



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

ECB EZB EKT EKP

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

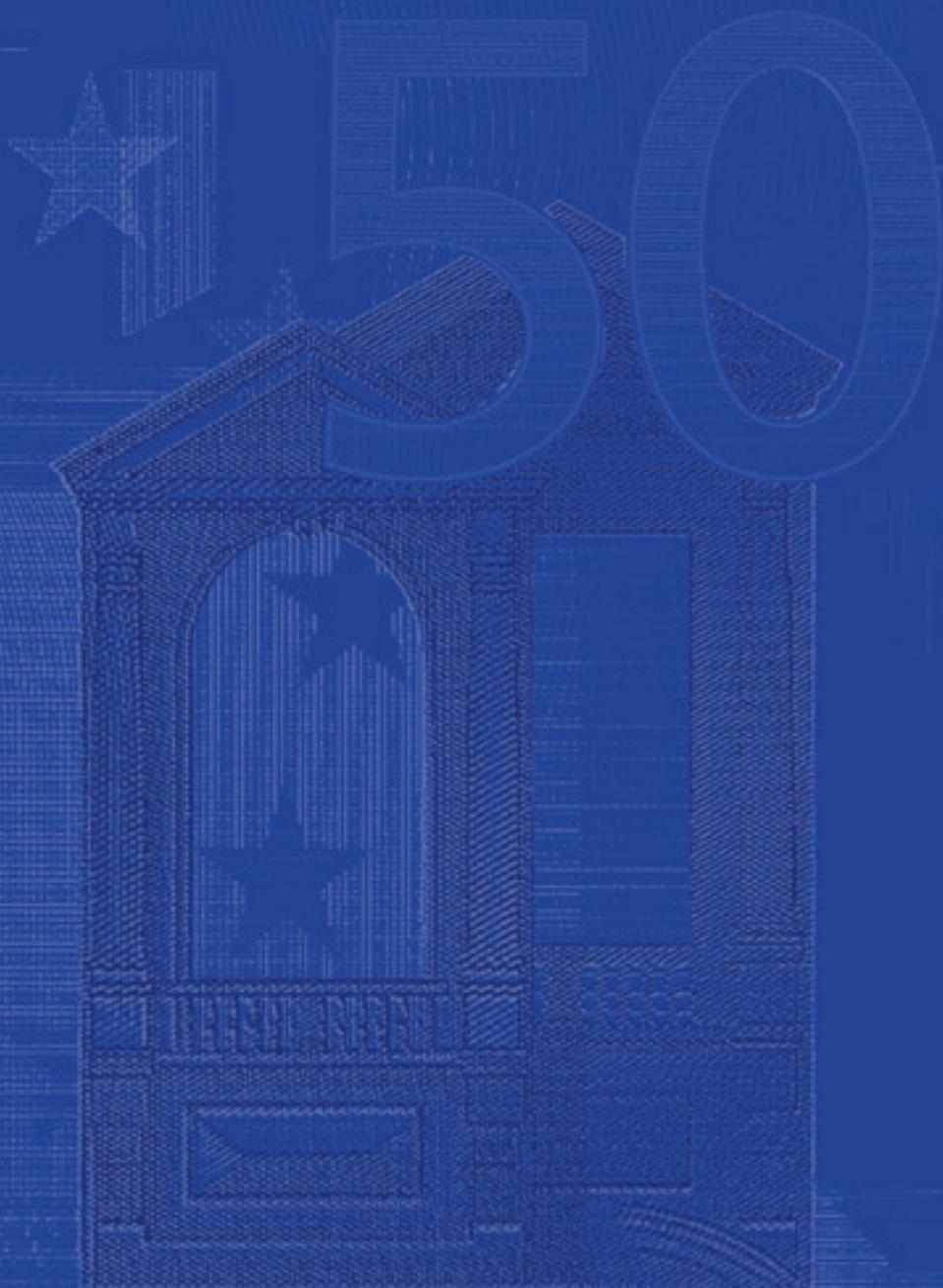
09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

**BOLLETTINO MENSILE
LUGLIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 2005

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

© Banca Centrale Europea, 2005

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

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

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

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

INDICE

EDITORIALE	5
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	7
Gli andamenti monetari e finanziari	15
Prezzi e costi	35
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	42
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	51
Riquadri:	
1 Effetto del reimpiego dei proventi petroliferi	12
2 Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM	18
3 Strumenti per il calcolo e l'interpretazione degli andamenti dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro	27
4 Nuova serie di dati sul costo orario del lavoro nell'area dell'euro	39
5 Evoluzione della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro	47
ARTICOLI	
L'indice armonizzato dei prezzi al consumo: concetto, proprietà ed esperienza	57
La strategia di Lisbona cinque anni dopo	73
L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM	89
STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	I
DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004	V
GLOSSARIO	XI

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 7 luglio 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere al 2,0 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha concluso che l'orientamento di politica monetaria risulta appropriato, date le attuali prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, e ha pertanto deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. I tassi di interesse nell'area dell'euro si collocano sui minimi storici per tutte le scadenze, in termini sia nominali sia reali, continuando in tal modo a sostenere l'attività economica. Il Consiglio direttivo ha confermato che seguirà a tenere sotto stretta osservazione tutti i fattori suscettibili di influenzare questa valutazione e rimarrà vigile riguardo all'insorgere di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine.

Per quanto concerne l'analisi economica, i recenti indicatori dell'attività economica nell'area dell'euro confermano, nel complesso, che la crescita seguita a essere debole. In particolare, l'incremento del già elevato prezzo del petrolio sembra avere avuto un impatto negativo sulla domanda e sul clima di fiducia. Sulla base delle informazioni correnti, ci si attende che nel secondo trimestre di quest'anno il tasso di espansione sul periodo precedente sia inferiore rispetto allo 0,5 per cento del primo trimestre. I dati disponibili continuano a tracciare un quadro contrastante: alcuni dei più recenti indicatori evidenziano un lieve miglioramento, tuttavia non vi sono ancora segnali dell'avvio di una più sostenuta ripresa. Nel contempo, guardando oltre il breve termine, permangono motivi per attendersi un graduale miglioramento dell'attività economica nell'area dell'euro. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, del marcato aumento degli utili societari attualmente osservato e del protratto incremento dell'efficienza delle imprese. L'espansione dei consumi dovrebbe evolvere

sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile. Dal lato esterno, la perdurante crescita della domanda mondiale e il miglioramento della competitività di prezzo dell'area dell'euro dovrebbero sostenere le esportazioni dell'area. Tale valutazione è in linea con le previsioni e le proiezioni disponibili.

Questo scenario di base per la crescita continua a essere caratterizzato da un notevole grado di incertezza. Nel complesso, i rischi per l'espansione economica sono orientati verso il basso e sono connessi soprattutto alla persistenza di elevati corsi petroliferi, al basso livello di fiducia nell'area dell'euro e agli squilibri mondiali.

Passando agli andamenti dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per giugno un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,1 per cento, rispetto all'1,9 per cento di maggio. Nei prossimi mesi l'inflazione armonizzata dovrebbe oscillare intorno agli attuali livelli ed è possibile che nella restante parte dell'anno non scenda al di sotto del 2 per cento. Queste prospettive riflettono principalmente la recente evoluzione delle quotazioni petrolifere, che rappresentano un rischio al rialzo per l'inflazione nel quadro tracciato dalle proiezioni macroeconomiche di giugno degli esperti dell'Eurosistema. Nondimeno, la dinamica salariale è rimasta contenuta negli ultimi trimestri e questa tendenza dovrebbe per il momento proseguire, a fronte della moderata crescita economica e delle deboli condizioni dei mercati del lavoro. Nel complesso, non vi sono ancora evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro.

Nel contempo, i rischi al rialzo per questo scenario sull'inflazione vanno tenuti sotto stretta osservazione. Tali rischi sono legati soprattutto all'evoluzione dei corsi petroliferi e ai loro potenziali effetti di secondo impatto derivanti dal processo di formazione di salari e prezzi. È quindi importante che le parti sociali continuino ad assumersi le proprie responsabilità. Inoltre, nel valutare le proiezioni sull'inflazione attualmente disponibili, occorre tenere conto delle incertezze sul futuro andamento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

Quanto alle prospettive per l'inflazione a medio-lungo termine, la valutazione si fonda anche sui risultati dell'analisi monetaria. In linea con gli sviluppi in atto dalla metà del 2004, la crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro resta vigorosa. L'effetto espansivo del basso livello dei tassi di interesse rimane il fattore determinante alla base degli andamenti monetari, come dimostra la forte crescita di M1 e la vivace dinamica dei prestiti al settore privato. La liquidità continua a essere abbondante secondo tutte le misure disponibili. Nel complesso, l'evoluzione della moneta indica la necessità di adottare un atteggiamento vigile circa i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In sintesi, l'analisi economica conferma che le pressioni inflazionistiche di origine interna a medio termine rimangono contenute nell'area dell'euro, mentre l'andamento delle quotazioni petrolifere, in particolare, comporta revisioni al rialzo per lo scenario di base relativo all'evoluzione dei prezzi. L'analisi monetaria indica rischi per la stabilità dei prezzi nel lungo periodo. Nel complesso, la verifica incrociata delle informazioni desunte dai due pilastri suggerisce la necessità di restare vigili per mantenere le aspettative di inflazione su livelli coerenti con la stabilità di prezzi. Di fatto, ancorando saldamente le attese di inflazione a tali livelli, la politica monetaria fornisce un contributo significativo alla ripresa della crescita economica.

Politiche di bilancio prudenti potrebbero offrire un considerevole sostegno alla fiducia nell'area dell'euro. Il dibattito sulla revisione delle regole del Patto di stabilità e crescita è giunto al termine ed è ora essenziale una sua stringente applicazione per assicurare un efficace assetto di coordinamento e disciplina delle politiche fiscali. Ciò assume particolare rilevanza poiché i disavanzi di bilancio attuali e previsti devono ancora essere affrontati con rigore in diversi paesi dell'area. In alcuni casi i deficit non soltanto comportano un aumento del rapporto fra debito pubblico e PIL, ma non lasciano neppure margini di sicurezza per manovre di bilancio a breve termine in circostanze cicliche sfavorevoli. In questo contesto, date le significative revisioni apportate per alcu-

ni paesi alle cifre di disavanzo e debito pubblico degli scorsi anni, il Consiglio direttivo ha rinnovato l'appello a una compilazione affidabile e a una tempestiva segnalazione delle statistiche di finanza pubblica.

Infine, come più volte rilevato dal Consiglio direttivo, vi è urgente bisogno di attuare un'insieme completo di riforme strutturali incisive al fine di realizzare un'economia europea più dinamica e competitiva, con mercati flessibili del lavoro e dei beni e servizi. L'obiettivo principale di queste riforme consiste nel far fronte alle sfide poste dalla globalizzazione, dalle rapide innovazioni tecnologiche e dall'invecchiamento demografico, e nell'assicurare, in generale, un maggiore tenuta del sistema agli shock. Tali sfide non interessano soltanto l'area dell'euro. Nondimeno, il successo delle riforme strutturali contribuirebbe anche ad agevolare i processi di aggiustamento all'interno dell'area dell'euro. In particolare, esse consentirebbero a quegli Stati membri che presentano livelli inferiori di crescita economica e minore creazione di occupazione, oppure un'inflazione persistentemente elevata, di conseguire in futuro risultati migliori. Per quanto attiene ai differenziali di crescita e di inflazione esistenti nell'area dell'euro, i dati disponibili suggeriscono che la loro dispersione non è sostanzialmente differente da quella degli Stati Uniti e che non è aumentata dal 1999. Tuttavia, nei casi in cui i differenziali non sono riconducibili a un processo di convergenza o a fattori temporanei, le riforme strutturali sono ancora più necessarie per migliorare i risultati economici e la flessibilità del processo di aggiustamento.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo passa in rassegna il concetto di IAPC, le sue proprietà e l'esperienza maturata con il suo utilizzo. Il secondo verte sull'attuazione delle riforme strutturali nel contesto della strategia di Lisbona e del nuovo impulso conferitole dalla valutazione intermedia di marzo scorso del Consiglio europeo. Infine, il terzo articolo esamina l'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse praticati dalle IFM sui depositi e prestiti denominati in euro, che vengono compilate dalla BCE dagli inizi del 2003.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'espansione dell'economia mondiale sta proseguendo a un ritmo abbastanza sostenuto, benché in graduale moderazione. Nel contempo le spinte inflazionistiche a livello mondiale sembrano in generale relativamente contenute. Le prospettive per l'economia mondiale e per la domanda estera dell'area dell'euro permangono piuttosto favorevoli, sebbene il livello persistentemente elevato dei corsi petroliferi rappresenti un importante fattore di rischio.

