	-
2003 4° trim.	0,8	0,0	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004 1° trim.	1,5	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,3	-	-
2° trim.	2,5	0,1	0,8	0,0	0,6	0,5	0,4	-	-
3° trim.	2,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,3	0,4	-	-
4° trim.	1,8	0,1	0,3	0,0	0,5	0,4	0,4	-	-

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	100,1	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0	0,0
2004	2,2	102,1	1,9	1,9	1,9	2,9	0,6	-0,1	0,7	2,4	0,2	2,0
2004 1° trim.	1,4	101,3	1,1	1,1	0,8	0,7	0,5	1,0	0,5	2,1	1,4	1,0
2° trim.	3,2	102,2	3,0	3,2	2,7	4,6	1,5	3,0	1,3	2,8	-0,1	3,3
3° trim.	2,9	102,5	2,8	2,9	2,9	5,0	0,4	-0,5	0,5	2,5	-0,1	3,0
4° trim.	1,1	102,2	1,0	0,5	1,1	1,5	-0,2	-3,5	0,4	2,3	-0,2	0,7
2004 set.	3,3	102,8	3,6	3,6	3,3	6,3	0,7	-1,3	1,1	4,5	-0,4	3,7
ott.	1,3	102,3	1,2	1,1	1,3	4,5	-0,8	-2,4	-0,5	-1,0	-1,5	1,2
nov.	-0,5	102,0	0,7	-0,2	0,8	0,7	-0,6	-4,3	0,1	3,5	-1,1	0,1
dic.	2,7	102,3	1,1	0,6	1,2	-0,8	1,1	-3,8	1,9	4,3	2,3	0,7
2005 gen.	.	102,7	2,0	2,6	3,3	2,7	1,5	-2,5	2,2	0,0	.	2,6
feb.	.	102,1	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,1	-4,3	0,7	2,2	.	0,1
variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2004 set.	0,1	-	0,8	0,6	0,4	1,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,4	0,6
ott.	-0,4	-	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-0,7	-0,7
nov.	-0,8	-	-0,3	-0,6	0,0	-1,8	-0,2	-1,3	-0,1	0,5	0,3	-0,5
dic.	1,6	-	0,3	0,5	0,5	-0,6	1,1	0,1	1,3	1,5	3,7	0,5
2005 gen.	.	-	0,3	0,8	0,9	1,2	0,2	0,7	0,1	-2,3	.	0,6
feb.	.	-	-0,5	-1,1	-1,5	-0,8	-0,8	-0,6	-0,8	4,1	.	-1,1

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 (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	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,1	8,4	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	921	1,0
2004 2° trim.	107,4	12,0	106,0	6,3	1,1	102,2	-0,1	-0,4	0,2	-0,3	2,3	927	3,0
3° trim.	105,4	7,6	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,7	1,8	903	-3,5
4° trim.	110,3	10,1	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2005 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	919	0,4
2004 ott.	106,3	0,3	104,6	1,6	0,1	102,2	-0,6	-1,0	-0,4	-1,7	0,7	947	3,9
nov.	108,1	13,3	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,4	0,5	2,5	0,9	953	4,8
dic.	116,6	17,0	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,3	1,1	925	1,8
2005 gen.	108,6	6,8	106,1	5,1	0,7	102,6	-0,7	-0,9	0,1	-1,9	-1,4	920	1,4
feb.	106,0	3,3	107,1	3,6	1,9	102,7	0,8	1,5	0,5	-0,9	0,6	908	-2,2
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	928	1,7
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2004 ott.	-	0,1	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,4	0,2	1,3	-0,1	-	2,2
nov.	-	1,6	-	3,5	0,5	-	0,0	0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-	0,6
dic.	-	7,9	-	0,3	-0,2	-	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,5	-	-2,9
2005 gen.	-	-6,9	-	-2,3	0,5	-	0,4	-0,1	0,9	0,9	-0,2	-	-0,6
feb.	-	-2,3	-	1,0	0,2	-	0,2	0,5	-0,4	-0,8	0,7	-	-1,3
mar.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,2

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 disoc- cupazione 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	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2005 1° trim.	99,0	-6	-15	11	6	81,4	-13	-3	-13	29	-8
2004 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	81,9	-13	-3	-13	28	-7
feb.	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
mar.	97,5	-8	-17	12	6	-	-14	-3	-13	31	-9
apr.	96,5	-9	-19	13	5	80,9	-13	-3	-14	29	-8

	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	11	6	7	18
2004 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
apr.	-14	-20	-7	-8	-11	14	1	8	1	6	17

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

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

5.3 Mercato del lavoro 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	133,570	1,3	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,5	1,4	3,8	1,4
2002	134,350	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,4	-0,6	0,4	2,5	1,8
2003	134,589	0,2	0,2	0,1	-2,3	-1,9	0,0	0,5	1,3	1,2
2004	135,292	0,5	0,3	1,5	-0,7	-1,6	1,1	0,6	2,8	0,7
2003 4° trim.	134,552	0,2	0,1	0,4	-1,8	-2,1	-0,1	0,9	1,2	0,9
2004 1° trim.	134,681	0,3	0,2	0,8	-1,8	-2,4	-0,4	0,8	2,7	0,8
2° trim.	135,024	0,5	0,3	1,5	-1,1	-1,7	0,1	0,7	3,1	0,6
3° trim.	135,266	0,6	0,3	2,0	-0,2	-1,7	2,2	0,4	2,8	0,7
4° trim.	135,472	0,8	0,7	1,6	0,4	-0,6	2,6	0,5	2,6	0,8
variazioni sul trimestre precedente (dest.)										
2003 4° trim.	0,012	0,0	0,0	0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	0,5	0,2
2004 1° trim.	0,129	0,1	0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,2	0,0	1,2	0,3
2° trim.	0,343	0,3	0,1	0,9	0,0	0,2	0,5	0,3	0,5	0,2
3° trim.	0,242	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	0,9	0,3	0,6	0,1
4° trim.	0,206	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,5	0,0	0,4	0,2

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,3		21,7		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	10,955	7,8	8,057	6,6	2,898	16,1	5,005	6,3	5,950	9,9
2002	11,661	8,2	8,675	7,0	2,986	16,7	5,465	6,8	6,195	10,1
2003	12,400	8,7	9,324	7,4	3,076	17,6	5,901	7,3	6,499	10,4
2004	12,706	8,8	9,622	7,6	3,084	17,9	6,078	7,5	6,628	10,5
2004 1° trim.	12,691	8,8	9,545	7,6	3,146	18,1	6,054	7,5	6,637	10,6
2° trim.	12,733	8,9	9,600	7,6	3,133	18,1	6,064	7,5	6,669	10,6
3° trim.	12,715	8,8	9,658	7,6	3,057	17,8	6,041	7,5	6,674	10,6
4° trim.	12,691	8,8	9,684	7,6	3,007	17,7	6,164	7,6	6,527	10,3
2005 1° trim.	12,769	8,8	9,519	7,5	3,250	18,9	6,112	7,5	6,657	10,5
2004 ott.	12,780	8,8	9,752	7,7	3,029	17,8	6,229	7,7	6,552	10,4
nov.	12,636	8,8	9,711	7,6	2,925	17,3	6,212	7,7	6,424	10,2
dic.	12,656	8,8	9,589	7,5	3,067	17,9	6,051	7,5	6,605	10,4
2005 gen.	12,722	8,8	9,501	7,5	3,221	18,7	6,148	7,6	6,574	10,4
feb.	12,782	8,8	9,573	7,5	3,209	18,6	6,054	7,5	6,729	10,6
mar.	12,803	8,9	9,484	7,5	3,319	19,2	6,134	7,6	6,669	10,5

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	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro			Lavoratori dipendenti							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		12	13	14
1996	47,3	46,9	11,8	9,1	2,3	13,3	0,8	17,4	8,6	5,5	2,4	0,4	0,3	42,8
1997	47,6	47,1	12,0	9,1	2,6	13,5	0,7	17,4	8,6	5,5	2,4	0,5	0,4	43,2
1998	47,1	46,8	12,3	9,6	2,3	14,1	0,7	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
1999	47,6	47,3	12,7	9,8	2,6	14,3	0,6	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2000	47,3	47,0	12,9	9,9	2,7	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,4
2001	46,6	46,3	12,5	9,7	2,5	13,8	0,6	15,9	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	42,5
2002	46,0	45,7	12,1	9,5	2,3	13,8	0,4	15,9	8,3	4,7	2,3	0,3	0,3	42,1
2003	46,2	45,4	11,7	9,3	2,1	13,8	0,4	16,1	8,4	4,8	2,3	0,7	0,6	42,2
2004	45,7	45,2	11,6	9,0	2,3	13,9	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,5	0,4	41,9

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	
1996	51,6	47,8	11,1	4,8	5,7	26,1	23,0	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,9
1997	50,2	46,6	11,0	4,8	5,1	25,8	22,9	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,1
1998	49,4	45,6	10,7	4,7	4,7	25,5	22,5	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,6
1999	48,9	45,0	10,6	4,8	4,1	25,4	22,4	2,0	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2000	48,3	44,4	10,5	4,8	4,0	25,1	22,1	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,1	44,3
2001	48,4	44,4	10,5	4,8	3,9	25,2	22,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,5
2002	48,5	44,6	10,6	4,9	3,6	25,5	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,9
2003	49,0	45,0	10,7	5,0	3,4	25,9	23,1	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,6
2004	48,5	44,5	10,6	4,9	3,3	25,7	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2

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
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,4	11,1	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,2	11,0	4,8	5,0	1,8	2,4	8,5	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,8	19,9	10,6	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,5	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2001	-1,8	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,1	20,0	10,5	4,8	5,1	1,8	2,2	8,3	11,8
2002	-2,5	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,1	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,4	12,0
2003	-2,9	-2,3	-0,4	-0,1	0,0	0,6	20,7	10,7	5,0	5,4	1,8	2,3	8,4	12,2
2004	-2,7	-2,3	-0,4	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,6	4,9	5,3	1,8	2,2	8,3	12,2

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 e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

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
1995	74,5	2,8	17,7	8,0	46,0	58,9	30,9	10,8	17,2	15,5
1996	75,8	2,8	17,2	8,0	47,8	59,4	30,6	12,6	16,2	16,4
1997	74,9	2,8	16,2	6,6	49,4	57,1	28,9	14,1	14,1	17,9
1998	73,4	2,7	15,0	5,7	49,9	53,5	26,9	15,0	11,5	19,9
1999	72,5	2,9	14,2	4,3	51,2	49,5	26,4	11,4	11,7	23,1
2000	70,2	2,7	13,2	3,7	50,7	45,0	23,4	10,3	11,3	25,3
2001	69,2	2,7	12,5	3,9	50,1	42,9	22,0	9,7	11,2	26,2
2002	69,1	2,7	11,8	4,6	50,0	40,4	20,5	8,7	11,3	28,7
2003	70,5	2,0	12,4	5,0	51,1	39,9	21,0	9,4	9,6	30,5
2004	70,9	2,1	11,9	4,8	52,0	39,4	20,2	9,6	9,5	31,6

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0
2000	70,2	59,0	6,0	5,0	0,3	8,2	62,1	3,5	15,1	28,5	26,6	68,5	1,8
2001	69,2	57,9	6,2	4,8	0,3	8,6	60,6	2,1	15,7	26,7	26,8	67,7	1,5
2002	69,1	57,6	6,4	4,8	0,3	8,9	60,2	1,9	16,6	25,5	27,1	67,8	1,4
2003	70,5	58,0	6,7	5,2	0,6	8,9	61,5	1,8	15,4	26,6	28,4	69,4	1,0
2004	70,9	58,4	6,8	5,3	0,4	9,9	61,1	0,8	15,6	27,3	28,1	70,0	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
1996	3,9	4,4	-0,2	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	0,7	2,1	1,4
1997	2,0	2,4	0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,4	-0,1	-0,6	1,9	2,1
1998	1,7	2,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,1	-0,7	1,6	2,8
1999	1,9	1,5	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-1,2	3,2	-2,0	0,5	-3,1	3,9
2000	1,1	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,7	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,1	-0,8	-0,7	3,3
2003	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,5	1,0	0,9	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	2,8	1,0	0,0	0,6	2,2

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
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2
1997	2,0	-2,6	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,0
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,7	-0,8	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3
2000	1,1	0,1	1,2	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,7	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,4
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
2003	3,1	-2,9	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3
2004	3,1	-2,7	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-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.	52,1	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	44,5	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	42,6	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	43,9	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	0,6	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	12,8	12,9	15,8	2,0	1,5	0,6	0,4	41,9
3° trim.	44,4	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
4° trim.	50,7	50,1	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,5
2003 1° trim.	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2° trim.	47,1	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,6	1,3	42,8
3° trim.	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	2,0	0,6	0,5	0,3	40,2
4° trim.	51,2	50,0	13,5	14,8	16,7	3,1	0,8	1,2	0,4	45,4
2004 1° trim.	42,6	42,1	9,8	13,2	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	39,0
2° trim.	46,2	45,3	12,4	13,2	15,7	2,1	0,9	0,9	0,7	42,0
3° trim.	43,8	43,4	10,9	12,9	15,7	2,0	0,6	0,5	0,3	39,9
4° trim.	51,4	50,3	13,4	15,0	16,7	3,1	0,7	1,1	0,5	45,7

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	Trasfe- rimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 1° trim.	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	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	5,3
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.	46,0	42,6	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,4	2,0	1,5	-2,9	1,2
2° trim.	47,2	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,5	2,4	1,1	0,5	4,5
3° trim.	47,1	43,3	10,1	4,6	4,0	24,6	21,4	1,5	3,8	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	43,1	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,5	2,0	1,5	-3,9	0,0
2° trim.	47,5	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	3,8	2,6	1,2	-3,3	0,4
4° trim.	52,4	47,8	11,4	5,7	3,5	27,2	23,6	1,5	4,6	2,9	1,6	-1,7	1,9
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	-4,4	-0,8
2° trim.	48,4	44,8	10,7	4,8	3,6	25,9	22,4	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,3
3° trim.	48,0	44,3	10,4	4,7	3,4	25,7	22,2	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,1	-0,7
4° trim.	52,9	47,9	11,3	5,8	3,3	27,6	23,8	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,7	1,6
2004 1° trim.	47,2	43,8	10,5	4,4	3,4	25,5	22,0	1,0	3,4	2,0	1,4	-4,6	-1,2
2° trim.	47,9	44,5	10,6	4,8	3,3	25,7	22,1	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,6
3° trim.	47,3	43,9	10,1	4,5	3,3	25,8	22,2	1,3	3,5	2,5	0,9	-3,5	-0,2
4° trim.	52,7	47,5	11,2	5,8	3,2	27,4	23,6	1,4	5,2	3,2	1,9	-1,3	1,9

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	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	45,2	103,4	27,2	-29,8	-55,6	17,2	62,5	24,5	-47,9	68,6	-2,0	-6,6	12,4	-86,9
2003 4° trim.	14,0	28,8	6,0	-8,0	-12,7	7,5	21,5	-3,9	-8,0	12,9	-3,6	-18,9	13,6	-17,6
2004 1° trim.	16,2	27,7	1,8	-6,4	-7,0	3,4	19,6	5,5	-23,0	11,3	5,3	2,6	9,3	-25,1
2° trim.	3,4	31,4	10,4	-21,7	-16,7	4,0	7,4	11,3	-12,1	27,0	-1,2	0,4	-2,8	-18,6
3° trim.	11,4	23,5	8,8	-3,0	-18,0	4,1	15,5	3,1	1,1	7,2	-1,0	-7,7	3,5	-18,6
4° trim.	14,3	20,8	6,2	1,2	-13,9	5,7	20,0	4,6	-14,0	23,1	-5,1	-2,0	2,5	-24,6
2004 feb.	6,0	9,5	1,1	0,1	-4,7	2,1	8,1	22,4	8,9	15,8	1,3	-12,2	8,6	-30,5
mar.	7,9	13,4	1,4	-2,9	-4,0	1,1	9,1	-3,5	-22,4	-1,0	2,3	13,9	3,7	-5,6
apr.	-1,8	9,7	2,2	-9,6	-4,1	0,8	-1,0	-15,6	-2,0	-5,8	-2,7	-2,4	-2,6	16,6
mag.	0,5	10,2	4,2	-7,9	-6,0	2,3	2,9	15,7	0,0	1,2	-0,3	14,2	0,7	-18,6
giu.	4,7	11,5	3,9	-4,2	-6,6	0,9	5,5	11,1	-10,1	31,6	1,8	-11,3	-0,8	-16,7
lug.	8,3	13,5	3,7	-2,5	-6,4	1,3	9,6	-17,6	-7,2	-40,6	0,6	29,4	0,2	8,0
ago.	3,3	5,2	2,6	0,8	-5,3	1,6	4,9	6,3	5,1	2,5	-4,2	-0,9	3,8	-11,2
set.	-0,1	4,9	2,5	-1,2	-6,3	1,1	1,0	14,4	3,3	45,3	2,5	-36,2	-0,5	-15,4
ott.	3,5	8,9	3,8	-3,6	-5,6	0,6	4,2	-30,1	-12,6	-2,2	-4,1	-12,1	0,9	25,9
nov.	5,3	4,6	1,6	3,5	-4,4	1,0	6,3	25,2	-6,4	-13,0	1,4	43,2	-0,1	-31,5
dic.	5,5	7,3	0,8	1,4	-4,0	4,1	9,6	9,4	5,1	38,3	-2,4	-33,1	1,6	-19,0
2005 gen.	-7,2	0,2	0,5	-4,7	-3,2	-0,8	-8,0	25,9	-11,4	-17,1	-3,8	59,7	-1,6	-17,8
feb.	8,0	6,1	0,6	3,4	-2,2	1,1	9,1	21,6	-4,6	22,6	-0,4	-1,0	5,0	-30,7
flussi cumulati sui 12 mesi														
2005 feb.	37,8	95,6	27,9	-27,7	-58,0	15,2	53,0	62,9	-63,3	61,8	-9,3	63,3	10,3	-115,9

F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

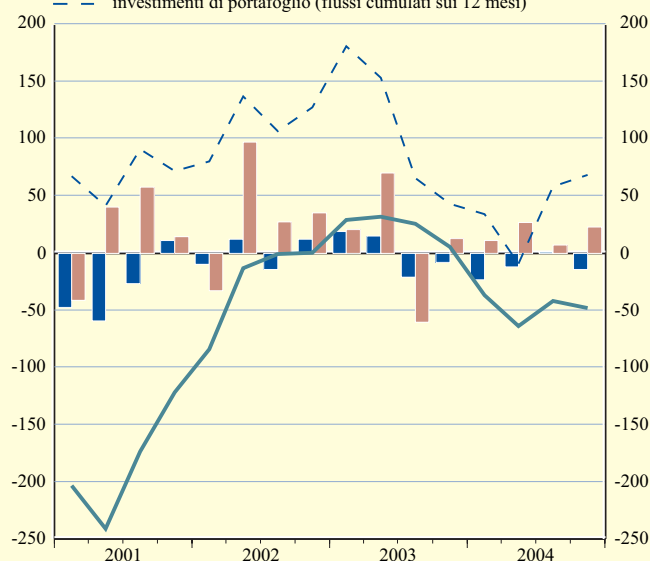
flussi trimestrali
flussi cumulati sui 12 mesi



F27 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)

investimenti diretti (flussi trimestrali)
investimenti di portafoglio (flussi trimestrali)
investimenti diretti (flussi cumulati sui 12 mesi)
investimenti di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

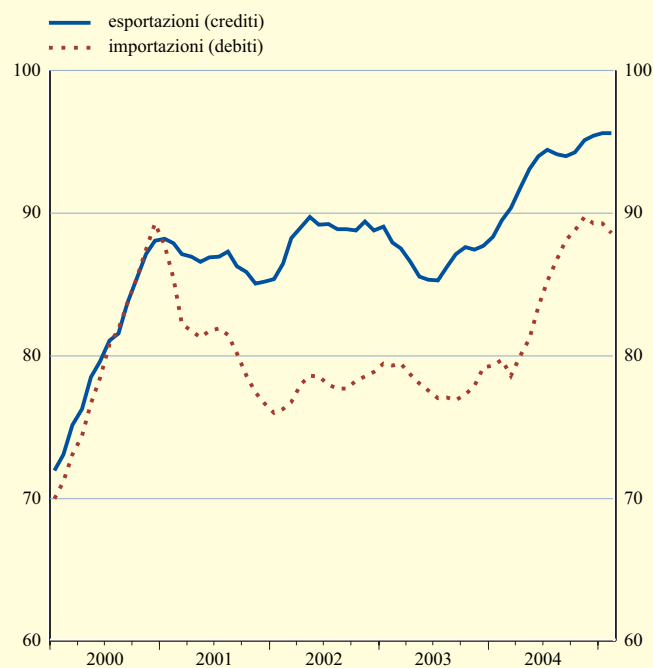
(miliardi di euro; transazioni)