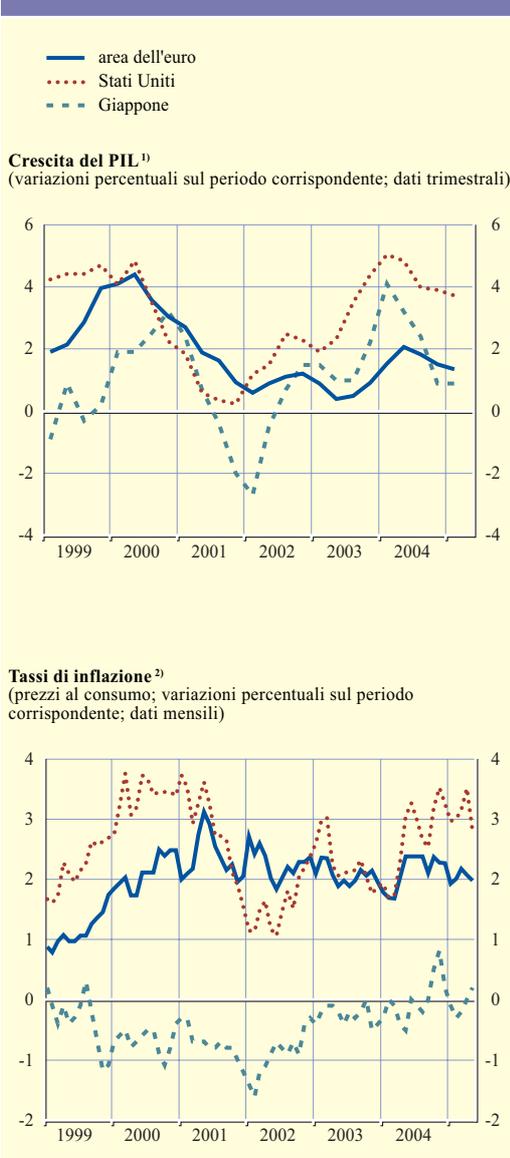
I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale sta continuando a espandersi a ritmi abbastanza sostenuti (cfr. figura 1). La crescita, particolarmente vigorosa negli Stati Uniti e in alcuni paesi asiatici, fra i quali soprattutto la Cina, è tuttavia in moderazione rispetto alla fine del 2004 in numerose altre economie. L'espansione ha continuato a essere sostenuta in modo particolare dal settore dei servizi, mentre quello manifatturiero ha mostrato segni di debolezza in vari paesi riflettendo in parte l'impatto dei più elevati corsi petroliferi e degli aggiustamenti nelle scorte. I prezzi del petrolio sono recentemente tornati a crescere e alla fine di giugno la quotazione del greggio di qualità Brent ha raggiunto un nuovo massimo storico. Ciò nonostante, le pressioni inflazionistiche a livello mondiale sembrano in generale ancora relativamente contenute.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta vivace durante la prima metà del 2005. Secondo stime definitive, nel primo trimestre il PIL in termini reali è salito del 3,8 per cento sul periodo precedente (in ragione d'anno), trainato dalla vigorosa domanda interna. Nello stesso periodo, il contributo persistentemente negativo alla crescita dell'interscambio commerciale netto ha concorso a portare il disavanzo corrente su un nuovo massimo, pari al 6,4 per cento del PIL. Durante il secondo trimestre l'economia avrebbe continuato a espandersi a un ritmo piuttosto sostenuto, benché probabilmente in lieve calo. In particolare, la crescita si è generalmente indebolita nel settore industriale risentendo in parte di una correzione delle scorte dopo la fase di forte accumulo del 2004 e dei primi mesi del 2005. Altri fattori che sembrano avere influito negativamente sulla domanda finale nel primo semestre sono rappresentati dagli elevati corsi

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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

petroliferi e probabilmente dal venir meno degli incentivi fiscali per l'acquisto di beni d'investimento alla fine dello scorso anno. Per contro, il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine ha continuato a sostenere la domanda interna.

Stando a dati di recente pubblicazione, gli investimenti in edilizia residenziale sono rimasti cospicui. I consumi privati avrebbero continuato a crescere, sebbene a ritmi inferiori rispetto al primo trimestre. Anche gli investimenti fissi delle imprese sembrano espandersi a tassi minori di quelli molto elevati della seconda metà del 2004. Le prospettive per l'attività economica complessiva nel prossimo futuro restano piuttosto favorevoli, anche se l'incremento del prodotto potrebbe rivelarsi inferiore ai livelli elevati del primo trimestre.

Fino alla fine di maggio, gli elevati prezzi del petrolio e l'apparente intensificazione della crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto non hanno determinato una significativa ripresa delle pressioni sui prezzi al consumo esclusi quelli dei prodotti energetici. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,8 per cento in maggio, dal 3,5 di aprile, soprattutto a seguito del calo temporaneo dei corsi petroliferi. Al netto degli alimentari e dell'energia, in maggio il tasso di inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasto al 2,2 per cento.

Per quanto concerne la politica monetaria, nella riunione del 30 giugno il Federal Open Market Committee ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 0,25 punti percentuali per la nona volta consecutiva, portandolo al 3,25 per cento, e reiterando che "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale".

GIAPPONE

In Giappone la seconda stima di contabilità nazionale ha confermato la vigorosa espansione dell'economia nel primo trimestre. Secondo i dati rivisti, il PIL in termini reali è salito dell'1,2 per cento sul periodo precedente (4,9 per cento in ragione d'anno), con una correzione marginale al ribasso rispetto alla stima iniziale. Il forte recupero del PIL in termini reali nel primo trimestre è stato in larga misura determinato dalla domanda privata interna, e in particolare dai consumi e dagli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale.

I risultati per il secondo trimestre dell'indagine Tankan presso le imprese condotta dalla Banca del Giappone sono stati piuttosto favorevoli e hanno fornito ulteriori indicazioni sul consolidamento della ripresa dell'economia nipponica. Le indagini presso le famiglie confermano il rafforzamento della spesa in termini reali, soprattutto di riflesso al miglioramento dei mercati del lavoro. Anche l'aumento delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture indica una crescita sostenuta della domanda interna in un contesto in cui il clima di fiducia dei consumatori permane elevato. Per contro, le esportazioni restano moderate, in larga misura per effetto del rallentamento degli scambi con la Cina.

In prospettiva, l'economia giapponese dovrebbe continuare a espandersi, seppur a ritmi inferiori rispetto al primo trimestre. La crescita sarà probabilmente sostenuta dalla domanda interna più che dal settore estero.

Con riferimento ai prezzi al consumo, in maggio l'indice dei prezzi al consumo (IPC) complessivo è salito dello 0,2 per cento sui dodici mesi, mentre quello calcolato escludendo gli alimentari freschi è rimasto invariato. Per contro, i prezzi alla produzione misurati dall'indice nazionale dei prezzi alla produzione hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi a causa dell'incremento dei prezzi dei beni energetici e delle materie prime. In maggio i prezzi alla produzione interni sono cresciuti

dell'1,8 per cento sui dodici mesi. In tale contesto, nella riunione del 15 giugno la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato a circa 30-35 mila miliardi di yen l'obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del prodotto è lievemente diminuita nel primo trimestre (0,4 per cento sul periodo precedente, dallo 0,6 dell'ultimo trimestre del 2004) ed è stata pari al 2,1 per cento in ragione d'anno. Tale moderazione va ricondotta principalmente alla debole crescita dei consumi privati. Gli investimenti fissi lordi hanno registrato un lieve incremento, mentre le esportazioni sono scese. Ciò nonostante, poiché il calo delle importazioni è stato ancora più pronunciato, nel primo trimestre il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL sul trimestre precedente è diventato positivo. Gli indicatori segnalano una crescita relativamente stabile nel secondo trimestre pur in presenza di rischi verso il basso. In prospettiva, l'espansione del PIL in termini reali nel complesso del 2005 potrebbe risultare lievemente inferiore rispetto allo scorso anno, soprattutto a causa del rallentamento dei consumi.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta pari all'1,9 per cento in maggio, invariata da marzo. Rispetto allo stesso mese del 2004, in aprile il tasso di incremento delle retribuzioni medie si è mantenuto immutato al 4,1 per cento mentre quello calcolato al lordo delle gratifiche è lievemente aumentato. Sempre in aprile, il tasso di disoccupazione è stato pari al 4,7 per cento, invariato rispetto al trimestre precedente ma inferiore nel confronto con aprile 2004. Il mercato immobiliare sembra essersi stabilizzato e in aprile i prezzi delle abitazioni hanno ulteriormente decelerato sui dodici mesi. In tale contesto, in giugno e all'inizio di luglio il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto il tasso sulle operazioni di pronti contro termine immutato al 4,75 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

In Danimarca e in Svezia la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente si è notevolmente indebolita nel primo trimestre del 2005, scendendo rispettivamente allo 0,8 e 0,4 per cento (da circa il 3 per cento in entrambi i paesi nel trimestre precedente). Tale indebolimento, in parte riconducibile al minor numero di giornate lavorative nel periodo considerato, è stato generalizzato in entrambe le economie in un contesto in cui sia la domanda interna sia quella estera hanno registrato tassi di crescita inferiori nel confronto con il trimestre corrispondente del 2004. La minore espansione delle esportazioni riflette la più debole domanda dei partner commerciali e fa seguito ai risultati molto positivi del 2004, soprattutto in Svezia. La dinamica modesta dei consumi privati è dovuta alla perdurante debolezza delle condizioni del mercato del lavoro. L'inflazione è rimasta su livelli contenuti in entrambi i paesi: la crescita dello IAPC sui dodici mesi è scesa ulteriormente in maggio, all'1,3 per cento in Danimarca e allo 0,2 in Svezia. Nelle due economie, l'effetto congiunto di una moderata dinamica del costo del lavoro, di consistenti guadagni di produttività del lavoro e di pressioni relativamente contenute sulla capacità produttiva ha mantenuto l'evoluzione dei costi e dei prezzi interni su livelli moderati. Il 20 giugno la Sveriges Riksbank ha abbassato il proprio tasso di interesse di riferimento di 0,5 punti percentuali, portandolo a un minimo storico dell'1,5 per cento sullo sfondo di prospettive di inflazione contenuta.

Durante il primo trimestre del 2005 la crescita del prodotto si è moderata anche nei nuovi Stati membri, nei quali le dinamiche sottostanti e le prospettive a breve termine paiono tuttavia ancora favorevoli. La decelerazione dell'attività economica nel primo trimestre riflette in qualche misura fattori statistici quali gli effetti base connessi all'intensificarsi della crescita un anno fa

in previsione dell'ingresso nell'UE. Nell'insieme dei dieci nuovi Stati membri la crescita media del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa a un tasso ponderato del 3,8 per cento, dal 4,4 del trimestre precedente, anche se è rimasta relativamente sostenuta nei paesi baltici e in Slovacchia.

Fra i tre principali nuovi Stati membri dell'UE, l'espansione del prodotto in termini reali sul periodo corrispondente è diminuita in misura più pronunciata in Ungheria (al 2,9 per cento) a causa del minore aumento delle esportazioni e del calo delle scorte. Nella Repubblica Ceca è scesa al 4,4 per cento durante il primo trimestre, mentre in Polonia è rimasta sostanzialmente stabile al 3,8 per cento.

Nei tre paesi suindicati, i dati relativi a maggio confermano la tendenza calante dell'inflazione. In Ungheria si è registrato il tasso di incremento sui dodici mesi dello IAPC più elevato, al 3,5 per cento, mentre l'inflazione è scesa al 2,2 per cento in Polonia e allo 0,9 per cento nella Repubblica Ceca. Tale fase discendente nelle tre economie va ricondotta agli effetti base risultanti dall'impatto sull'inflazione degli aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati introdotti nei primi mesi del 2004 in vista dell'adesione all'UE, agli inferiori prezzi dei beni alimentari, alla più debole domanda interna e alla crescente concorrenza nel settore del commercio al dettaglio. Inoltre, i precedenti apprezzamenti delle rispettive valute avrebbero ridotto i prezzi all'importazione. In un contesto di migliorate prospettive per l'inflazione, il 20 giugno la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il proprio tasso di interesse ufficiale di 0,25 punti percentuali, al 7 per cento. Il 29 giugno, la Narodowy Bank Polski ha ridotto il tasso di riferimento di 0,5 punti percentuali, al 5,0 per cento.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

In Cina il PIL ha continuato a crescere a ritmi sostenuti durante gli ultimi mesi, dopo un incremento del 9,4 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre dell'anno. All'accelerazione dell'attività hanno concorso sia il forte aumento delle esportazioni sia il vigore della domanda interna. In maggio le esportazioni hanno continuato ad aumentare rapidamente (del 30,6 per cento sul mese corrispondente), mentre le importazioni sono aumentate del 15,7 per cento. Ciò ha determinato un ampio avanzo commerciale, pari a 9 miliardi di dollari statunitensi. La crescita sul periodo corrispondente della produzione industriale e delle vendite al dettaglio è salita rispettivamente al 16,6 e al 12,8 per cento. Inoltre, gli investimenti fissi non hanno mostrato segni di indebolimento e nei primi cinque mesi del 2005 sono saliti del 26,4 per cento in termini nominali sul periodo corrispondente del 2004. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta pari all'1,8 per cento in maggio, invariata rispetto ad aprile.

In alcuni fra i più importanti paesi asiatici escluso il Giappone l'attività economica si è lievemente rafforzata negli ultimi mesi. In particolare, le vendite al dettaglio sono aumentate in gran parte dei paesi della regione. Le spinte inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi in varie importanti economie, ma sono significativamente aumentate in Malesia e in Thailandia. Nel complesso, le prospettive economiche per l'area restano piuttosto favorevoli, sostenute dal costante miglioramento della domanda interna e in particolare dei consumi.