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	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.675,4	1.655,0	20,4	1.039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1.818,1	1.772,8	45,2	1.130,0	1.026,6	355,1	327,9	252,8	282,6	80,2	135,8	23,3	6,1
2003 4° trim.	436,0	422,0	14,0	272,2	243,3	85,9	79,9	58,8	66,8	19,2	31,9	9,3	1,9
2004 1° trim.	431,0	414,8	16,2	266,1	238,4	77,2	75,4	56,1	62,5	31,5	38,5	5,0	1,6
2° trim.	455,9	452,5	3,4	285,0	253,6	89,8	79,4	66,0	87,7	15,0	31,7	5,3	1,3
3° trim.	451,7	440,3	11,4	279,6	256,1	96,4	87,5	60,3	63,3	15,4	33,4	5,6	1,6
4° trim.	479,5	465,2	14,3	299,2	278,4	91,7	85,6	70,3	69,1	18,2	32,2	7,3	1,6
2004 dic.	163,6	158,1	5,5	97,8	90,5	31,6	30,8	25,9	24,5	8,3	12,3	4,9	0,8
2005 gen. feb.	150,2 147,4	157,5 139,4	-7,2 8,0	87,3 91,0	87,0 84,9	26,5 25,7	26,0 25,1	18,9 22,9	23,6 19,5	17,6 7,7	20,8 9,9	1,6 1,5	2,4 0,4
	Dati destagionalizzati												
2003 4° trim.	425,1	417,1	8,0	263,2	237,6	84,0	77,9	56,8	68,9	21,2	32,7	.	.
2004 1° trim.	435,5	421,1	14,4	271,1	235,8	85,4	79,6	59,4	69,9	19,7	35,8	.	.
2° trim.	452,4	435,7	16,7	281,9	250,3	89,1	81,8	61,4	71,2	20,0	32,4	.	.
3° trim.	454,6	450,7	3,9	282,0	264,4	89,7	82,0	63,3	69,5	19,6	34,9	.	.
4° trim.	463,4	456,2	7,2	286,3	267,9	89,2	82,9	68,0	71,7	19,9	33,7	.	.
2004 giu.	151,4	147,6	3,8	94,0	84,6	29,6	27,5	20,7	23,8	7,0	11,6	.	.
lug.	151,0	148,5	2,5	94,8	87,5	29,4	27,2	20,7	22,5	6,0	11,3	.	.
ago.	151,0	149,8	1,2	93,4	88,2	29,8	26,6	20,9	22,9	6,9	12,1	.	.
set.	152,6	152,3	0,3	93,7	88,6	30,6	28,2	21,7	24,0	6,6	11,5	.	.
ott.	154,8	151,0	3,8	95,6	89,5	30,5	27,4	22,1	23,6	6,5	10,6	.	.
nov.	156,6	154,1	2,5	95,9	91,1	29,9	27,7	24,1	24,3	6,6	11,0	.	.
dic.	152,0	151,0	0,9	94,7	87,3	28,8	27,8	21,7	23,8	6,8	12,1	.	.
2005 gen.	155,6	157,3	-1,8	96,2	89,4	30,3	27,5	22,2	26,0	6,9	14,4	.	.
feb.	156,9	151,8	5,1	96,0	89,0	30,2	28,0	23,9	24,0	6,9	10,9	.	.

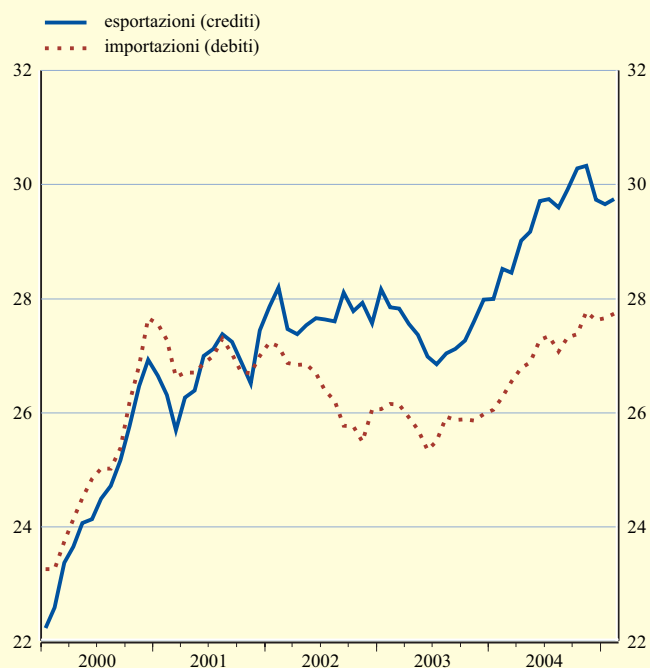
F28 Conto dei beni

(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
2002	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	237,8	276,3	65,7	57,4	11,8	11,4	23,8	56,6	73,9	79,3	62,6	71,6
2003 4° trim.	3,8	1,6	54,9	65,2	14,8	13,3	3,0	2,6	4,7	9,7	16,5	20,8	15,9	18,8
2004 1° trim.	3,7	1,3	52,5	61,2	11,7	13,3	3,2	2,5	4,6	9,3	17,8	18,7	15,1	17,3
2° trim.	3,7	1,6	62,4	86,1	18,2	17,0	3,0	2,7	8,1	26,0	17,6	22,8	15,4	17,6
3° trim.	3,8	1,8	56,6	61,5	14,0	13,8	2,4	2,6	5,7	11,1	19,0	16,5	15,4	17,6
4° trim.	4,0	1,6	66,4	67,5	21,8	13,3	3,1	3,5	5,4	10,2	19,4	21,3	16,7	19,2

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	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-116,9	-124,1	-18,2	-105,9	7,2	0,1	7,1	69,0	69,7	2,4	67,3	-0,7	0,8	-1,5
2003 4° trim.	-35,8	-23,5	-2,1	-21,5	-12,3	0,2	-12,5	27,9	38,6	0,6	38,1	-10,8	0,5	-11,3
2004 1° trim.	-28,4	-22,5	-4,9	-17,6	-5,9	-0,1	-5,8	5,4	13,5	-0,7	14,2	-8,1	-0,3	-7,8
2° trim.	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
3° trim.	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
4° trim.	-44,2	-49,2	-8,5	-40,7	5,0	0,1	5,0	30,2	27,9	1,0	26,8	2,3	-0,1	2,4
2004 feb.	-6,8	-4,3	-1,1	-3,2	-2,5	0,0	-2,4	15,7	5,4	0,3	5,1	10,3	-0,1	10,4
mar.	-11,3	-13,0	-4,1	-8,9	1,8	0,0	1,8	-11,1	1,5	-1,2	2,7	-12,6	-0,1	-12,5
apr.	-15,4	-7,6	-0,4	-7,2	-7,8	0,1	-7,9	13,4	8,6	0,2	8,4	4,8	0,0	4,8
mag.	-2,8	-5,6	0,0	-5,6	2,8	0,0	2,8	2,9	3,1	0,3	2,8	-0,3	0,3	-0,6
giu.	-9,7	-11,6	-3,2	-8,5	2,0	0,0	2,0	-0,5	-1,1	0,0	-1,2	0,7	0,4	0,3
lug.	-18,7	-16,4	0,1	-16,4	-2,3	0,0	-2,3	11,4	11,4	0,2	11,2	0,0	-0,1	0,1
ago.	9,1	-7,3	0,2	-7,5	16,4	0,0	16,4	-4,0	-1,9	0,3	-2,3	-2,1	0,0	-2,0
set.	-6,8	-3,9	-1,3	-2,5	-3,0	0,0	-3,0	10,2	8,3	0,9	7,3	1,9	0,5	1,4
ott.	-29,6	-22,6	0,0	-22,5	-7,0	0,0	-7,0	16,9	9,3	0,2	9,0	7,7	0,0	7,7
nov.	-21,5	-20,3	-13,3	-7,0	-1,3	0,1	-1,4	15,1	8,0	0,3	7,7	7,1	0,0	7,1
dic.	6,9	-6,4	4,8	-11,2	13,4	0,0	13,3	-1,8	10,6	0,5	10,1	-12,4	0,0	-12,4
2005 gen.	-11,2	-7,0	-0,9	-6,1	-4,2	0,0	-4,2	-0,2	3,4	0,2	3,2	-3,6	0,0	-3,6
feb.	-6,3	-3,8	-1,5	-2,3	-2,5	0,0	-2,5	1,7	2,9	0,2	2,8	-1,2	-0,1	-1,2

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
					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				
1	2	3	4		5	6	7		8	9	10		11	12	13
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,8	-51,8	-2,1	121,6	1,2	-80,7	-70,1	-1,1	211,3	-0,1	-43,1	-15,8	0,2	18,0
2003 4° trim.	0,0	-3,6	-21,7	-0,4	45,1	-0,4	-7,3	-19,2	-0,1	30,9	-0,2	-13,1	1,2	1,3	1,2
2004 1° trim.	0,0	-6,0	-24,6	-0,9	20,6	-0,4	-26,3	-17,5	-0,5	54,1	-0,1	-10,6	-10,1	-1,0	32,3
2° trim.	0,0	-12,4	-3,8	-0,7	-4,1	0,3	-10,7	-17,6	-0,1	85,4	0,1	-5,0	-3,5	-2,4	-1,7
3° trim.	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
4° trim.	0,0	-0,9	-19,4	0,1	66,6	0,6	-20,6	-20,0	-0,3	31,9	-0,1	-12,8	3,5	4,3	-5,6
2004 feb.	0,1	-3,1	-6,8	-	17,2	0,0	-1,6	-0,2	-	14,3	-0,2	-5,5	-2,9	-	4,8
mar.	0,0	0,5	-11,0	-	1,9	-0,4	-11,6	-11,0	-	9,8	0,0	10,4	-3,6	-	14,1
apr.	0,0	-1,0	2,6	-	-19,8	0,2	-2,8	-5,3	-	38,8	0,0	-15,3	-3,7	-	0,6
mag.	0,0	-1,8	0,4	-	1,2	0,1	-7,3	-7,3	-	17,6	-0,2	2,6	0,6	-	-4,7
giu.	0,0	-9,7	-6,8	-	14,5	0,0	-0,5	-5,0	-	29,1	0,3	7,6	-0,3	-	2,4
lug.	0,0	-8,9	-0,5	-	10,2	-0,3	-12,9	0,7	-	-9,1	0,3	-19,1	1,4	-	-2,4
ago.	0,0	-4,2	-7,5	-	15,8	0,4	-12,0	-0,7	-	9,8	-0,1	-3,5	-2,2	-	6,8
set.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
ott.	0,0	-3,7	-10,5	-	14,8	0,3	-13,7	-4,4	-	11,9	-0,1	0,6	-0,5	-	3,2
nov.	0,0	-9,1	-5,5	-	23,0	0,4	-6,0	-9,6	-	5,9	0,2	-14,7	4,9	-	-2,5
dic.	0,0	11,9	-3,5	-	28,8	-0,1	-1,0	-6,0	-	14,2	-0,1	1,3	-0,8	-	-6,3
2005 gen.	0,0	-7,1	-8,8	-	10,0	-0,4	-26,0	-2,8	-	5,5	0,2	-3,1	-5,0	-	20,5
feb.	0,0	-16,3	-3,2	-	5,2	-0,2	-3,7	-16,1	-	39,4	0,1	17,1	-2,0	-	2,4

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Banconote, monete e depositi	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività	Banconote, monete e depositi
								Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-289,6	283,0	0,4	7,3	-1,8	-1,9	-2,8	-259,9	246,5	-19,8	0,6	-240,0	245,9	-28,3	-5,8	31,9
2003 4° trim.	-78,9	59,9	-0,7	-0,9	3,2	-	-4,6	-71,3	52,3	-16,5	16,7	-54,8	35,7	-10,0	-	13,1
2004 1° trim.	-178,9	181,5	-0,6	-1,3	-0,6	-0,5	-6,3	-156,0	158,4	-10,4	0,3	-145,6	158,1	-21,7	-16,0	30,7
2° trim.	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9
3° trim.	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7
4° trim.	-74,1	72,2	1,7	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,3	59,3	0,7	-0,8	-75,0	60,0	-5,0	7,4	10,9
2004 feb.	-27,5	15,3	-0,4	-4,3	0,5	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-3,8	-3,6	3,2
mar.	-83,5	97,4	0,2	0,4	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-65,9	68,8	-13,3	-9,5	33,0
apr.	-51,1	48,7	0,6	0,6	-1,5	-1,2	-0,3	-50,4	54,3	-6,3	0,5	-44,1	53,8	0,2	5,0	-6,0
mag.	12,2	2,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,5	17,6	10,3	3,6	3,5	14,0	6,8	-5,1	6,3	-8,6
giu.	20,3	-31,6	0,5	1,3	-3,3	-3,6	2,9	27,4	-42,4	0,4	2,7	27,1	-45,2	-4,4	-1,2	6,7
lug.	57,3	-27,8	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,1	-12,7	3,1	-7,8	43,0	-4,9	11,8	2,7	-16,2
ago.	-31,8	30,9	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,3	18,8	-5,7	2,3	-25,5	16,5	-0,1	-1,2	11,8
set.	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7
ott.	-15,7	3,6	0,1	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,8	-0,2	8,3	5,3	-18,1	-5,5	-8,1	-0,7	2,4
nov.	-67,1	110,3	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,1	97,2	-0,3	3,3	-59,7	93,9	-7,1	-1,8	10,0
dic.	8,7	-41,7	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,4	-37,7	-7,3	-9,4	2,9	-28,3	10,2	9,9	-1,6
2005 gen.	-50,9	110,5	0,7	3,9	-1,3	-1,0	2,6	-33,9	97,7	-15,1	16,6	-18,8	81,1	-16,4	-13,4	6,3
feb.	-60,2	59,2	0,2	-3,5	-1,5	0,6	-4,2	-58,0	60,0	-10,2	2,7	-47,8	57,2	-1,0	4,9	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
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	0,0	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
2003 4° trim.	-0,7	0,0	-0,9	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,2	-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	-6,0	-0,3
2° trim.	0,9	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,5	0,4	-4,9	-0,4	0,0	2,8	0,2
3° trim.	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,1	0,1
4° trim.	1,7	0,0	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-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
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-50,7	-	-	-3,7	-3,7	26,2	6,6
2003	-154,2	-0,5	136,3	-0,1	0,2	-81,2	-	-	-3,0	3,4	22,7	-0,7
2004	-256,8	-3,1	243,6	2,9	-4,8	-18,3	-12,5	-5,8	-5,2	8,8	22,7	0,4
2003 4° trim.	-70,7	-0,6	52,1	0,2	-1,0	-8,3	-	-	-0,7	2,4	11,7	-1,1
2004 1° trim.	-153,5	-2,6	156,8	1,6	-2,8	-17,2	-1,2	-16,0	-1,6	4,8	25,3	0,5
2° trim.	-4,7	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-5,1	-15,3	10,1	-1,0	1,6	-7,4	-2,1
3° trim.	-22,5	-1,7	5,0	1,5	1,9	6,6	14,0	-7,4	-0,9	-0,2	-4,1	2,7
4° trim.	-76,1	1,8	59,6	-0,3	-0,7	-2,6	-10,0	7,4	-1,7	2,7	8,9	-0,7

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
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	30,0	1,7	0,0	-1,6	29,9	-1,8	1,6	0,0	23,2	6,9	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,8	-3,8	3,7	0,5	17,8	-11,4	0,0	0,0
2003 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.	9,3	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	-0,1	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.	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0
4° trim.	2,5	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	0,0	3,3	-2,8	0,0	0,0

Fonte: BCE.

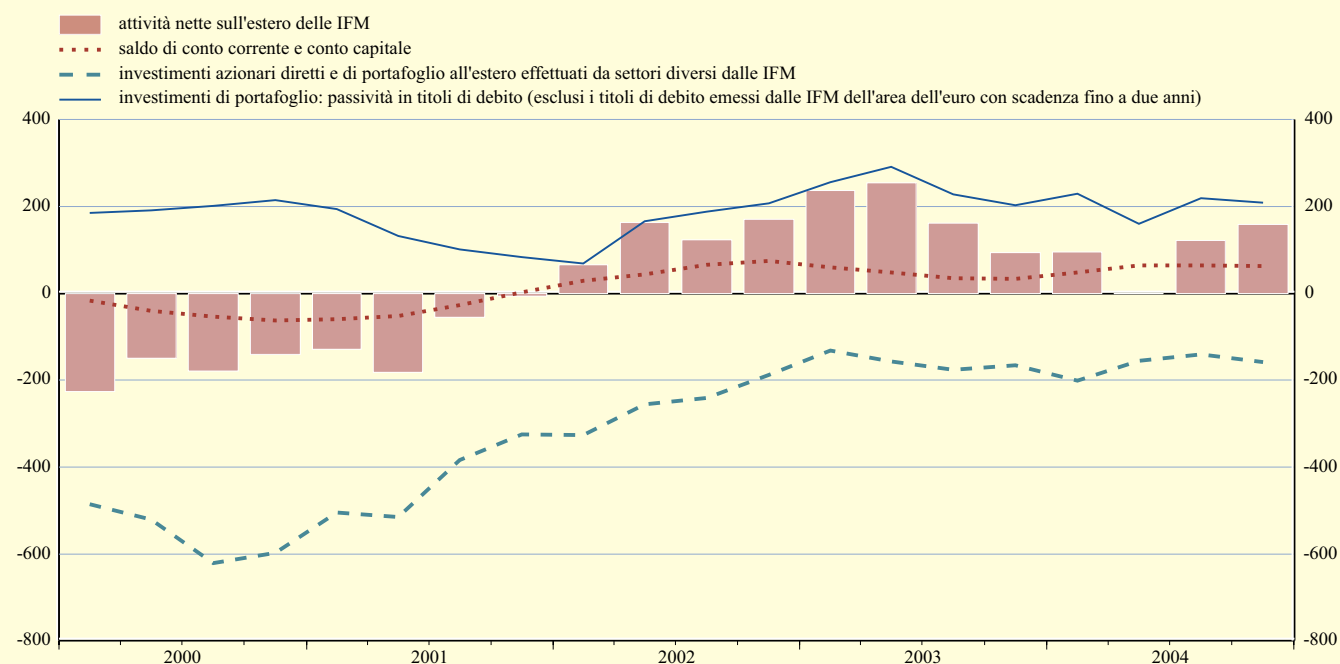
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,7
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,0
2004	62,5	-98,8	68,2	-137,7	111,5	209,4	-30,1	29,2	-2,0	-86,9	125,1	158,6
2003 4° trim.	21,5	-33,9	27,3	-39,7	41,5	23,5	-6,9	8,5	-3,6	-17,6	20,6	20,5
2004 1° trim.	19,6	-23,4	5,7	-52,1	4,3	79,1	-22,2	24,3	5,3	-25,1	15,4	36,4
2° trim.	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,0
3° trim.	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,7
4° trim.	20,0	-35,7	30,3	-35,9	74,0	12,9	-1,5	9,2	-5,1	-24,6	43,5	57,4
2004 feb.	8,1	-5,7	15,8	-9,9	17,2	14,7	-3,4	3,0	1,3	-30,5	10,7	9,0
mar.	9,1	-7,1	-11,0	-25,5	-6,4	23,8	-14,0	31,5	2,3	-5,6	-3,1	6,7
apr.	-1,0	-15,1	13,3	-6,4	-22,7	32,2	-1,3	-6,3	-2,7	16,6	6,8	7,1
mag.	2,9	-2,7	2,5	-6,4	4,5	10,1	-5,3	-8,2	-0,3	-18,6	-21,5	-21,2
giu.	5,5	-6,5	-0,8	-12,1	13,9	30,4	-7,7	9,6	1,8	-16,7	17,5	14,2
lug.	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,5
ago.	4,9	8,9	-4,0	-10,3	15,5	17,9	-0,3	11,9	-4,2	-11,2	29,1	30,3
set.	1,0	-5,5	9,7	-16,0	16,1	37,0	-3,3	5,3	2,5	-15,4	31,3	34,9
ott.	4,2	-29,5	17,0	-15,4	13,4	12,3	-6,1	2,6	-4,1	25,9	20,2	20,4
nov.	6,3	-8,3	15,2	-10,2	27,0	0,7	-7,4	11,0	1,4	-31,5	4,1	10,1
dic.	9,6	2,2	-1,8	-10,3	33,6	0,0	12,0	-4,4	-2,4	-19,0	19,2	26,9
2005 gen.	-8,0	-10,3	-0,2	-16,7	7,1	20,9	-17,6	8,9	-3,8	-17,8	-37,6	-22,3
feb.	9,1	-4,8	1,8	-21,3	12,3	38,3	-2,5	2,7	-0,4	-30,7	4,5	14,0
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2005 feb.	53,0	-97,6	53,0	-149,1	120,2	213,2	-42,0	47,9	-9,3	-115,9	73,5	120,6