AMERICA LATINA

In America latina è proseguita la fase di robusta espansione economica, anche se a ritmi inferiori rispetto allo scorso anno. Il maggiore sostegno alle principali economie della regione proviene ancora dalla crescita delle esportazioni, ma anche la domanda interna svolge un ruolo positivo. L'incremento sui dodici mesi della produzione industriale di Brasile e Messico è stato rispettivamente

pari al 6,3 e 5,7 per cento in aprile, mentre in Argentina ha raggiunto l'8,5 per cento in maggio. Le prospettive per la regione permangono favorevoli in un contesto in cui le economie dei principali paesi dovrebbero essere sostenute sia dalle esportazioni sia dalla domanda interna. Ciò nonostante, l'eventuale perdurare di tassi di inflazione superiori agli obiettivi potrebbe costituire un motivo di preoccupazione.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Nel contesto di una notevole volatilità, in giugno i prezzi del petrolio hanno segnato ulteriori forti rialzi e il 28 del mese il greggio di qualità Brent ha raggiunto un massimo storico a 58,9 dollari per barile (cfr. figura 2). La robusta domanda di petrolio attesa per la seconda metà dell'anno, i vincoli lungo tutta la catena della fornitura e i perduranti timori per la sicurezza degli approvvigionamenti hanno continuato a esercitare pressioni verso l'alto sulle quotazioni. Il ridotto margine inutilizzato di capacità produttiva e di raffinazione e, di conseguenza, l'elevata sensibilità a variazioni dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta dovrebbero mantenere i corsi del petrolio elevati e volatili nel prossimo futuro. Di fatto, il prezzo dei *future* sul greggio di qualità Brent con consegna a fine 2007 si è collocato vicino ai 60 dollari all'inizio di luglio.

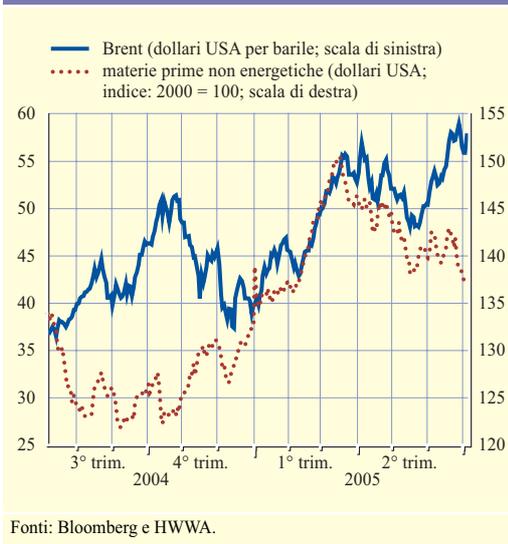
Il riquadro *Effetto del reimpiego dei proventi petroliferi* descrive le ripercussioni derivanti dall'aumento degli introiti petroliferi dei paesi esportatori, concentrandosi su due principali canali di trasmissione rappresentati dall'interscambio mondiale e dai flussi finanziari.

In giugno i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente invariati sul mese precedente e mediamente inferiori di quasi il 5 per cento rispetto al massimo storico di marzo, pur risultando superiori di quasi l'8 per cento nel confronto con un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e per la domanda estera dell'area dell'euro restano piuttosto favorevoli. Benché l'indebolimento della produzione manifatturiera mondiale appaia in parte connesso a fenomeni di correzione delle scorte e possa quindi risultare temporaneo, esiste la possibilità che si riveli in parte più durevole soprattutto qualora i corsi petroliferi dovessero mantenersi su livelli elevati. In generale, come indica anche l'ulteriore calo del tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE in aprile, non è da escludere un'ulteriore graduale decelerazione dell'attività economica mondiale. Sulle prospettive di crescita continuano a pesare alcuni importanti fattori di rischio, rappresentati soprattutto dall'andamento dei corsi petroliferi che hanno raggiunto un nuovo massimo storico in giugno. Un ulteriore rischio risiede nel persistere degli squilibri mondiali.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



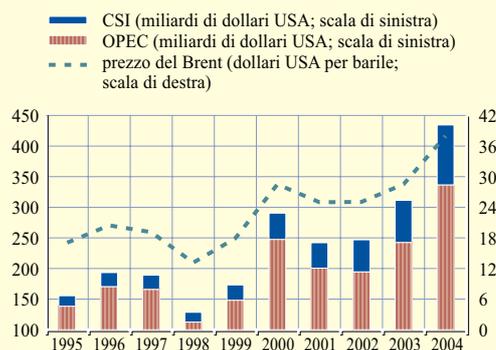
EFFETTO DEL REIMPIEGO DEI PROVENTI PETROLIFERI

Gli aumenti dei prezzi del petrolio e i crescenti volumi di produzione hanno generato proventi petroliferi notevolmente più elevati per gran parte dei paesi produttori. Questo riquadro prende in considerazione due gruppi di economie, l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) e la Comunità di Stati indipendenti (CSI), che nell'insieme producono circa il 70 per cento del greggio scambiato a livello internazionale. Nel 2004 il valore stimato complessivo dei proventi petroliferi dell'OPEC e della CSI sarebbe salito a oltre 430 miliardi di dollari statunitensi, dai 250 miliardi del 2002 (cfr. figura A), portando a un consolidamento della posizione di bilancio di alcune economie appartenenti ai due gruppi. Dal 2001 sia i paesi dell'OPEC sia quelli della CSI hanno sensibilmente accresciuto le proprie importazioni limitando pertanto l'effetto negativo iniziale sul conto corrente di alcune economie importatrici di petrolio. Il riquadro esamina gli effetti indiretti derivanti dalla crescita delle entrate petrolifere (un fenomeno altrimenti noto come "oil-bill recycling"), concentrandosi in particolare su due principali canali di trasmissione, i mercati finanziari e l'interscambio.

Un possibile scenario connesso alla riallocazione della ricchezza dopo un periodo di prezzi petroliferi persistentemente elevati consiste nell'aumento dei depositi dei paesi esportatori di petrolio presso il sistema bancario internazionale e/o degli investimenti degli stessi in titoli azionari e strumenti a reddito fisso. Questo canale di trasmissione, importante durante le prime due crisi petrolifere, non ha svolto un ruolo altrettanto significativo negli ultimi anni. Mentre dopo l'ascesa dei prezzi nel 1999 le economie dell'OPEC hanno depositato una quota notevole degli introiti aggiuntivi presso le banche internazionali, esse lo hanno fatto in misura meno significativa durante i più recenti rialzi nel periodo compreso fra il 2002 e il 2004. Secondo le statistiche sul settore bancario pubblicate dalla BRI¹⁾, al crescere delle quotazioni petrolifere fra la metà del 1998 e la fine del 2000 lo stock reale di passività nette delle banche internazionali nei confronti dei paesi dell'OPEC – che fornisce una misura del saldo dei fondi da essi incanalati come depositi nel sistema bancario internazionale – è quasi raddoppiato seppur con un lieve sfasamento temporale. Durante il più recente rialzo dei corsi del petrolio, invece, il saldo in termini reali delle passività delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi dell'OPEC è aumentato solo del 3 per cento tra il secondo trimestre del 2002 e quello del 2004 (periodo cui risalgono gli ultimi dati disponibili).

Benché le passività nette complessive delle banche nei confronti dell'OPEC si siano mantenute relativamente stabili per tutta la recente fase di forte incremento dei prezzi petroliferi, la loro composizione è variata a scapito dei depositi denominati in dollari statunitensi e a vantaggio di

Figura A Proventi da esportazioni petrolifere



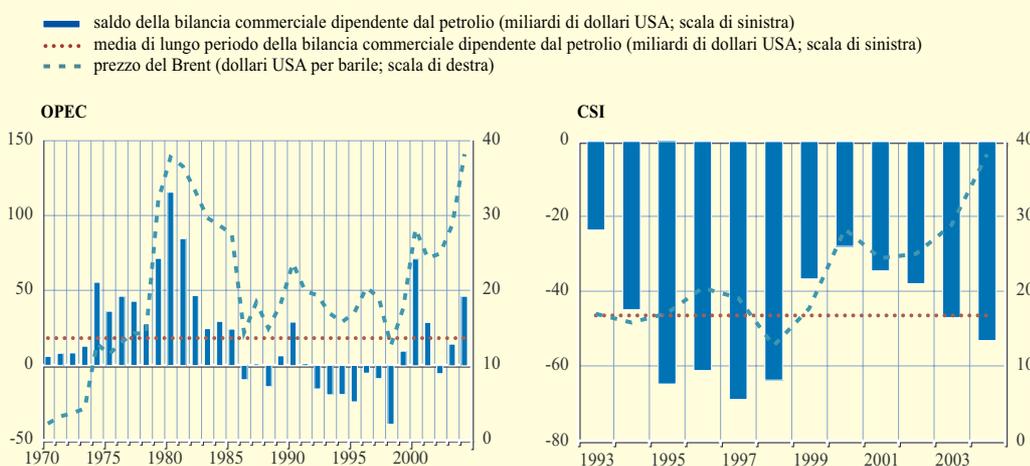
Fonti: FMDB e stime dello staff BCE.

1) Cfr. l'edizione di dicembre 2004 della Rassegna trimestrale BRI.

quelli denominati in euro e altre valute. Di fatto, fra il terzo trimestre del 2001 e il secondo del 2004 l'incidenza dei depositi in dollari statunitensi sul totale dei depositi dell'OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI è scesa dal 75 al 61,5 per cento, mentre quella dei depositi denominati in euro è salita dal 12 al 20 per cento. Il passaggio a un portafoglio di depositi più bilanciato in termini di composizione per valute potrebbe segnalare l'intenzione dei produttori di petrolio di salvaguardare il proprio potere di acquisto in un momento in cui cresce la quota di importazioni dall'Europa e altri paesi a scapito di quella rappresentata dagli Stati Uniti (si veda oltre). Il profilo di investimento che emerge dall'osservazione della posizione patrimoniale delle banche potrebbe tuttavia non essere rappresentativo del quadro generale. Di fatto, se si considerano i flussi di capitali internazionali, il Tesoro degli Stati Uniti segnala che tra aprile del 2003 e lo stesso mese del 2005 i titoli di Stato statunitensi nei portafogli dei paesi OPEC sono aumentati del 46 per cento (da 41,5 a 60,6 miliardi di dollari). Inoltre, alcuni introiti petroliferi potrebbero essere stati investiti in tali titoli per il tramite di centri finanziari.

Il commercio internazionale costituisce il secondo canale potenziale di reimpiego dei maggiori ricavi petroliferi. Dati recenti sull'interscambio riferiti sia all'OPEC sia alla CSI segnalano un aumento del reimpiego in importazioni degli introiti delle economie esportatrici di petrolio. Durante i primi due shock petroliferi, i paesi dell'OPEC hanno continuato a registrare un saldo positivo relativamente ampio fra i proventi delle esportazioni di petrolio e la spesa totale per importazioni ("saldo commerciale dipendente dal petrolio"). Tale saldo è successivamente diventato lievemente negativo alla metà degli anni ottanta, quando il prezzo del petrolio ha subito un drastico calo riportandosi a circa 15 dollari (cfr. figura B, parte sinistra). Nel 2000, allorché i corsi hanno ripreso a salire rapidamente, il conto è tornato a evidenziare avanzi consistenti. Per contro, nel periodo più recente compreso fra il 2001 e il 2004, tali avanzi sono rimasti relativamente modesti su base annua nonostante il forte incremento sia dei prezzi del petrolio sia dei volumi esportati. Una tendenza analoga può essere osservata nel caso della CSI (cfr. figura B, parte destra). Benché in tale regione l'intero periodo in osservazione sia stato contraddistinto da disavanzi, all'aumento dei prezzi petroliferi nel 1998 seguì un biennio di calo relativamente pronunciato dei disavanzi. Il forte rincaro del petrolio a partire dal

Figura B Saldo della bilancia commerciale dipendente dal petrolio ¹⁾



Fonti: CHELEM, FMI e stime BCE.

1) Il saldo della bilancia commerciale dipendente dal petrolio si riferisce alla differenza tra i proventi da esportazioni petrolifere e il totale delle importazioni di un paese e cerca di cogliere in quale misura una crescita delle esportazioni petrolifere è stata accompagnata da una crescita delle importazioni.

2001 ha determinato un peggioramento ancora più accentuato del saldo commerciale dipendente dal petrolio della CSI anche se i più elevati corsi hanno sostenuto le entrate petrolifere.

Tra il 2001 e il 2004 il valore medio nominale in dollari delle importazioni totali dell'OPEC e della CSI è aumentato rispettivamente del 18 e del 22 per cento l'anno, più di quanto avrebbero fatto ritenere le rispettive elasticità di lungo periodo al reddito e ai prezzi. La forte domanda dei paesi esportatori di petrolio sembra avere beneficiato l'area dell'euro: nel periodo, la crescita media annua delle importazioni dell'OPEC e della CSI dall'area è stata rispettivamente pari al 22 e 34 per cento e ha determinato un aumento della quota di mercato dell'area dell'euro in entrambe le regioni (cfr. tavola). Anche la Cina è riuscita ad accrescere il proprio peso relativo sul totale delle importazioni dell'OPEC e della CSI. Tali cifre contrastano nettamente con quelle riferite agli Stati Uniti, la cui incidenza sul totale delle importazioni dei due gruppi di paesi è notevolmente calata.

Tavola Quota delle importazioni dell'OPEC e della CSI provenienti da alcune economie

(in percentuale del totale delle importazioni)

	OPEC			CIS		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Area dell'euro	26,0	24,8	27,1	32,0	31,6	39,6
Stati Uniti	15,4	12,5	7,9	7,0	6,5	3,3
Regno Unito	5,9	5,0	4,5	2,5	2,3	2,6
Asia (escluse Cina e Giappone)	9,8	10,7	12,5	2,8	2,5	2,8
Giappone	9,2	8,3	8,0	1,4	1,8	3,0
Cina	3,7	4,8	7,8	1,9	2,9	6,3

Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

Nell'insieme, fra il 1999 e il 2004 l'allocazione dei proventi petroliferi aggiuntivi dei paesi esportatori di petrolio e in particolare di quelli dell'OPEC ha mostrato andamenti differenziati. In una prima fase, dopo il sostanziale aumento dei prezzi petroliferi nel 1999, le economie dell'OPEC hanno depositato buona parte dei propri proventi presso le banche internazionali mantenendo bassi i livelli degli investimenti in attività finanziarie e la spesa per importazioni. Tra il 2001 e il 2004 esse hanno invece notevolmente accresciuto le importazioni, analogamente a quanto hanno fatto i paesi della CSI. Del recente incremento avrebbe beneficiato l'area dell'euro. Di conseguenza, benché gli elevati corsi del petrolio deprimano di fatto l'attività di economie importatrici di petrolio come quelle che compongono l'area dell'euro, nell'attuale ciclo dei prezzi del petrolio gli effetti indiretti positivi connessi al reimpiego dei proventi petroliferi sono stati per l'area dell'euro lievemente più favorevoli rispetto ai precedenti episodi di aumento delle quotazioni.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati di maggio indicano un proseguimento della vigorosa crescita monetaria osservata dalla metà del 2004. Il processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro è proseguito, sia pure a un ritmo più moderato nei mesi recenti, ma l'effetto di stimolo esercitato su M3 dal basso livello dei tassi di interesse ha continuato a prevalere e ha alimentato la dinamica monetaria. Il livello contenuto dei tassi ha inoltre favorito un ulteriore rafforzamento della già robusta domanda di prestiti delle IFM da parte del settore privato. In presenza di questa combinazione di fattori, l'attuale abbondanza di liquidità nell'area dell'euro comporta dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. La liquidità accumulata e la forte espansione del credito potrebbero inoltre indurre ingenti aumenti nei prezzi delle attività.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

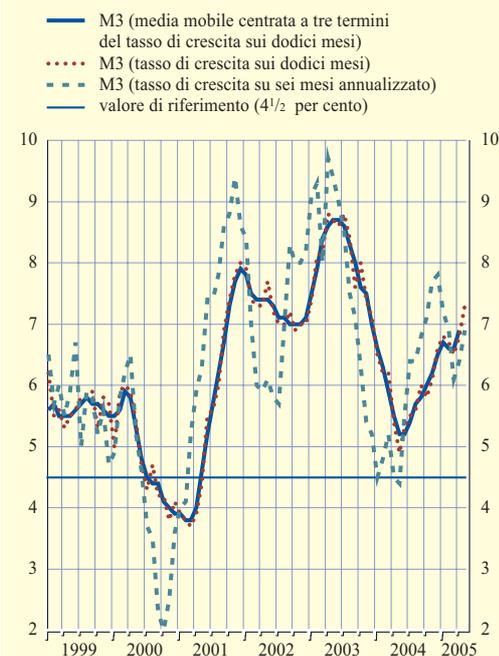
In maggio la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salita al 7,3 per cento, dal 6,8 in aprile. La media mobile a tre mesi relativa al periodo terminato a maggio è salita al 6,9 per cento, dal 6,6 di quello terminato ad aprile; il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno è aumentato ulteriormente al 6,9 per cento, dal 6,4 di aprile, confermando il vigore delle dinamiche monetarie a breve termine (cfr. figura 3). Malgrado la volatilità degli andamenti mensili recenti, i dati sembrano indicare un proseguimento della vigorosa crescita monetaria osservata dalla metà del 2004.

Per quanto riguarda i fattori sottostanti la dinamica monetaria, i dati di maggio sono in linea con la valutazione dei mesi precedenti. Gli andamenti monetari continuano ad essere influenzati da due fattori contrapposti. Da una parte, dal lato delle componenti, il basso livello dei tassi di interesse alimenta una rapida espansione di M1; dal lato delle contropartite, tale livello, unitamente a miglioramenti nelle condizioni di offerta del credito, contribuisce a mantenere robusta la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato. Dall'altra, il processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio, dopo l'eccezionale preferenza per la liquidità osservata fra il 2001 e la metà del 2003, ha continuato a frenare la crescita di M3; tuttavia il recente calo dei tassi di crescita sul mese precedente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) sembra indicare un rallentamento di tale processo.

Dato il proseguimento della vigorosa crescita di M3 nei trimestri più recenti, la liquidità nell'area dell'euro è ora significativamente superiore a quanto necessario a finanziare una crescita economica non inflazionistica. La stabilizzazione o riduzione di tale eccesso dipenderà in misu-

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.

ra fondamentale dal proseguimento della normalizzazione delle scelte di portafoglio del settore detentore di moneta dell'area. In una prospettiva di medio termine, la liquidità in eccesso potrà comportare dei rischi per la stabilità dei prezzi qualora le disponibilità liquide dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi in una fase di rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività economica. L'effetto congiunto della liquidità accumulata e di una forte espansione del credito potrebbe inoltre indurre ingenti aumenti nei prezzi delle attività.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In maggio M1 ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita sui dodici mesi di M3. Fra le componenti di M1, la crescita dei depositi a vista ha fatto segnare un ulteriore aumento, a fronte di una lieve moderazione della dinamica del circolante e degli altri depositi a breve termine (cfr. tavola 1).

Il tasso di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM escluso l'Eurosistema è aumentato ulteriormente in maggio. Dalla metà del 2004 l'accumulo di questo tipo di liquidità ha interessato tutti i settori, dato che la sua crescita ha beneficiato della domanda particolarmente vigorosa da parte sia degli intermediari finanziari non monetari sia, in misura inferiore, delle famiglie.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 è aumentato al 6,0 per cento in maggio, dal 3,2 in aprile, riflettendo un aumento della crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari che è tuttavia stato disomogeneo tra i diversi paesi. Dato che nei periodi di incertezza i fondi comuni monetari sono spesso utilizzati per "parcheggiare" fondi, la loro crescita relativamente moderata nei trimestri passati, dopo i vigorosi tassi a due cifre osservati tra la metà del 2001 e la fine del 2003, indica una normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro. Tuttavia, il fatto che la crescita delle consistenze di questo tipo di attività non abbia

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

Fonte: BCE.

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

fatto segnare un'ulteriore moderazione nei mesi recenti suggerisce un rallentamento del processo di normalizzazione.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, la crescita dei prestiti al settore privato ha registrato in maggio un'ulteriore aumento, al 7,6 per cento dal 7,4 del mese precedente, che ha riflesso l'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse e il miglioramento delle condizioni di offerta del credito, interessando tutti i principali settori non finanziari (cfr. tavola 2). Nel settore delle famiglie, l'impulso alla crescita è provenuto principalmente dall'espansione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. In un contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari, la crescita di prestiti per l'acquisto di abitazioni è rimasta invariata al 10,1 per cento in aprile, confermando l'ipotesi di una stabilizzazione dall'anno scorso, sia pure su livelli elevati. L'aumento in maggio della domanda di prestiti da parte di società non finanziarie conferma la tendenza complessiva al rialzo del tasso di crescita di tali prestiti in atto dall'inizio del 2004, che continua a essere sospinta principalmente dall'andamento dei prestiti a più breve termine. Anche la crescita dei prestiti a più lungo termine è rimasta vigorosa nel periodo, mentre è rallentata l'espansione del credito alle amministrazioni pubbliche, principalmente a causa di una minore detenzione di titoli da parte delle IFM (cfr. tavola 1).

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) è rimasto su un livello elevato, al 9,5 per cento, invariato rispetto al mese precedente (cfr. tavola 1) e solo lievemente inferiore al picco del 9,8 per cento di febbraio. Tali sviluppi sono indicativi di una normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro, anche se le dinamiche a più breve termine suggeriscono un rallentamento di tale processo.

Nel contempo, il flusso sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area ha registrato un'ulteriore moderazione (pur continuando a contribuire positivamente

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 apr.	2005 mag.
Società non finanziarie	41,6	3,6	4,3	5,1	5,7	6,0	6,3
Fino a 1 anno	30,8	-2,4	-1,4	1,6	3,3	4,5	5,2
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	5,2	6,0	5,8	6,7	6,8	6,5
Oltre 5 anni	51,8	7,1	7,3	7,0	6,9	6,7	6,9
Famiglie²⁾	50,3	6,9	7,4	7,8	8,1	8,0	8,2
Credito al consumo ³⁾	13,4	4,9	6,0	6,2	6,4	6,5	7,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	68,6	8,7	9,3	9,9	10,1	10,1	10,1
Altri prestiti	18,0	2,1	2,2	1,9	2,1	1,9	2,2
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	14,8	18,3	14,4	23,0	14,3	8,9
Altri intermediari finanziari non monetari	7,3	8,8	8,7	10,0	10,2	9,9	10,4

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.

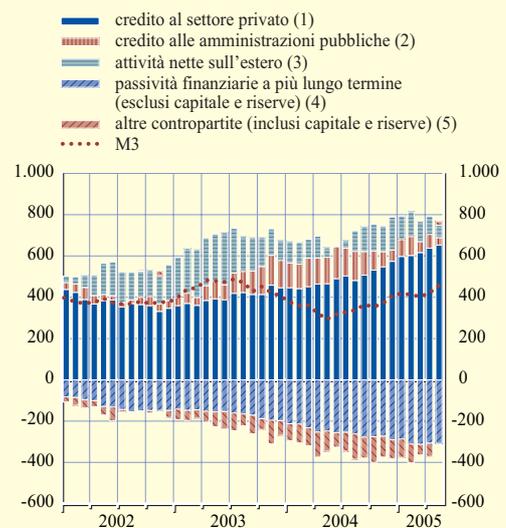
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

alla crescita di M3), a indicazione di una certa riluttanza del settore detentore di moneta a investire in attività estere. In maggio tale flusso si è attestato a 61 miliardi di euro, in diminuzione rispetto ai 161 miliardi nel dicembre 2004, esercitando un effetto di freno sulla crescita di M3 (cfr. il riquadro *Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM*).

In sintesi, l'ulteriore rafforzamento dell'espansione dei prestiti alle società non finanziarie e il proseguimento della forte crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a esercitare un impatto positivo sulla dinamica di M3. D'altra parte, il proseguimento della robusta espansione delle passività a più lungo termine delle IFM e la moderazione del flusso sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero confermano l'ipotesi di un proseguimento della normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro, sia pure a un ritmo più lento. Tuttavia, una certa riluttanza del settore detentore di moneta a investire in attività estere sembra avere impedito un più rapido processo di normalizzazione.

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 a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Riquadro 2

GLI ANDAMENTI RECENTI DELLE ATTIVITÀ NETTE SULL'ESTERO DELLE IFM

Dagli inizi del 2005 si è riscontrata una certa divergenza fra gli andamenti di M3 e quelli delle attività nette sull'estero delle IFM, una delle sue contropartite. Ciò fa seguito a un protratto periodo di stretto comovimento che sottolineava la dimensione internazionale degli sviluppi monetari. Tuttavia, anche nel corso di questo periodo, sono andati cambiando nel tempo sia l'entità del contributo fornito dalle attività nette sull'estero alle dinamiche monetarie, sia le forze generali e i soggetti economici all'origine dei flussi internazionali di capitale. Alla luce di ciò, in questo riquadro vengono individuate quattro diverse fasi tra il 2001 e il 2005 che permettono di collocare in prospettiva gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero.

Le attività nette sull'estero e il loro legame con la moneta

Quando il settore detentore di moneta dell'area dell'euro (principalmente famiglie e imprese non finanziarie) effettua con il resto del mondo una transazione di acquisto di un'attività regolata tramite una IFM dell'area dell'euro, tale transazione viene simultaneamente registrata come calo nelle attività nette sull'estero del settore delle IFM e nelle disponibilità monetarie delle famiglie o delle imprese non finanziarie che effettuano l'acquisto. In questo modo, il sistema contabile per il bilancio delle IFM mette in relazione gli andamenti dello stock di moneta con le variazioni nelle attività nette sull'estero del settore delle IFM.

Va tuttavia sottolineato che questa relazione contabile non implica alcun legame necessario di causa-effetto fra moneta e attività nette sull'estero. Riprendendo l'esempio precedente, le stesse transazioni esterne potrebbero essere finanziate tramite prestiti ovvero rispecchiare la volontà del settore detentore di moneta dell'area dell'euro di negoziare passività finanziarie a più lungo termine dell'area contro attività estere. Pertanto, a priori, esiste la possibilità che l'impatto finale sulle disponibilità monetarie dei movimenti nelle attività nette sull'estero delle IFM vari, e, per certo, le variazioni nei due aggregati non sono necessariamente in rapporto di uno a uno.