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

(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 1° trim. al 4° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	1.818,1	673,0	35,9	59,1	366,6	154,1	57,3	24,0	48,2	125,5	311,8	635,7
Beni	1.130,0	395,5	25,1	41,3	202,5	126,2	0,3	14,6	33,0	64,6	171,9	450,4
Servizi	355,1	130,5	7,3	10,0	92,6	16,5	4,1	4,6	10,2	35,8	73,3	100,7
Redditi	252,8	88,0	3,1	7,3	62,3	10,1	5,3	4,2	4,7	18,9	59,6	77,4
di cui: redditi da capitale	237,8	83,2	3,0	7,1	60,8	9,9	2,4	4,2	4,6	12,7	57,9	75,2
Trasferimenti correnti	80,2	59,0	0,4	0,5	9,2	1,3	47,6	0,6	0,3	6,3	7,0	7,1
Conto capitale	23,3	20,9	0,0	0,0	0,6	0,1	20,2	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
Debiti												
Conto corrente	1.772,8	597,3	34,3	57,0	293,4	130,4	82,2	18,3	84,3	119,8	265,2	688,0
Beni	1.026,6	309,9	24,3	38,5	141,9	105,3	0,0	8,6	52,2	52,3	111,4	492,1
Servizi	327,9	101,6	6,1	7,7	68,5	19,1	0,2	4,8	6,8	30,2	74,4	110,0
Redditi	282,6	96,8	3,5	10,0	75,1	4,3	3,8	3,3	24,9	32,0	69,2	56,5
di cui: redditi da capitale	276,3	93,6	3,5	9,9	74,1	2,3	3,8	3,2	24,7	31,5	68,4	55,0
Trasferimenti correnti	135,8	89,0	0,3	0,8	7,9	1,6	78,3	1,7	0,4	5,3	10,1	29,5
Conto capitale	6,1	0,9	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
Saldo												
Conto corrente	45,2	75,7	1,6	2,1	73,2	23,7	-24,9	5,7	-36,1	5,7	46,6	-52,3
Beni	103,4	85,5	0,8	2,8	60,7	20,9	0,3	6,0	-19,2	12,3	60,5	-41,6
Servizi	27,2	28,9	1,2	2,3	24,1	-2,6	4,0	-0,2	3,3	5,5	-1,2	-9,2
Redditi	-29,8	-8,8	-0,5	-2,8	-12,8	5,7	1,5	1,0	-20,2	-13,1	-9,6	20,9
di cui: redditi da capitale	-38,6	-10,3	-0,5	-2,8	-13,3	7,7	-1,4	1,0	-20,1	-18,8	-10,6	20,3
Trasferimenti correnti	-55,6	-30,0	0,1	-0,3	1,3	-0,4	-30,7	-1,1	-0,1	1,0	-3,1	-22,3
Conto capitale	17,2	20,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,1	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 1° trim. al 4° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-47,9	-20,4	2,9	-3,1	-18,3	-2,0	0,1	-0,2	-10,0	10,6	20,3	-23,2	-24,9
All'estero	-116,9	-56,3	1,4	-6,2	-43,7	-7,8	0,0	1,8	-14,0	3,6	6,3	-28,1	-30,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-124,1	-54,3	-0,9	-6,2	-33,4	-13,7	0,0	1,9	-11,4	1,0	-18,1	-21,8	-21,5
Debito	7,2	-2,0	2,4	0,0	-10,3	5,9	0,0	-0,2	-2,7	2,6	24,4	-6,3	-8,7
Nell'area dell'euro	69,0	35,8	1,4	3,1	25,4	5,8	0,1	-1,9	4,0	7,0	14,0	4,9	5,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	69,7	40,7	1,1	2,5	36,0	1,0	0,1	-2,4	1,8	3,9	15,9	8,5	1,2
Debito	-0,7	-4,8	0,3	0,6	-10,5	4,8	0,0	0,5	2,2	3,0	-1,9	-3,6	4,0

Fonte: BCE.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero (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 1° trim. al 4° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-282,2	-108,8	0,9	-8,2	-81,6	-14,6	-5,2	-4,6	-42,9	1,5	-55,0	-34,5	-37,8
Azioni e altre partecipazioni	-73,6	-8,6	3,1	-0,5	-9,9	-1,2	-0,1	-2,4	-17,4	2,0	-20,4	-13,7	-13,1
Titoli di debito	-208,6	-100,2	-2,3	-7,7	-71,8	-13,4	-5,1	-2,2	-25,6	-0,5	-34,6	-20,8	-24,7
Obbligazioni e notes	-149,5	-76,1	-0,3	-6,6	-52,2	-11,4	-5,6	-2,5	-8,9	-0,9	-34,2	0,5	-27,3
Strumenti di mercato monetario	-59,1	-24,1	-1,9	-1,1	-19,6	-2,1	0,6	0,3	-16,7	0,4	-0,4	-21,3	2,7

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 1° trim. al 4° trim. 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	-6,6	-101,7	6,9	-18,3	-90,1	-5,2	5,0	-0,1	10,0	19,7	61,1	-26,7	5,1	26,0
Attività	-289,6	-247,4	3,5	-26,0	-206,3	-18,5	-0,2	-1,8	6,0	-5,1	-3,4	-25,7	-3,3	-8,8
Amministrazioni pubbliche	-1,8	-1,7	-1,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	1,8
IFM	-259,5	-224,8	5,1	-23,6	-189,2	-17,6	0,5	-0,8	5,4	-4,8	-5,5	-13,5	-1,2	-14,2
Altri settori	-28,3	-20,9	-0,5	-2,4	-16,9	-1,0	-0,1	-1,0	0,6	-0,3	2,0	-12,1	-0,2	3,7
Passività	283,0	145,7	3,4	7,7	116,2	13,3	5,2	1,7	4,0	24,8	64,6	-1,0	8,4	34,8
Amministrazioni pubbliche	-2,8	-1,7	0,0	0,1	1,0	0,0	-2,8	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,0	0,2	0,5
IFM	253,8	137,2	3,1	6,5	110,0	11,7	5,9	1,1	2,1	20,4	53,9	-3,5	8,5	33,9
Altri settori	31,9	10,2	0,2	1,1	5,2	1,6	2,0	0,5	2,5	4,9	11,2	2,5	-0,2	0,4

5. Posizione patrimoniale sull'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 sull'estero (include le riserve ufficiali)

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

1. Riepilogo della posizione patrimoniale sull'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							
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
2004 1° trim.	-693,6	-9,2	130,3	-858,1	-9,0	-265,2	308,4
2° trim.	-706,4	-9,3	134,4	-842,3	-10,2	-290,5	302,2
3° trim.	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
4° trim.	-815,8	-10,8	74,2	-910,6	-13,6	-246,4	280,6
Attività							
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
2004 1° trim.	8.285,6	109,6	2.158,1	2.796,4	170,0	2.852,7	308,4
2° trim.	8.317,6	110,0	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
3° trim.	8.429,8	111,5	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
4° trim.	8.461,1	111,9	2.199,5	2.931,5	165,7	2.883,8	280,6
Passività							
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	117,3	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 1° trim.	8.979,2	118,8	2.027,8	3.654,5	179,0	3.117,9	-
2° trim.	9.024,0	119,4	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
3° trim.	9.143,9	120,9	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
4° trim.	9.276,9	122,7	2.125,3	3.842,1	179,3	3.130,2	-

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
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
2004 1° trim.	1.683,3	123,6	1.559,8	474,7	1,7	473,0	1.479,0	37,6	1.441,4	548,8	2,8	546,0
2° trim.	1.709,1	124,9	1.584,1	479,6	1,5	478,1	1.494,5	38,3	1.456,3	559,8	3,6	556,2
3° trim.	1.757,4	124,3	1.633,1	444,6	1,5	443,1	1.515,4	42,1	1.473,2	574,6	4,0	570,7
4° trim.	1.764,3	128,5	1.635,8	435,2	1,7	433,5	1.550,0	41,3	1.508,7	575,3	3,8	571,5

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

	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito									
	Attività				Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario					
					Attività				Attività					
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
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
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
2004 1° trim.	1,9	60,7	13,2	1.073,1	1.643,1	7,6	513,2	8,5	869,9	1.783,0	1,2	195,0	1,7	50,6
2° trim.	1,8	73,7	14,1	1.075,5	1.620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1.819,2	1,1	198,4	4,0	55,7
3° trim.	1,8	75,3	14,4	1.063,8	1.632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1.891,1	0,9	212,0	4,7	57,8
4° trim.	1,8	76,3	14,6	1.105,3	1.754,2	6,1	547,6	8,9	896,1	1.893,5	1,0	217,1	0,4	56,4

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(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
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
2004 1° trim.	5,4	0,6	64,6	0,2	1,4	56,0	50,5	5,5	39,0	0,0	36,0	2,8
2° trim.	4,3	0,6	66,0	0,2	1,4	60,6	50,2	10,5	39,5	0,0	39,0	3,5
3° trim.	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3
4° trim.	4,5	0,6	71,3	0,2	1,4	61,1	53,7	7,4	38,9	0,0	41,0	3,5