Le quattro fasi dei flussi di capitale dal 2001

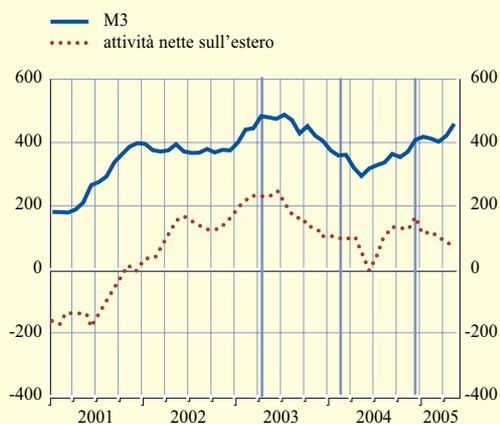
Negli ultimi anni la dimensione internazionale degli andamenti monetari (associata a transazioni come quella dianzi descritta) ha acquisito una posizione preminente nell'analisi di M3 dell'area dell'euro (cfr. figura A). Tra il 2001 e gli inizi del 2005 sono individuabili quattro fasi distinte, ciascuna caratterizzata da un impatto diverso sulle dinamiche monetarie e da diversi profili degli investimenti di residenti e non residenti, all'origine dei flussi di capitale.

Nella prima fase, tra il 2001 e metà 2003, un periodo caratterizzato da un'elevata incertezza di ordine geopolitico e finanziario, la forte crescita monetaria si è accompagnata a un vigoroso aumento delle attività nette sull'estero del settore delle IFM, nel contesto di ingenti afflussi di capitali verso l'area dell'euro. Durante la seconda fase, fra la metà del 2003 e gli inizi del 2004, un periodo contraddistinto dalla normalizzazione delle scelte di portafoglio del settore detentore di moneta, il calo graduale degli afflussi netti di capitale sui dodici mesi e l'associata diminuzione delle attività nette sull'estero hanno contribuito ad attenuare la crescita di M3. Nella terza fase, dagli inizi alla fine del 2004, la ripresa degli afflussi netti verso l'area e delle attività nette sull'estero, insieme al basso livello dei tassi di interesse prevalente nel periodo, hanno condotto a un nuovo rafforzamento della crescita di M3. Infine, nella quarta fase avviata agli inizi del 2005, M3 e le attività nette sull'estero hanno seguito andamenti differenziati. Dopo un breve periodo di stasi, i flussi annuali verso M3 hanno continuato ad acquistare vigore per lo stimolo proveniente dal basso livello dei tassi di interesse, mentre quelli verso le attività nette sull'estero hanno segnato una moderazione, non contribuendo così in termini contabili al rafforzamento della crescita di M3.

Al fine di evidenziare le principali forze in atto nelle quattro fasi, questo riquadro presenta un'analisi delle categorie di attività e dei gruppi di investitori coinvolti. Lo strumento naturale su cui basare questo tipo di analisi è la presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, che collega le attività nette sull'estero delle IFM alle statistiche di bilancia dei pagamenti. Essa consente, in primo luogo, di collegare le variazioni nelle attività nette sull'estero a categorie di attività specifiche (titoli di debito, azioni, ecc.) e, in secondo luogo, di operare una distinzione fra le transazioni effettuate da investitori dell'area dell'euro e quelle effettuate da investitori non residenti.

Figura A M3 e attività nette sull'estero delle IFM

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



Fonte: BCE.

Nota: le linee verticali separano i quattro periodi descritti nel riquadro.

Le attività nette sull'estero e gli investimenti internazionali

La figura B distingue alcune importanti forme di investimento internazionale che inducono variazioni nelle attività nette sull'estero del settore delle IFM: gli acquisti di titoli di debito (obbligazioni) e quelli di azioni e gli investimenti diretti.

Salvo che per alcuni periodi brevissimi ed eccezionali, dal 2001 l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per investimenti in titoli di debito (investimenti di portafoglio). In termini cumulati su dodici mesi tali afflussi sono stati pari in media a 95 miliardi di euro nel periodo.

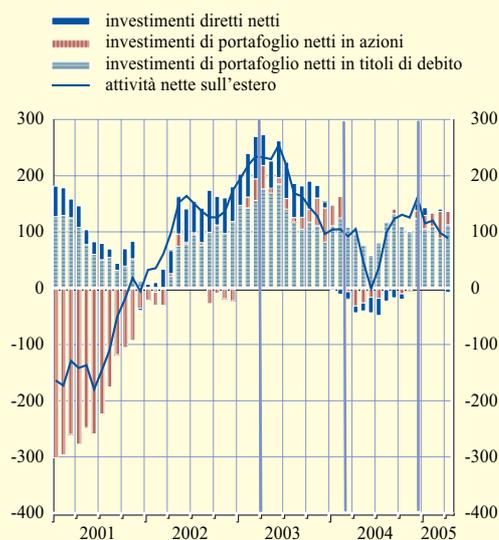
La somma degli investimenti diretti netti e degli investimenti di portafoglio netti in azioni è stata notevolmente inferiore. Essa ha inoltre esibito una ciclicità considerevolmente più marcata rispetto agli afflussi netti per investimenti in obbligazioni. Ad esempio, in un contesto di rafforzamento dell'economia mondiale fra metà 2003 e metà 2004, gli investimenti netti di portafoglio in azioni e gli investimenti diretti nell'area dell'euro sono calati, diventando addirittura negativi nel marzo del 2004. A partire dalla metà dello scorso anno gli afflussi netti per investimenti di portafoglio azionari hanno segnato un recupero, determinato dal fatto che i prezzi delle azioni dell'area dell'euro erano ritenuti maggiormente appetibili di quelli delle azioni estere.

In generale, le scelte di portafoglio a livello internazionale sono dettate dal profilo atteso di rischio/rendimento associato alle attività disponibili. In tale contesto, è probabile che le dinamiche del tasso di cambio concorrano in misura significativa a spiegare l'incentivo a investire in attività interne piuttosto che estere. Per esempio i flussi per investimenti azionari potrebbero essere motivati dalle aspettative di un apprezzamento della moneta di denominazione delle attività acquistate. Allo stesso tempo, attraverso l'influsso esercitato sulla domanda relativa delle varie valute, la *performance* relativa dei mercati delle attività nelle diverse aree valutarie può influire sul tasso di cambio. Pertanto, i flussi netti per investimenti azionari potrebbero influenzare l'andamento del tasso di cambio.

A prescindere dal rapporto causale prevalente – e in pratica è probabile che entrambe le relazioni entrino in gioco, con intensità variabile nel tempo – la correlazione implicita fra i tassi di cambio (o le connesse aspettative) e i flussi di capitale internazionali è confermata dai fatti stilizzati. La figura C mostra il legame fra le variazioni del tasso di cambio dollaro statunitense/euro, le revisioni delle aspettative riguardo all'andamento fra tre mesi dello stesso tasso di cambio misurate dalle previsioni di Consensus Economics e i flussi sui tre mesi delle attività nette sull'estero

Figura B Investimenti diretti e di portafoglio netti (controparte estera di M3)

(flussi sui dodici mesi; dati di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: le attività nette sull'estero sono riportate come riferimento. Per un elenco completo delle voci di bilancia dei pagamenti riflesse nelle attività nette sull'estero, cfr. la tavola 7.2 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino. Le linee verticali separano i quattro periodi descritti nel riquadro.

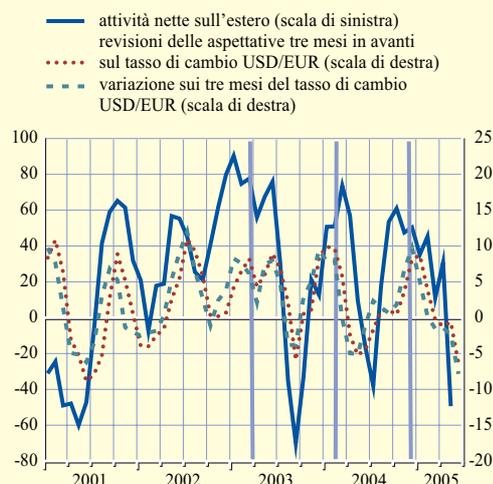
delle IFM. Il tasso di cambio e le connesse aspettative sono qui adottati come indicatori sintetici che riflettono vari fattori fondamentali sottostanti, quali i differenziali di tasso di interesse o quelli della crescita attesa fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Lo stretto legame osservato fra gli andamenti del tasso di cambio, delle connesse aspettative e delle attività nette sull'estero fa ritenere che un apprezzamento (effettivo o atteso) dell'euro nei confronti del dollaro statunitense vada di pari passo con un aumento delle attività nette sull'estero delle IFM.

Il differente profilo degli investimenti di non residenti e del settore detentore di moneta dell'area dell'euro

La correlazione complessiva evidente nella figura C deriva nondimeno da profili differenti degli investimenti dei non residenti e del settore detentore di moneta dell'area dell'euro negli ultimi anni. Al fine di evidenziare ciò, la figura D mostra i flussi sui dodici mesi per investimenti diretti e di portafoglio di non residenti verso l'area dell'euro (regolati tramite le IFM dell'area) e quelli verso l'estero del settore detentore di moneta dell'area (anch'essi regolati tramite le IFM dell'area). Benché non sia possibile distinguere gli effetti di domanda e di offerta che influenzano questi dati, la figura D nondimeno consente di cogliere alcuni fatti interessanti. Nelle prime due fasi (ossia tra il 2001 e gli inizi del 2004) la dinamica vigorosa della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro rispecchia il comportamento dei residenti nell'area e più in particolare il rimpatrio di fondi fino a metà 2003 e, tra la metà del 2003 e gli inizi del 2004, la successiva normalizzazione delle scelte di portafoglio al venir meno della forte incertezza geopolitica e finanziaria che aveva indotto l'iniziale rimpatrio. Nel corso di queste due fasi il profilo degli investimenti nell'area dell'euro dei non residenti è stato relativamente stabile e ha avuto quindi un ruolo marginale nello spiegare l'evoluzione nettamente differente delle attività nette sull'estero. Al contrario, nelle due fasi successive (ossia

Figura C Attività nette sull'estero e aspettative sul tasso di cambio

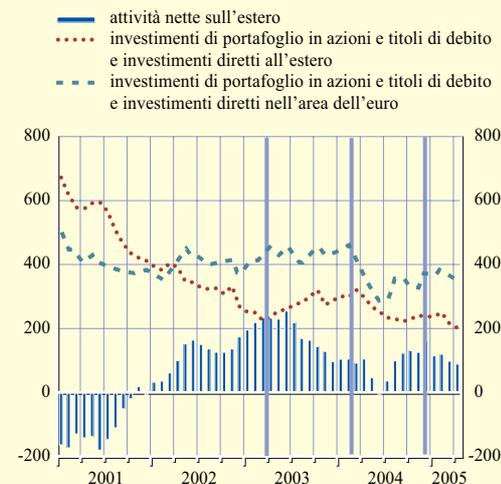
(scala di destra: flussi sui tre mesi; miliardi di euro; corretti per gli effetti stagionali e di calendario; scala di sinistra: in percentuale)



Fonti: BCE, Consensus Economics.
Note: le revisioni sono calcolate come variazione sui tre mesi della previsione sul tasso di cambio. Le linee verticali separano i quattro periodi descritti nel riquadro. Un valore positivo della variazione nei tre mesi del tasso di cambio USD/EUR corrisponde a un apprezzamento dell'euro in tale periodo.

Figura D Flussi di capitali in entrata e in uscita dall'area dell'euro

(flussi sui dodici mesi; dati di fine periodo; miliardi di euro)



Fonte: BCE.
Note: le attività nette sull'estero sono riportate come riferimento. Le linee verticali separano i quattro periodi descritti nel riquadro.

a partire dagli inizi del 2004) le dinamiche delle attività nette sull'estero sono state determinate in misura rilevante dagli investimenti diretti e di portafoglio dei non residenti. Il profilo di questi investimenti si è modificato a metà 2004, allorché presso gli investitori internazionali sono prevalse la considerazione che probabilmente le attività dell'area dell'euro erano in certa misura sottovalutate e le aspettative di un significativo apprezzamento dell'euro. Ciò ha provocato degli afflussi che, *ceteris paribus*, possono in parte spiegare la ripresa delle dinamiche monetarie osservata nell'area dell'euro nella seconda metà del 2004. Nella fase più recente (ossia dagli inizi di quest'anno), le aspettative dei mercati di un ulteriore apprezzamento del tasso di cambio dell'euro sono diminuite e gli afflussi verso attività nette sull'estero si sono moderati.

In conclusione, l'analisi presentata in questo riquadro illustra l'importante ruolo dei flussi di capitale internazionali nella determinazione delle dinamiche monetarie. Al crescere dell'integrazione dei mercati finanziari, tale ruolo è probabilmente destinato ad assumere importanza ancora maggiore. In particolare, è probabile che l'impatto sui flussi di capitale dell'evoluzione del tasso di cambio e delle connesse aspettative acquisti maggior peso nell'analisi monetaria complessiva.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In aprile la crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è rimasta relativamente vigorosa, sostenuta dal livello persistentemente elevato delle emissioni del settore finanziario, a fronte di un proseguimento della ripresa di quelle ad opera delle società non finanziarie. Nel contempo, le emissioni di azioni quotate da parte di residenti dell'area sono rimaste su livelli modesti.

TITOLI DI DEBITO

La crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è salita al 7,5 per cento in aprile, dal 7,1 in marzo (cfr. tavola 3), in linea con gli andamenti osservati da dicembre, che si collocano tra il 7 e il 7½ per cento. La crescita relativamente vigorosa è stata principalmente

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2005 1° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2004		2004		2005	
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	mar.	apr.
Emissione di titoli di debito:	9.704	6,9	7,1	6,8	7,2	7,1	7,5
IFM	3.844	7,9	8,5	8,8	9,0	8,7	8,9
Società finanziarie non monetarie	753	13,7	11,4	9,9	11,5	14,2	16,1
Società non finanziarie	612	2,2	3,6	3,0	3,3	5,1	6,1
Amministrazioni pubbliche	4.495	5,7	5,9	5,3	5,5	5,0	5,2
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	4.235	5,1	5,4	4,8	5,1	4,6	4,7
Altre amministrazioni pubbliche	260	18,5	16,4	14,6	13,7	12,0	12,8
Emissione di azioni quotate:	4.242	1,1	0,9	1,1	1,1	0,5	0,6
IFM	678	2,3	1,7	2,0	2,6	2,3	2,1
Società finanziarie non monetarie	422	1,6	1,7	1,5	0,3	-2,9	-3,0
Società non finanziarie	3.143	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8

Fonte: BCE.

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

sospinta dalla dinamica dei titoli a lungo termine, laddove il tasso di crescita dei titoli a breve si è mantenuto basso. In particolare, è rimasto elevato il tasso di variazione dei titoli di debito a lungo termine finanziati a tasso variabile, al 18,9 per cento in aprile, provocando un ulteriore lieve aumento, al 23 per cento, della quota dei finanziamenti a tasso variabile nelle consistenze totali dei titoli a lungo termine emessi da residenti dell'area.

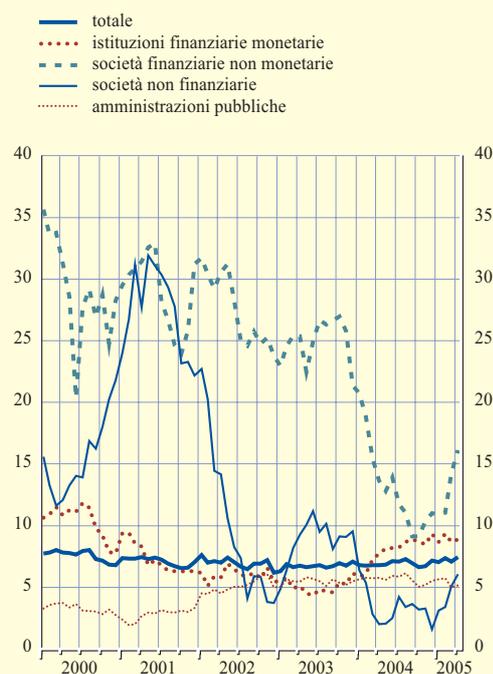
Per quanto concerne la scomposizione per settore, i titoli di debito emessi dalle IFM hanno continuato a crescere a un ritmo relativamente elevato, all'8,9 per cento contro l'8,7 di marzo (cfr. figura 5). In particolare, è rimasta vigorosa la crescita del finanziamento tramite emissione di obbligazioni a tasso variabile a lungo termine, al 18,8 per cento, a indicazione di come le IFM potrebbero avere sfruttato il costo contenuto del debito per finanziare la crescita relativamente vigorosa dei prestiti al settore privato (cfr. tavola 1 sopra). Sembra inoltre che l'aumento delle attività di emissione da parte di queste istituzioni possa essere in parte riconducibile ai prossimi cambiamenti circa la responsabilità giuridica delle IFM del settore pubblico in un paese dell'area dell'euro.

La crescita delle emissioni di titoli di debito di società non finanziarie è aumentata ulteriormente al 6,1 per cento in aprile, dal 5,1 in marzo. Ciò riflette il proseguimento della forte ripresa delle emissioni di obbligazioni a lungo termine, salite al 7,0 per cento in aprile dal 5,5 di marzo, grazie in parte a effetti base. Oltre la metà di tali emissioni nette in aprile è stata finanziata a tasso variabile. La crescita delle emissioni di obbligazioni a breve, di norma abbastanza variabile, ha registrato un calo all'1,7 per cento, dal 2,8 di marzo, sempre parzialmente riconducibile a effetti base. La ripresa complessiva della crescita delle emissioni obbligazionarie di società non finanziarie, dopo i bassi tassi del 2004, è probabilmente ascrivibile al costo molto contenuto del finanziamento mediante emissione di obbligazioni (nonostante il lieve rincaro di aprile, attribuibile a un incremento dei differenziali sui titoli di debito societari) e a una certa ripresa delle attività di fusione e acquisizione nel 2005. Il recupero della crescita segnala inoltre una certa normalizzazione dopo i volumi relativamente elevati dei rimborsi nel 2004. Nel complesso, sembra che le società non finanziarie abbiano accumulato disponibilità liquide nel passato recente, come indicato dall'andamento favorevole degli utili e dalla crescita, relativamente vigorosa, dei depositi bancari detenuti da tali società e della loro domanda di finanziamento esterno.

Le società finanziarie non monetarie vengono spesso utilizzate dalle società non finanziarie e dalle IFM per la raccolta indiretta di finanziamento esterno. La crescita delle emissioni di titoli di debito da parte di tale settore è aumentata ulteriormente al 16,1 per cento in aprile, dal 14,2 di marzo. Dopo il prolungato periodo di crescita di questi ultimi anni, le consistenze di titoli di debito

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.

emessi dalle società finanziarie non monetarie rappresentavano in aprile quasi l'8 per cento delle obbligazioni totali emesse da residenti dell'area dell'euro, contro il 6,3 per cento per le società non finanziarie, a indicazione della crescente importanza di questo settore. Anche le società finanziarie non monetarie sembrano avere beneficiato del basso livello dei tassi di interesse a breve per il loro finanziamento. La crescita dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile emessi dal settore è aumentata ulteriormente al 33,5 per cento in aprile, dal 27,8 in marzo.

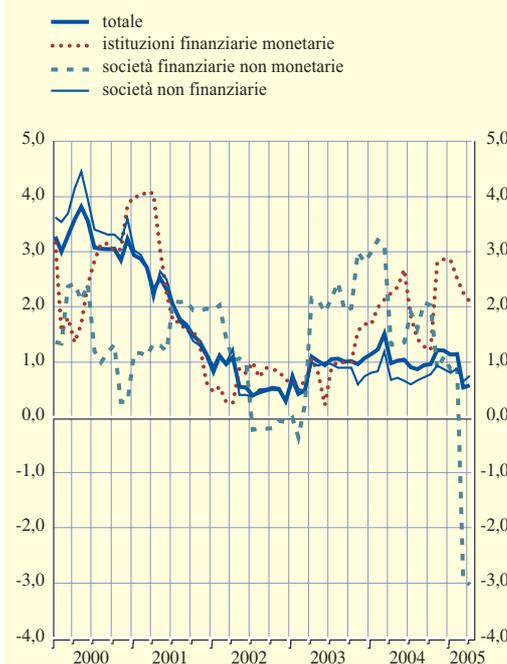
La crescita dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è rimasta sostanzialmente invariata al 5,2 per cento in aprile, dal 5,0 di marzo. Ciò riflette la sostanziale stabilità al 4,7 per cento della crescita dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni centrali (pari a circa il 95 per cento delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche), a fronte di un lieve aumento al 12,8 per cento dei titoli emessi da altre branche dell'amministrazione pubblica, principalmente amministrazioni locali; l'espansione di quest'ultima categoria di titoli è peraltro in rallentamento dall'oltre 30 per cento registrato all'inizio del 2003.

AZIONI QUOTATE

La crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro si è mantenuta su livelli relativamente contenuti in aprile, allo 0,6 per cento dallo 0,5 di marzo (cfr. figura 6). Nel contempo, le emissioni lorde di tali titoli, pur manifestando una certa complessiva volatilità, sembrano essere aumentate lievemente nei mesi recenti. La crescita delle azioni quotate emesse da società finanziarie non monetarie (comprese le società di assicurazione) si è collocata a -3,0 per cento in aprile, dopo il -2,9 di marzo, anche se si prevede una revisione del dato nel prossimo mese sulla base di nuovi dati statistici. Il ricorso generalmente basso al finanziamento azionario quale fonte di finanziamento esterno è probabilmente collegato al livello, negli ultimi tempi molto favorevole, del costo reale del finanziamento mediante indebitamento rispetto al costo del capitale di rischio, come dimostra il forte ricorso a tale tipologia di finanziamento esterno negli ultimi mesi.

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

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



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

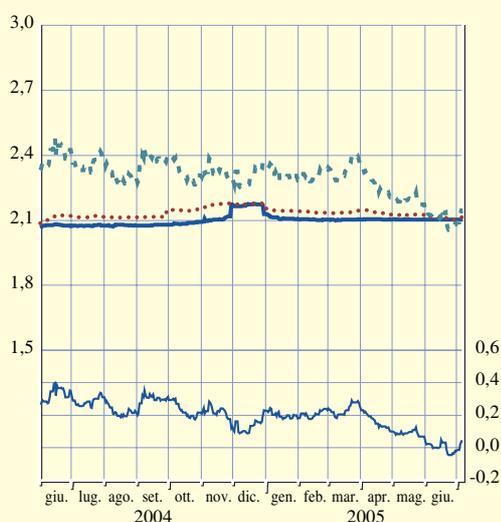
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In giugno i tassi di interesse del mercato monetario a più breve termine sono rimasti stabili, mentre quelli a più lunga scadenza sono diminuiti considerevolmente. Pertanto, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è divenuta lievemente negativa nel corso del mese. Tuttavia, all'inizio di luglio i tassi di interesse a più lungo termine sono aumentati, tornando ai livelli dell'inizio di giugno.

Figura 7 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

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

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

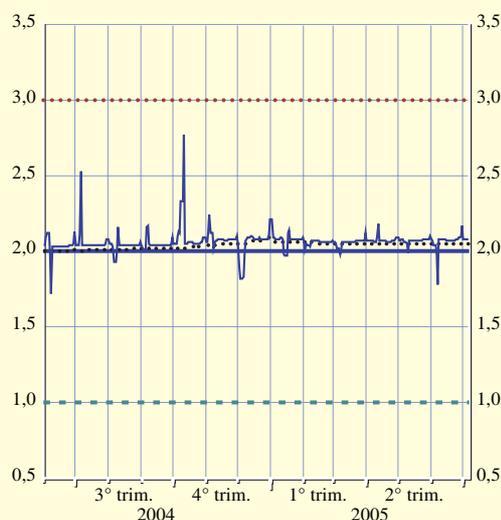


Fonte: Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

In giugno i tassi del mercato monetario nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti si sono mantenuti sostanzialmente stabili, mentre l'Euribor a dodici mesi è notevolmente sceso, a un livello inferiore a quello della fine di maggio. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti è divenuta lievemente negativa nel corso del mese. Nondimeno, all'inizio di luglio i tassi di interesse a più lungo termine sono risaliti, riportandosi sui livelli osservati all'inizio di giugno. Pertanto, l'inclinazione della curva dei rendimenti è aumentata all'inizio di luglio e il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è collocato a 4 punti base il 6 luglio, invariato rispetto al 1° giugno.

Analogamente, in giugno i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future* con scadenza a settembre e dicembre 2005 e a marzo e giugno 2006 sono diminuiti fino a 10 punti base. Tuttavia, all'inizio di luglio i *future* sull'Euribor sono risaliti a livelli superiori a quelli dell'inizio di giugno, raggiungendo rispettivamente il 2,10, il 2,09, il 2,13 e il 2,22 per cento il 6 luglio.

In giugno i tassi del mercato monetario nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti sono rimasti stabili. Durante questo mese, i tassi marginale e medio ponderato sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si sono collocati intorno al 2,05 per cento. L'Eonia si è mantenuto stabile a circa il 2,07/2,08 per cento con due eccezioni. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 7 giugno è sceso all'1,78 per cento per effetto di condizioni di liquidità abbondante. Un'operazione di regolazione puntuale di assorbimento di liquidità condotta alla fine del periodo di mantenimento non ha assorbito completamente la liquidità in eccesso poiché il 7 giugno le banche hanno offerto soltanto 3,7 miliardi di euro nella raccolta di depositi a tempo determinato a fronte dell'annuncio di uno squilibrio di liquidità pari a 7,5 miliardi. Dopo

il 24 giugno l'Eonia si è accresciuto moderatamente in anticipazione del consueto effetto di fine semestre, portandosi al 2,17 per cento il 30 giugno (cfr. figura 8).

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 30 giugno, i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 2,06 e al 2,07 per cento, inferiori di 2 e 1 punti base a quelli dell'operazione precedente e di 5 e 4 punti base ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti a quella data.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Dalla fine di maggio i rendimenti obbligazionari hanno evidenziato oscillazioni significative nei principali mercati. Nel complesso, il 6 luglio i rendimenti nominali sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro erano calati a livelli leggermente inferiori a quelli di fine maggio, mentre quelli degli Stati Uniti risultavano in aumento. L'inflazione di pareggio è diminuita in entrambe le aree economiche. I rendimenti reali sulle obbligazioni sono scesi nell'area dell'euro ma si sono accresciuti negli Stati Uniti, rispecchiando in certa misura le percezioni degli operatori di prospettive a breve termine differenti nelle due aree.