	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
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
2004 1° trim.	1.938,3	27,7	2.429,4	34,7	165,8	519,8	190,4	329,5	98,8	108,5	393,2	48,4
2° trim.	1.943,5	25,1	2.458,8	32,8	169,9	509,0	189,2	319,8	100,4	111,0	385,7	47,5
3° trim.	1.946,2	29,1	2.437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0
4° trim.	1.955,4	27,6	2.426,9	37,3	165,4	526,3	199,6	326,7	102,7	107,5	395,5	47,0

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
														Attività	Passività	
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell' FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 3° trim.	298,5	131,4	392,200	4,6	20,5	142,1	8,4	31,2	102,5	0,4	66,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-8,5
4° trim.	280,6	125,4	389,998	3,9	18,6	132,7	12,5	25,5	94,6	0,4	58,2	35,9	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
mar.	284,9	127,7	387,359	4,0	17,4	135,7	7,6	27,8	100,3	-	-	-	-0,1	0,0	21,4	-15,1
	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 3° trim.	38,0	8,2	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	0,0	11,0	10,9	0,0	0,0	2,0	-1,0
4° trim.	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	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
mar.	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,9

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	289,3	932,6	1.014,6	579,1	178,8	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.084,0	512,5	227,9	309,5	949,6	984,8	559,5	163,2	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,8	300,3	924,6	988,0	554,2	164,2	240,9	715,5	109,1
2004	8,5	8,7	1.145,5	539,3	241,6	309,5	988,5	1.072,3	595,1	177,7	252,0	759,8	128,0
2003 3° trim.	-2,2	-1,0	265,4	125,8	56,5	75,4	232,8	243,1	135,5	39,6	60,3	176,5	26,8
4° trim.	-0,4	1,5	269,5	125,8	57,5	76,3	233,2	249,7	138,8	42,1	61,5	180,5	27,0
2004 1° trim.	4,7	-0,2	277,8	130,6	58,8	75,9	241,6	251,6	137,8	42,0	62,2	182,6	26,2
2° trim.	11,8	8,9	286,8	134,7	59,7	78,8	246,0	263,4	145,7	44,6	62,2	186,4	29,3
3° trim.	8,8	14,4	289,1	136,9	61,2	78,4	249,6	277,2	156,3	44,9	64,0	194,0	36,2
4° trim.	8,7	12,1	291,8	137,0	62,0	76,5	251,2	280,0	155,3	46,2	63,5	196,8	36,3
2004 set.	6,4	14,3	96,3	45,2	20,4	26,1	83,3	92,5	52,1	15,2	21,2	64,9	12,8
ott.	3,1	7,2	96,3	45,2	20,7	25,4	82,9	93,5	50,9	15,3	21,4	65,0	12,9
nov.	14,4	18,2	98,1	45,9	20,6	25,9	84,1	94,2	52,7	15,7	21,3	66,6	12,1
dic.	9,3	11,2	97,4	45,8	20,7	25,1	84,2	92,3	51,7	15,2	20,8	65,2	11,2
2005 gen.	6,8	11,1	97,3	45,8	20,1	25,5	85,3	92,3	49,6	14,7	20,7	65,8	11,2
feb.	4,2	9,4	96,8	45,5	20,4	25,7	83,4	91,8	49,7	14,4	20,9	65,1	10,6
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	108,5	107,8	105,5	98,8	99,3	96,3	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	114,9	108,3	98,3	98,9	89,5	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,8	109,2	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,4	6,0	117,8	113,6	118,2	118,3	117,2	107,6	102,2	104,7	116,5	106,0	104,6
2003 3° trim.	0,8	2,4	109,8	106,8	110,3	115,5	110,4	101,0	99,7	92,5	111,0	99,4	109,5
4° trim.	3,0	5,5	111,9	107,3	112,0	117,1	111,2	103,9	101,8	98,2	113,7	101,9	106,7
2004 1° trim.	7,6	4,7	115,9	112,0	115,9	117,0	115,8	105,3	101,2	99,3	116,0	103,5	101,2
2° trim.	11,3	5,7	117,9	113,7	116,4	119,9	116,6	106,6	101,7	104,3	115,4	104,2	100,1
3° trim.	7,5	8,3	118,0	114,4	118,8	119,3	117,7	109,0	104,2	105,0	117,5	107,2	113,1
4° trim.	7,3	5,4	119,6	114,1	121,5	116,9	118,7	109,6	101,9	110,0	117,3	109,3	103,8
2004 set.	5,5	8,8	118,1	113,7	118,8	119,2	117,8	108,9	103,8	107,5	117,2	107,9	118,0
ott.	2,1	0,0	118,6	113,5	121,0	116,8	117,8	109,1	99,2	109,0	119,0	108,3	106,4
nov.	12,0	10,8	119,9	113,7	120,9	118,5	118,7	110,0	103,1	112,2	118,0	110,8	102,5
dic.	8,2	5,7	120,1	115,0	122,7	115,3	119,7	109,6	103,4	109,0	114,8	108,7	102,5
2005 gen.	5,0	6,6	119,5	114,5	117,6	116,8	120,6	111,1	101,8	106,6	114,6	110,1	110,1
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	101,4	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	0,1	2,5	97,0	96,4	94,5	99,5	96,3	97,2	98,5	92,7	97,9	96,3	99,4
2003 3° trim.	-3,0	-3,3	96,5	95,6	94,6	99,3	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,8
4° trim.	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,0	95,7	93,8	92,2	93,7	98,1	95,2	82,4
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,7	98,6	95,3	93,3	92,2	92,4	97,1	94,8	84,4
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,7	100,0	96,3	96,5	97,0	93,3	97,7	96,2	95,3
3° trim.	1,3	5,7	97,7	97,2	95,2	99,9	96,9	99,3	101,5	93,6	98,8	97,3	104,1
4° trim.	1,4	6,4	97,4	97,5	94,3	99,6	96,6	99,8	103,2	91,7	98,1	96,8	113,9
2004 set.	0,8	5,1	97,6	97,0	95,1	99,8	96,9	99,5	102,0	92,4	98,2	96,9	105,8
ott.	0,9	7,2	97,2	97,1	94,7	99,3	96,4	100,4	104,3	91,8	97,6	96,7	118,8
nov.	2,1	6,7	98,0	98,5	94,4	99,8	97,0	100,3	103,7	92,0	98,2	97,0	115,9
dic.	1,0	5,1	97,1	97,1	93,6	99,5	96,4	98,7	101,5	91,3	98,4	96,7	106,9
2005 gen.	1,7	4,3	97,4	97,5	94,6	99,6	96,9	97,3	99,0	90,2	98,2	96,4	99,6
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,2
2002	1.084,0	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	1.145,5	25,5	41,7	203,0	126,7	35,5	66,1	31,8	173,5	40,2	33,0	149,5	63,4	40,2	115,6
2003 3° trim.	265,4	6,3	9,7	48,1	30,4	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,5
4° trim.	269,5	6,1	9,8	49,6	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,2	15,1	8,9	27,6
2004 1° trim.	277,8	6,1	10,1	49,4	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,7	15,2	9,6	27,5
2° trim.	286,8	6,3	10,4	50,5	31,6	9,0	16,3	8,2	43,9	10,4	8,0	36,9	15,7	9,9	29,7
3° trim.	289,1	6,4	10,5	51,7	31,2	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,7	16,7	10,3	27,5
4° trim.	291,8	6,6	10,7	51,4	32,7	9,1	17,1	7,7	43,8	10,1	8,1	37,3	15,8	10,4	30,9
2004 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.	96,3	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	9,8
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	10,7
dic.	97,4	2,2	3,6	16,4	10,7	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,3	3,4	10,5
2005 gen.	97,3	2,2	3,5	16,6	11,6	3,2	5,9	2,7	14,7	3,4	2,8	13,7	5,5	3,7	7,8
feb.	96,8	2,2	3,4	17,3	10,7	3,2	5,6	2,5	14,5	3,4	2,8	12,4	5,5	3,7	9,7
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	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	57,6	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	142,7	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	1.072,3	24,3	39,4	141,7	107,7	56,0	53,4	22,7	113,4	91,6	53,4	162,8	71,9	44,7	89,2
2003 3° trim.	243,1	5,8	9,1	33,6	25,4	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,4	17,0	9,7	20,7
4° trim.	249,7	5,9	9,4	34,5	26,8	11,9	12,3	5,0	26,6	20,0	12,9	35,9	16,5	10,6	21,4
2004 1° trim.	251,6	6,0	9,4	33,8	26,9	12,3	12,8	5,1	26,1	20,7	13,4	35,4	16,5	10,7	22,4
2° trim.	263,4	5,8	9,8	34,6	26,3	13,6	13,2	5,5	29,9	22,2	12,8	41,1	17,0	10,8	20,7
3° trim.	277,2	6,2	10,1	37,3	26,9	14,3	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	43,2	18,9	11,5	22,9
4° trim.	280,0	6,2	10,1	36,0	27,6	15,8	13,7	6,1	28,5	25,0	13,4	43,1	19,5	11,7	23,2
2004 set.	92,5	2,1	3,4	12,3	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,5	14,2	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.	94,2	2,2	3,4	12,2	9,2	5,5	4,6	2,0	9,5	8,5	4,6	14,7	6,8	3,9	7,0
dic.	92,3	1,9	3,3	11,4	9,3	5,2	4,5	2,0	9,6	8,3	4,4	15,3	6,2	3,9	6,7
2005 gen.	92,3	2,0	3,3	11,8	9,3	4,8	4,5	2,1	9,5	8,5	4,4	12,7	6,3	4,0	8,9
feb.	91,8	2,0	3,3	12,2	9,1	5,5	4,4	2,0	9,5	8,6	4,3	13,5	6,5	4,0	6,8
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,1	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,3
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	99,2	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	19,6
2003	70,7	1,1	1,8	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	17,1
2004	73,3	1,2	2,3	61,3	18,9	-20,5	12,7	9,1	60,1	-51,4	-20,4	-13,3	-8,5	-4,6	26,4
2003 3° trim.	22,3	0,5	0,6	14,5	5,0	-4,0	2,9	1,7	14,3	-9,5	-4,8	-0,2	-1,9	-0,6	3,7
4° trim.	19,7	0,2	0,4	15,0	2,8	-4,6	3,6	1,8	14,8	-11,0	-4,8	-1,6	-1,4	-1,6	6,2
2004 1° trim.	26,3	0,1	0,7	15,6	4,2	-4,2	2,8	2,8	16,4	-10,9	-5,0	1,3	-1,4	-1,1	5,0
2° trim.	23,4	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,2	-1,2	-1,0	9,0
3° trim.	11,8	0,2	0,4	14,4	4,4	-5,0	3,5	2,0	14,4	-13,7	-5,3	-4,6	-2,2	-1,3	4,6
4° trim.	11,8	0,4	0,6	15,4	5,1	-6,7	3,3	1,6	15,3	-14,9	-5,2	-5,8	-3,7	-1,2	7,7
2004 set.	3,9	0,1	0,2	5,0	1,5	-2,1	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,7	-1,8	-0,8	-0,4	2,1
ott.	2,8	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.	3,9	0,0	0,2	5,4	1,7	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,4	-1,6	-0,2	3,7
dic.	5,1	0,3	0,2	5,0	1,4	-2,1	1,3	0,6	5,2	-4,9	-1,6	-2,7	-0,8	-0,5	3,7
2005 gen.	5,0	0,1	0,2	4,9	2,2	-1,6	1,4	0,6	5,1	-5,1	-1,6	1,0	-0,8	-0,3	-1,2
feb.	5,1	0,2	0,1	5,1	1,7	-2,3	1,2	0,5	4,9	-5,2	-1,6	-1,1	-1,0	-0,3	2,9