I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono diminuiti marginalmente fra la fine di maggio e il 6 luglio 2005, collocandosi in questa data al 3,3 per cento circa (cfr. figura 9). Per contro, negli Stati Uniti i rendimenti delle obbligazioni a dieci anni sono aumentati approssimativamente di 10 punti base, raggiungendo nello stesso giorno un livello pari a circa il 4,1 per cento. Pertanto, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato, portandosi a circa 80 punti base il 6 luglio. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni in Giappone hanno concluso il periodo in esame sostanzialmente invariati rispetto ai livelli di fine maggio.

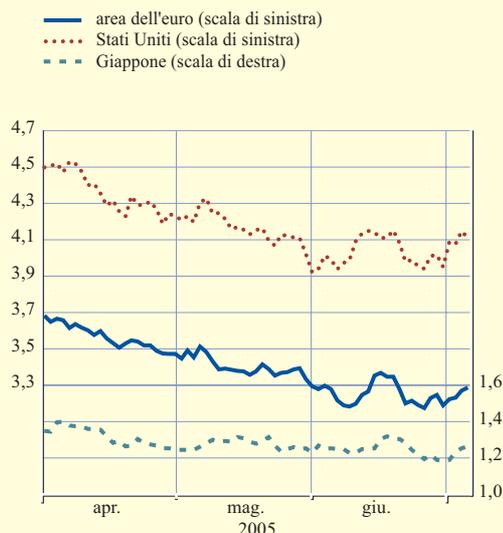
Nonostante il rialzo dei corsi petroliferi, le aspettative di inflazione degli operatori di mercato, misurate dai tassi di inflazione di pareggio, sono diminuite su tutte le scadenze nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, contribuendo così a mantenere i rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine su livelli molto bassi. I dati macroeconomici pubblicati hanno fornito segnali in certa misura contrastanti circa l'attività economica delle ultime settimane, determinando oscillazioni significative dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nel periodo in esame. Tuttavia, l'incertezza degli operatori sulla dinamica a breve termine del mercato obbligazionario, indicata dalla volatilità implicita, è rimasta relativamente contenuta nelle principali economie (cfr. figura 10).

Le fluttuazioni dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti hanno rispecchiato variazioni della fiducia del mercato seguite alla pubblicazione di diversi indicatori dell'attività economica nel corso di giugno. All'inizio di luglio i rendimenti dei titoli obbligazionari indicizzati sono aumentati per tutte le scadenze negli Stati Uniti, riflettendo un valutazione più favorevole degli operatori circa le prospettive di crescita negli Stati Uniti a breve e medio termine, risultante dal vigore del clima di fiducia dei consumatori, dall'andamento relativamente positivo del mercato del lavoro e dalla revisione al rialzo dei dati relativi alla crescita per il primo trimestre del 2005. Nel contempo le aspettative di inflazione degli operatori di mercato negli Stati Uniti, misurate dai tassi di inflazione di pareggio, sono diminuite considerevolmente su tutte le scadenze, ma in particolare su quelle più a breve.

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati, poiché l'alto livello dei corsi petroliferi e i suoi effetti sulla crescita economica sembra abbiano controbilanciato le percezioni degli investitori riguardo alle recenti informazioni relativamente positive sull'attività economica.

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

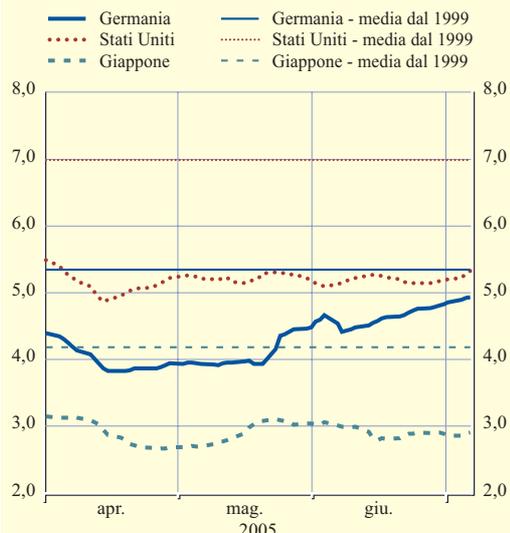
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono calati ulteriormente in giugno, raggiungendo nel corso del mese il livello più basso registrato dall'inizio della Terza fase dell'UEM. La flessione dei tassi di interesse a lungo termine osservata nell'area dell'euro negli ultimi mesi sembra da ricondurre principalmente alla percezione da parte degli operatori di mercato di un indebolimento delle prospettive per l'attività economica nell'area, come indicato da rendimenti più bassi sulle obbligazioni indicizzate. Misure alternative per i rendimenti reali nell'area dell'euro ricavate dai dati sugli *swap* suggeriscono che gli investitori potrebbero avere rivisto al ribasso le proprie aspettative concernenti le prospettive di crescita a breve e medio termine, mentre le loro valutazioni circa le prospettive di crescita a lungo termine sembrano essersi mantenute in certa misura più stabili (cfr. il riquadro 3 per dettagli).

Riquadro 3

STRUMENTI PER IL CALCOLO E L'INTERPRETAZIONE DEGLI ANDAMENTI DEI TASSI DI INTERESSE REALI NELL'AREA DELL'EURO

L'analisi dei tassi di interesse reali a pronti e a termine ricopre un importante ruolo nella valutazione ad opera delle banche centrali delle informazioni ottenute dai mercati finanziari ¹⁾. Questo riquadro presenta varie metodologie per ricavare le misure dei tassi di interesse reali a termine (o *forward*).

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

Misure *ex ante* basate su indagini

I tassi di interesse reali possono essere costruiti *ex ante* scontando i tassi di interesse nominali osservabili nel mercato dei titoli di Stato con le aspettative di inflazione ricavate dalle indagini²⁾. Il calcolo delle misure *ex ante* dei tassi di interesse reali per le varie scadenze permette di ottenere i tassi di interesse reali a termine. L'inconveniente di questa metodologia è che i tassi reali così ottenuti potrebbero essere distorti dai premi per il rischio di inflazione potenzialmente incorporati nei tassi nominali.

Rendimenti delle obbligazioni indicizzate

I rendimenti delle obbligazioni indicizzate forniscono una misura più diretta dei tassi di interesse reali nel senso che non si basano su indagini e non sono influenzati dai premi per il rischio di inflazione, sebbene possano risentire di premi per la liquidità. A causa del numero limitato di emissioni di obbligazioni indicizzate, tuttavia, non è facile stimare una curva dei rendimenti reali per l'area dell'euro. In alternativa, è possibile calcolare tassi a termine reali indicativi a partire da singole obbligazioni indicizzate, combinando i rendimenti reali delle obbligazioni di diversa scadenza sulla base di alcune ipotesi semplificative³⁾. Nella figura A sono rappresentati i tassi di interesse reali a termine ricavati sulla base dei rendimenti di obbligazioni indicizzate di scadenze selezionate.

Misure basate sugli *swap*

Negli ultimi anni il mercato dei contratti di *swap* indicizzati all'inflazione ha conosciuto una notevole espansione nell'area dell'euro. I dati di mercato indicano che le contrattazioni degli ultimi 12 mesi hanno superato 4 miliardi di euro in termini di ammontare nozionale⁴⁾. Si ritiene che questo mercato possa oggi servire a stimare la curva dei rendimenti reali per l'area dell'euro poiché l'attività di negoziazione è sensibilmente migliorata e gli *swap* indicizzati all'inflazione sono disponibili per un'ampia gamma di scadenze (la struttura per scadenze dei contratti di *swap* indicizzati all'inflazione a cedola zero quotati va dai due ai 30 anni).

Insieme alla curva dei rendimenti nominali, i tassi di inflazione impliciti nei contratti di *swap* indicizzati all'inflazione forniscono informazioni sui tassi di interesse reali e possono pertanto essere utilizzati per stimare la curva dei rendimenti reali. L'idea è che gli *swap* di tasso di interesse tradizionali e i contratti di *swap* indicizzati all'inflazione possano essere considerati congiuntamente per calcolare i rendimenti reali per varie scadenze.

La curva dei rendimenti reali si ricava in tre fasi. Primo, viene stimata la curva dei rendimenti nominali sulla base degli *swap* sull'Euribor. Secondo, viene tracciato il profilo dei tassi di inflazione impliciti sulla base dei tassi degli *swap* indicizzati. Infine, viene calcolata la curva dei rendimenti reali come differenza fra la curva dei rendimenti nominali e i tassi di inflazione impliciti. È poi possibile ottenere i tassi di interesse reali a termine a partire dalla curva dei rendimenti reali.

Malgrado i miglioramenti nella liquidità del mercato degli *swap* indicizzati all'inflazione, il fatto che la curva dei rendimenti reali sia ottenuta dall'interpolazione di questi *swap* con quelli

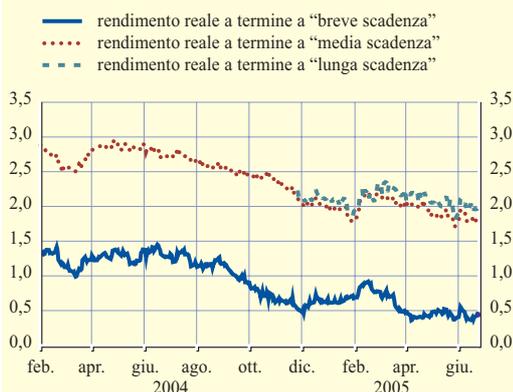
2) In particolare, si assume che i rendimenti a scadenza delle singole obbligazioni indicizzate rappresentino rendimenti di titoli a cedola zero, benché, in realtà, le obbligazioni indicizzate siano titoli con cedola.

3) Cfr. anche il riquadro sugli *swap* indicizzati all'inflazione nel numero di settembre 2003 di questo Bollettino.

4) Inoltre, poiché la durata media finanziaria di un'obbligazione indicizzata è inferiore alla sua scadenza, i rendimenti reali a termine per scadenze equivalenti nelle figure A e B non sono direttamente confrontabili.

Figura A Rendimenti reali a termine dell'area dell'euro basati su obbligazioni indicizzate

(valori percentuali in ragione d'anno)

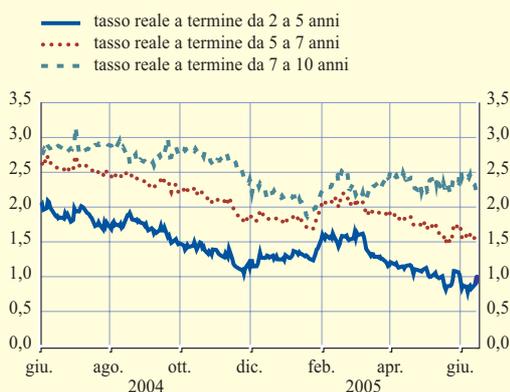


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i tassi reali a breve scadenza sono misurati dal rendimento sulle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2008. I rendimenti impliciti nei contratti a termine sulle obbligazioni indicizzate per il 2008-2014 e per il 2012-2015 misurano i tassi di interesse reali a medio e a lungo termine, rispettivamente.

Figura B Tassi a termine reali dell'area dell'euro basati sul tasso di interesse e sui tassi sugli *swap* indicizzati all'inflazione

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: CDC-IXIS, Reuters, elaborazioni della BCE.

di tasso di interesse raccomanda cautela nell'interpretazione dei risultati per una data o una scadenza particolare. Inoltre, la curva dei tassi reali a termine è particolarmente sensibile a variazioni anche modeste nei tassi di interesse a pronti. Di conseguenza, è consigliabile valutare l'evoluzione dei tassi a termine su periodi di tempo di più anni. Ad esempio, la figura B mostra le serie temporali dei rendimenti reali a termine per orizzonti brevi (da due a cinque anni), medi (da cinque a sette anni) e lunghi (da sette a dieci anni). Si noti che questi rendimenti reali a termine sono calcolati da tassi a scadenze costanti, mentre quelli della figura A derivano da rendimenti obbligazionari con data di scadenza fissa ⁵⁾.

Variazioni recenti nei tassi reali a termine

Gli andamenti recenti delle varie misure dei tassi di interesse reali a termine sono sostanzialmente simili. I tassi reali *forward* a breve termine sono significativamente diminuiti negli ultimi 12 mesi, mentre quelli a lungo termine sono rimasti leggermente più stabili, quantomeno nei mesi più recenti. Ciò conforterebbe l'interpretazione secondo cui il recente calo nei rendimenti reali, indipendentemente dalla metodologia di calcolo, sarebbe collegato più a una fase di debolezza ciclica che a minori prospettive di crescita a lungo termine per l'area dell'euro ⁶⁾.

Tuttavia, nell'interpretazione di questi risultati va tenuto conto che oltre ai fattori tecnici cui si è brevemente accennato – ossia i premi per il rischio e la liquidità, ma forse anche per il rischio di controparte nel caso degli *swap* – il basso livello dei tassi di interesse reali nei mercati mondiali sembra essere influenzato da vari fattori non necessariamente collegati alle aspettative di crescita. Nella misura in cui i loro effetti non possono essere quantificati in maniera conclusiva a questo stadio, le prospettive desunte dal mercato obbligazionario andrebbero interpretate con cautela ⁷⁾.