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

8

TASSI DI CAMBIO

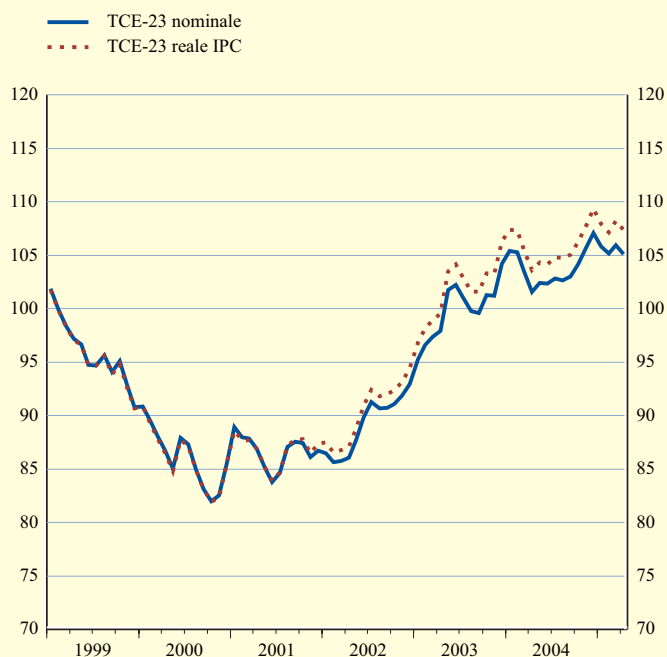
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

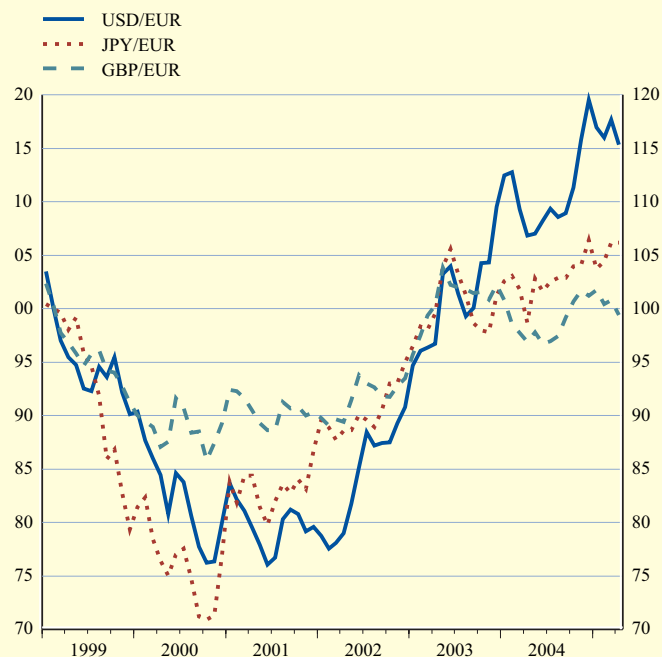
F31 Tassi di cambio effettivi

(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)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1.175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2004 3° trim.	7,4367	9,1581	0,67216	1,2220	134,38	1,5363	1.411,03	9,5310	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226
4° trim.	7,4343	9,0128	0,69507	1,2977	137,11	1,5335	1.415,11	10,0964	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132
2005 1° trim.	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1.340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
2004 ott.	7,4379	9,0620	0,69144	1,2490	135,97	1,5426	1.426,19	9,7284	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049
nov.	7,4313	8,9981	0,69862	1,2991	136,09	1,5216	1.411,15	10,1028	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867
dic.	7,4338	8,9819	0,69500	1,3408	139,14	1,5364	1.408,77	10,4264	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462
2005 gen.	7,4405	9,0476	0,69867	1,3119	135,63	1,5469	1.362,01	10,2269	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147
feb.	7,4427	9,0852	0,68968	1,3014	136,55	1,5501	1.330,26	10,1507	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670
mar.	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1.329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
apr.	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1.306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
variazione percentuale sul mese precedente												
2005 apr.	0,0	0,9	-1,4	-2,0	0,0	-0,1	-1,7	-2,0	-0,7	-0,5	-0,1	-0,4
variazione percentuale sull'anno precedente												
2005 apr.	0,1	0,0	2,6	8,0	7,6	-0,5	-5,4	8,0	5,9	-0,5	-1,5	3,7
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31,270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2004 3° trim.	31,593	15,6466	0,57902	0,6597	3,4528	248,80	0,4266	4,4236	239,95	40,020	1,9559	40,994
4° trim.	31,125	15,6466	0,57769	0,6801	3,4528	245,94	0,4314	4,2342	239,83	39,454	1,9559	39,839
2005 1° trim.	30,012	15,6466	0,58267	0,6962	3,4528	245,01	0,4316	4,0267	239,74	38,294	1,9559	37,069
2004 ott.	31,491	15,6466	0,57595	0,6690	3,4528	246,69	0,4297	4,3182	239,91	39,997	1,9559	41,082
nov.	31,286	15,6466	0,57789	0,6803	3,4528	245,36	0,4319	4,2573	239,79	39,546	1,9559	39,848
dic.	30,636	15,6466	0,57909	0,6900	3,4528	245,80	0,4325	4,1354	239,80	38,872	1,9559	38,696
2005 gen.	30,304	15,6466	0,58170	0,6963	3,4528	246,48	0,4322	4,0794	239,77	38,573	1,9559	38,168
feb.	29,957	15,6466	0,58315	0,6961	3,4528	243,69	0,4309	3,9867	239,74	38,044	1,9559	36,733
mar.	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36,292
apr.	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36,277
variazione percentuale sul mese precedente												
2005 apr.	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	1,4	-0,4	3,6	0,0	2,6	0,0	0,0
variazione percentuale sull'anno precedente												
2005 apr.	-7,3	0,0	-0,6	7,1	0,0	-0,9	1,1	-12,7	0,5	-2,3	0,5	-10,8
	Yuan renminbi cinese	Kuna croata	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Dollaro neo-zelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath thailandese ¹⁾	Nuova lira turca ²⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
2002	7,8265	7,4130	86,18	8.785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1.439.680	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694.851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777.052	
2004 3° trim.	10,1195	7,3950	87,48	11.190,20	4,6440	1,8701	68,442	35,6546	7,7869	50,478	1.807.510	
4° trim.	10,7423	7,5528	86,19	11.840,69	4,9324	1,8526	73,035	36,9618	7,8379	52,191	1.871.592	
2005 1° trim.	10,8536	7,5081	80,67	12.165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412	
2004 ott.	10,3423	7,5367	87,58	11.370,40	4,7481	1,8280	70,405	36,3001	7,9861	51,596	1.860.247	
nov.	10,7536	7,5619	87,15	11.723,41	4,9374	1,8540	73,138	37,1185	7,8566	52,357	1.883.365	
dic.	11,0967	7,5589	83,99	12.382,27	5,0960	1,8737	75,336	37,4162	7,6847	52,576	1.870.690	
2005 gen.	10,8588	7,5494	82,12	12.073,27	4,9861	1,8620	73,068	36,6704	7,8386	50,855	1,7784	
feb.	10,7719	7,5176	80,74	12.039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1,7104	
mar.	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333	
apr.	10,7080	7,3908	80,71	12.362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
variazione percentuale sul mese precedente												
2005 apr.	-2,0	-0,9	2,0	-0,1	-2,0	-0,6	-2,0	-1,4	0,0	0,5	1,8	
variazione percentuale sull'anno precedente												
2005 apr.	8,0	-1,7	-7,9	19,6	7,9	-4,1	5,1	4,5	1,0	8,2	-	

Fonte: BCE.

1) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.

2) 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 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
2005 1° trim.	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,5	2,8	2,6	0,7	1,7
2004 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
mar.	1,2	1,3	4,8	2,4	6,6	3,3	3,3	2,6	3,2	3,3	2,3	0,5	1,9
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 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
mar.	3,62	3,82	-	5,89	3,94	3,73	6,83	4,72	5,55	3,89	3,60	3,86	4,87
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
mar.	2,08	2,19	2,40	4,96	3,26	2,49	-	2,98	6,15	4,05	2,29	2,11	4,99
PIL a prezzi costanti													
2003	3,7	0,7	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	2,4	6,2	3,7	8,5	6,7	4,0	1,5	5,3	4,6	5,5	3,5	3,1
2004 3° trim.	4,0	2,5	5,9	4,1	9,1	6,0	3,9	1,9	4,8	4,5	5,3	3,3	3,1
4° trim.	4,3	2,9	5,9	3,0	8,6	6,1	3,9	2,3	3,9	3,4	5,8	2,6	2,9
2005 1° trim.	.	.	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2003	-6,3	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-8,7	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,6
2004	-5,7	2,4	-11,8	-5,0	-11,3	-5,9	-8,5	-9,0	-1,1	-1,6	-3,4	8,1	-2,0
2004 2° trim.	-5,3	3,7	-17,9	-4,4	-18,3	-9,5	-10,9	-3,1	-3,2	-3,2	-7,5	8,7	-2,6
3° trim.	-7,5	2,5	-4,5	5,1	-11,6	-5,0	-8,2	-7,7	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,9
4° trim.	-7,8	0,5	-13,0	-12,7	-7,1	-2,5	-7,2	-19,0	0,5	-2,6	-3,6	7,0	-1,3
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	3,3	2,0	4,6	-	5,2	1,5	7,0	-	.	4,8	3,5	0,6	3,1
2004	.	1,0	4,9	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	.
2004 2° trim.	.	0,6	4,8	-	-	.	-	-	.	-	5,1	.	1,7
3° trim.	.	1,1	5,2	-	-	.	-	-	.	-	3,5	.	1,1
4° trim.	.	0,4	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.	8,3	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	.	18,1	5,8	16,2	6,3	.
2004 nov.	8,3	5,2	8,3	5,2	9,7	9,5	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	5,5	9,6	9,0	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,2	4,7
feb.	8,3	5,0	8,0	5,6	9,5	8,8	6,3	6,8	18,1	5,8	16,1	6,5	.
mar.	8,3	5,0	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	.	18,1	5,8	15,9	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

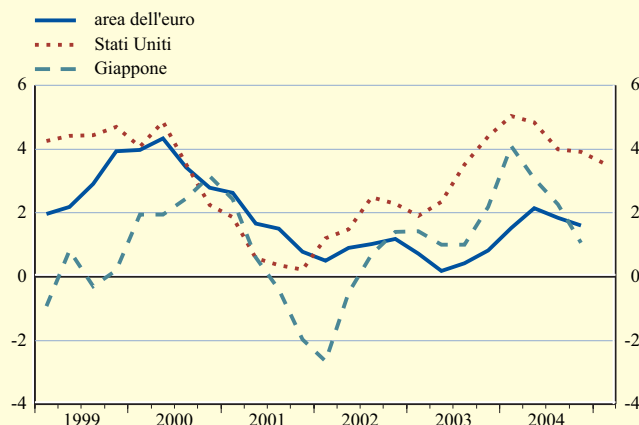
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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.	3,0	.	3,6	4,5	5,3	5,5	2,84	4,30	1,3113	.	.
2004 dic.	3,3	-	-	5,1	5,4	6,3	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 gen.	3,0	-	-	5,0	5,2	6,1	2,66	4,21	1,3119	-	-
feb.	3,0	-	-	4,4	5,4	5,6	2,82	4,16	1,3014	-	-
mar.	3,1	-	-	4,0	5,2	4,9	3,03	4,49	1,3201	-	-
apr.	.	-	-	.	.	.	3,15	4,34	1,2938	-	-
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	-5,3	2,6	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 1° trim.	-0,1	-6,5	4,1	6,9	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	-6,7	3,1	7,2	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	-1,9	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 1° trim.	-0,2	.	.	1,3	.	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2004 dic.	0,2	-2,0	-	1,9	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 gen.	-0,1	.	-	2,0	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
feb.	-0,3	.	-	1,0	4,6	1,9	0,05	1,40	136,55	-	-
mar.	-0,2	.	-	1,1	.	2,2	0,05	1,45	138,83	-	-
apr.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,32	138,84	-	-

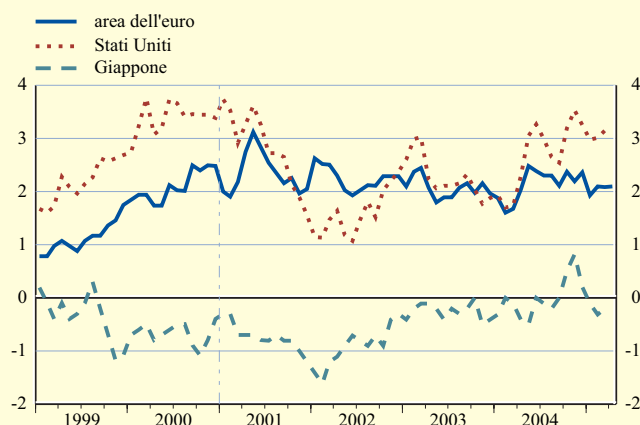
F33 PIL a prezzi costanti

(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

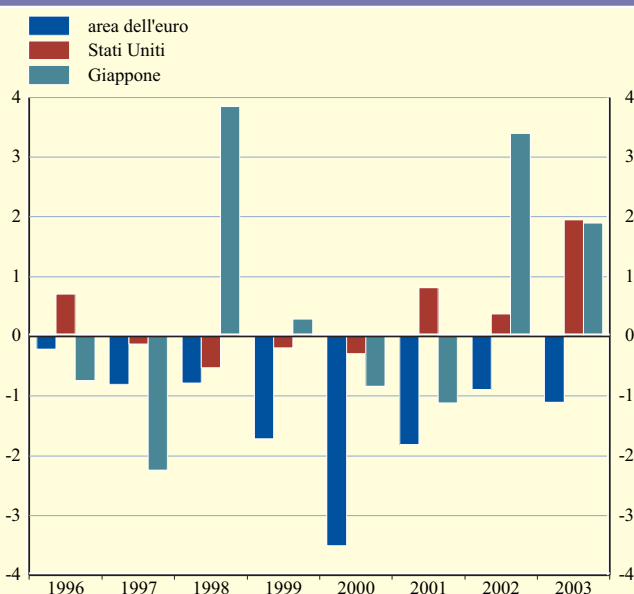
(in percentuale del PIL)

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

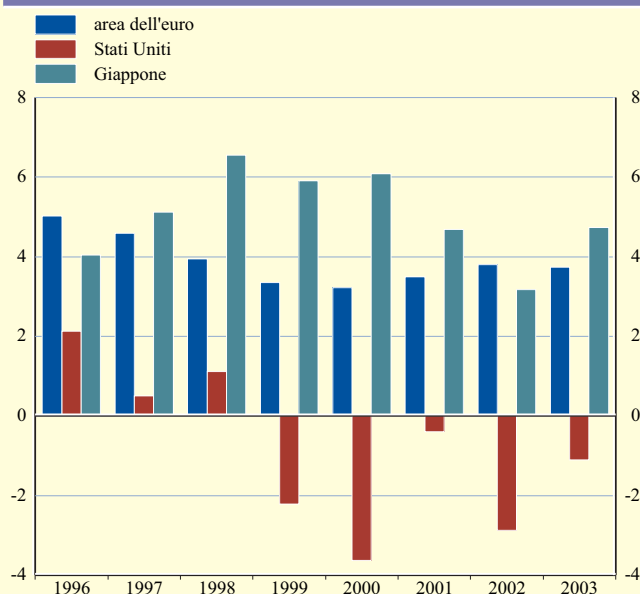
F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie

(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:

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

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

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

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , 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, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. Per i dati sui beni, i servizi e i trasferimenti correnti la correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto

delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei servizi sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. 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 (e quelli relativi alle giornate lavorative) 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 3 maggio 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 monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1

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

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

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

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

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

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

PRINCIPALI INDICATORI

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

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

ni 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

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

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

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

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

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

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente

per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare, informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

MERCATI FINANZIARI

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

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

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). 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

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).

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

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

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

dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (EURIBOR) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal LIBOR.

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

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

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

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

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

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁵. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* 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 se-

zione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

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

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

FINANZA PUBBLICA

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

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000⁶, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

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 (5ª 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). Il primo rapporto sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e., basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito INTERNET della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incre-

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.

mento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 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 utiliz-

zano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

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 tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic ca-

tegories – 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 (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

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 basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi

alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, 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, 7 APRILE E 4 MAGGIO 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 febbraio e aprile 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, 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.

La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea, maggio 2005.

Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'area dell'euro, maggio 2005.

L'evoluzione del quadro istituzionale in tema di corporate governance, maggio 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. Wredenburg, 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. Mourre, 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 *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, di L. Mörttinen, 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

- 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.
- 466 *Regulated and services prices and inflation persistence*, di P. Lünneemann e T. Y. Mathä, aprile 2005.
- 467 *Socio-economic development and fiscal policy: lessons from the cohesion countries for the new member states*, di A. N. Mehrotra e T. A. Peltonen, aprile 2005.
- 468 *Endogeneities of optimum currency areas: what brings countries sharing a single currency closer together?*, di P. De Grauwe e F. P. Mongelli, aprile 2005.
- 469 *Money and prices in models of bounded rationality in high inflation economies*, di A. Marcet e J. P. Nicolini, aprile 2005.
- 470 *Structural filters for monetary analysis: the inflationary movements of money in the euro area*, di A. Bruggeman, G. Camba-Méndez, B. Fischer e J. Sousa, aprile 2005.
- 471 *Real wages and local unemployment in the euro area*, di A. Sanz de Galdeano e J. Turunen, aprile 2005.
- 472 *Yield curve prediction for the strategic investor*, di C. Bernadell, J. Coche and K. Nyholm, aprile 2005.
- 473 *Fiscal consolidations in the central and eastern European countries*, di A. Afonso, C. Nickel e P. Rother, aprile 2005.
- 474 *Calvo pricing and imperfect common knowledge: a forward-looking model of rational inflation inertia*, di K. P. Nimark, aprile 2005.
- 475 *Monetary policy analysis with potentially misspecified models*, di M. Del Negro e F. Schorfheide, aprile 2005.
- 476 *Monetary policy with judgement: forecast targeting*, di L. E. O. Svensson, aprile 2005.
- 477 *Parameter misspecification and robust monetary policy rules*, di C. E. Walsh, aprile 2005.
- 478 *The conquest of U.S. inflation: learning and robustness to model uncertainty*, di T. Cogley e T. J. Sargent, aprile 2005.

- 479 *The performance and robustness of interest rate rules in models of the euro area*, di R. Adalid, G. Coenen, P. McAdam e S. Siviero, aprile 2005.
- 480 *Insurance policies for monetary policy in the euro area*, di K. Küster e V. Wieland, aprile 2005.
- 481 *Output and inflation responses to credit shocks: are there threshold effects in the euro area?*, di A. Calza e J. Sousa, aprile 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.
Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option, aprile 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, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali 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 oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e 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 IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e 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. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli 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 messa 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 per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola 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 applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a 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.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'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.

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 composti 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 inesausta, 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*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività") e 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 effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti 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").

M1: 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: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: 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 a due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere dalle banche centrali nazionali, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni

di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

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*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di 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 un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su 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'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse 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*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali 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*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (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 risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad esempio dei titoli o delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle opzioni.