5) Le misure *ex ante*, qui non riportate, forniscono risultati in linea con questa interpretazione.

6) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei tassi di interesse reali a lungo termine* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

I timori degli operatori di mercato circa le pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro sembrano essersi alleviati ulteriormente in giugno, contribuendo a un calo dei rendimenti nominali sulle obbligazioni. All'inizio di quel mese il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, derivato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato francesi e quelli di titoli analoghi indicizzati con scadenza nel 2015 è sceso al di sotto del 2 per cento, per la prima volta dalla metà del 2003, mantenendosi per lo più sotto quella soglia nei giorni seguenti. Inoltre, sono diminuiti anche i tassi di inflazione di pareggio su orizzonti a più breve termine.

All'inizio di luglio i tassi di interesse overnight a termine indicano che gli operatori di mercato si attendono che i tassi di riferimento dell'area dell'euro rimangano invariati per un periodo più lungo di quello previsto un mese fa (cfr. figura 11).

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In aprile i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai nuovi depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto a marzo, mentre i corrispondenti tassi a più lungo termine sono diminuiti. La maggior parte dei tassi delle IFM sui nuovi prestiti si è mantenuta relativamente stabile nel mese.

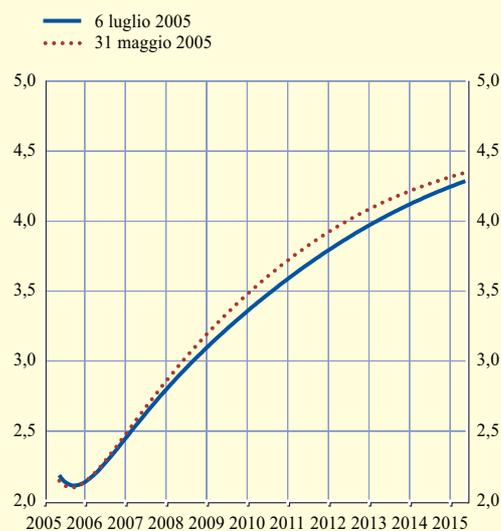
I tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi depositi delle famiglie (con durata prestabilita fino a un anno e rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) nonché quelli sui depositi delle società non finanziarie (depositi a vista e depositi con durata prestabilita fino a un anno) sono rimasti sostanzialmente stabili fra marzo e aprile (cfr. tavola 4). Per contro, i tassi a più lungo termine sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni sono calati di circa 10-15 punti base nello stesso periodo, sostanzialmente in linea con gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato a medio termine. Il tasso sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi si è mantenuto pressoché immutato fra marzo e aprile ma è calato in certa misura negli ultimi tre mesi, riflettendo la reazione generalmente ritardata di questo tasso alle variazioni dei tassi di interesse di mercato.

In un'ottica di più lungo periodo, i tassi a breve termine sui depositi hanno in generale evidenziato cambiamenti molto modesti negli ultimi tre-dodici mesi, restando in linea con la dinamica dei tassi di interesse di mercato (cfr. figura 12). Per contro, i tassi a lungo termine sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono scesi di circa 10-15 punti base negli ultimi dodici mesi (cfr. figura 13).

La maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie e alle società non

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.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

 (valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati ^{1) 2)})

							Variazione in punti base fino a aprile 2005		
	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 mar.	2005 apr.	2004 apr.	2005 gen.	2005 mar.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,90	1,88	1,90	1,95	1,92	1,93	-1	-1	1
con durata prestabilita oltre due anni	2,41	2,45	2,48	2,31	2,38	2,29	-15	-13	-9
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,94	1,97	2,00	2,01	1,97	1,95	0	-3	-2
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,60	2,54	2,52	2,52	2,47	2,45	-12	-4	-2
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie									
	0,88	0,88	0,89	0,91	0,94	0,94	7	2	0
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,96	1,99	2,00	2,08	2,00	2,01	4	-3	1
con durata prestabilita oltre due anni	3,22	3,56	3,52	3,46	3,34	3,20	-8	-3	-14
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	6,69	6,51	6,89	6,74	6,62	6,54	-29	-43	-8
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,48	3,45	3,50	3,44	3,42	3,40	-2	-3	-2
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,90	4,82	4,82	4,50	4,35	4,36	-46	-7	1
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,47	5,39	5,38	5,27	5,26	5,24	-21	-12	-2
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,98	3,97	3,99	3,98	3,91	3,91	-3	-7	0
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,77	4,72	4,70	4,44	4,33	4,36	-38	-10	3
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,93	3,01	3,00	3,04	3,02	2,99	0	-3	-3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,30	4,17	4,31	4,06	4,04	3,93	-25	-3	-11
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,03	2,11	2,12	2,17	2,14	2,14	9	-1	0
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,16	2,74	2,60	2,36	2,49	2,34	-5	-5	-15
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,06	3,60	3,35	2,93	3,08	2,89	-42	-3	-19

Fonte: BCE.

 1) 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 ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

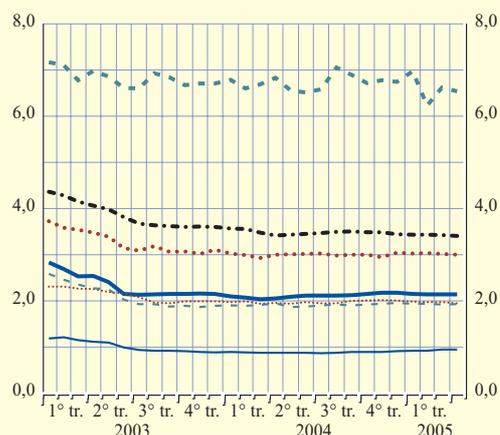
2) I dati trimestrali si riferiscono alla fine del trimestre.

finanziarie è rimasta relativamente stabile fra marzo e aprile, dopo aver fatto registrare diminuzioni di varia misura negli ultimi tre mesi. Il tasso a breve termine sul credito al consumo ha mostrato una certa volatilità negli ultimi mesi e si è ridotto considerevolmente dall'inizio dell'anno, principalmente a causa di andamenti riguardanti un paese dell'area dell'euro (cfr. figura 12). La flessione complessiva di tale tasso negli ultimi mesi è stata in linea con un allentamento dei criteri applicati al credito al consumo nel primo trimestre del 2005, come indicato dall'indagine sul credito bancario dell'area dell'euro di aprile. L'andamento recente del tasso sui prestiti alle società non finanziarie superiori a un milione di euro con un periodo di determinazione iniziale del tasso oltre i cinque anni, illustrato dalla figura 13, è stato analogo, con un calo di 11 punti base fra marzo e aprile.

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 ponderati¹⁾)

- 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 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



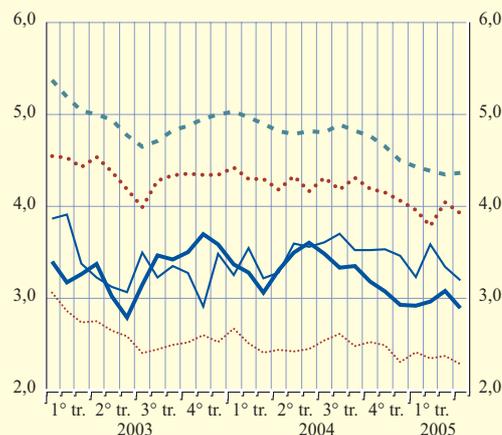
Fonte: BCE.

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 ponderati¹⁾)

- 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.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai prestiti per l'acquisto di abitazioni nonché la maggior parte dei tassi a breve termine sui prestiti alle società non finanziarie sono rimasti in larga misura invariati negli ultimi dodici mesi, in linea con l'andamento dei tassi di interesse del mercato monetario. Per contro, i tassi delle IFM sui prestiti per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni hanno segnato una notevole diminuzione pari a 46 punti base. Inoltre, i tassi sui prestiti alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso oltre i cinque anni (di inferiori e superiori a un milione di euro) sono scesi di circa 25-40 punti base, sostanzialmente in linea con l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni.

2.6 MERCATI AZIONARI

Nel complesso, le quotazioni sui mercati azionari globali hanno mostrato un incremento nel corso dell'ultimo mese. Dati positivi sugli utili sembrano avere controbilanciato i timori degli investitori circa l'aumento dei corsi petroliferi e le prospettive di crescita delle principali economie.

In giugno i corsi azionari si sono accresciuti nei principali mercati, confermando così l'andamento al rialzo iniziato alla fine di aprile (cfr. figura 14). In particolare, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno mostrato una certa tenuta a fronte del peggioramento delle prospettive di crescita dell'area. Secondo l'indice Dow Jones Euro Stoxx, i corsi azionari dell'area sono aumentati di quasi il 5 per cento fra la fine di maggio e il 6 luglio, facendo pertanto meglio del mercato azionario statunitense che, in base all'indice Standard & Poor's 500, non ha pressoché evidenziato variazioni. L'indice giapponese Nikkei 225 ha segnato una crescita di circa il 3 per cento nello stesso periodo.

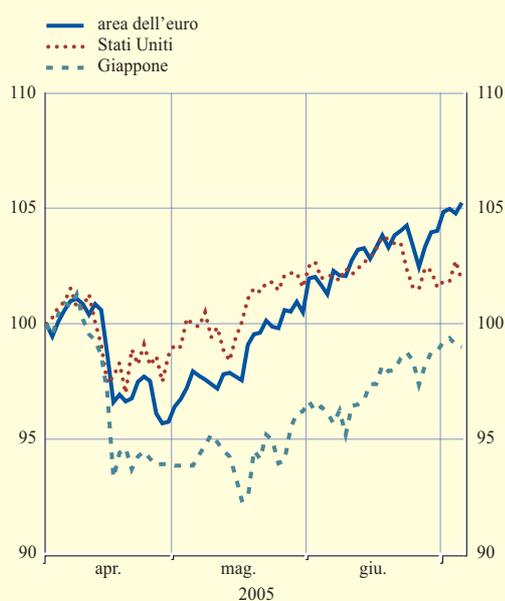
Nel contempo l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita estratta dalle opzioni su azioni, è in qualche misura ulteriormente diminuita nei principali mercati, particolarmente in Giappone, raggiungendo livelli molto bassi in termini storici (cfr. figura 15).

In giugno i corsi azionari negli Stati Uniti hanno continuato a essere sostenuti dalla crescita relativamente forte degli utili dichiarati, nonostante i timori degli investitori circa l'aumento dei prezzi del petrolio.

La dinamica relativamente vivace delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro in giugno e, in generale, anche negli ultimi mesi sembra in certa misura in contraddizione con le prospettive degli investitori lievemente meno ottimistiche riguardo all'attività economica a breve e medio termine nell'area dell'euro, le quali contribuiscono invece a spiegare la graduale diminuzione dei rendimen-

Figura 14 Indici dei corsi azionari

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

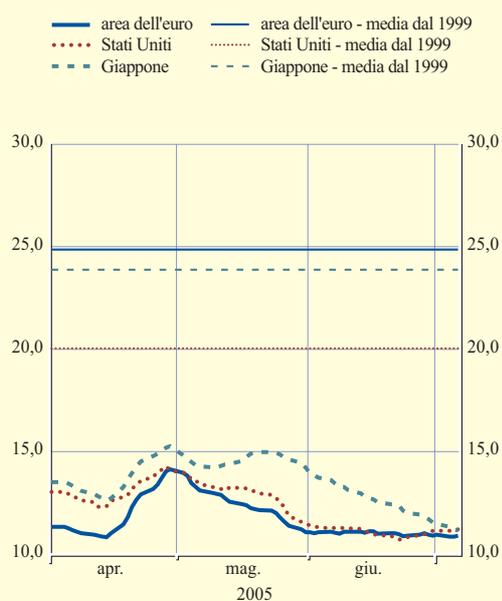


Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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.

ti obbligazionari reali. Vi sono tuttavia alcuni fattori di cui si dovrebbe tenere conto. In primo luogo, i più bassi tassi di interesse reali determinano tassi di sconto inferiori, sostenendo così *ceteris paribus* le quotazioni azionarie. In secondo luogo, anche la redditività relativamente forte delle imprese dell'area dell'euro ha continuato a sostenere i corsi azionari. In terzo luogo, le aspettative relative agli utili societari sembrano avere tratto vantaggio dal deprezzamento dell'euro negli ultimi mesi. Inoltre, gli indici ampi delle quotazioni azionarie hanno in larga misura risentito dei netti aumenti delle quotazioni nel settore energetico, che ha beneficiato degli elevati corsi petroliferi per diventare il comparto con i migliori risultati. Infine, gli indici ampi dell'area dell'euro probabilmente riflettono le aspettative riguardo agli utili relativamente a imprese che operano anche in altre aree economiche. Pertanto, i risultati positivi del mercato azionario non sono necessariamente incoerenti con il fatto che gli operatori di mercato nutrano prospettive economiche meno ottimistiche per l'area dell'euro.

3 PREZZI E COSTI

In maggio l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area è scesa all'1,9 per cento, dopo essersi attestata al 2,1 per cento per tre mesi consecutivi. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione armonizzata si è collocata al 2,1 per cento in giugno, principalmente a causa dei più alti prezzi del petrolio registrati da metà maggio. Le pressioni sui prezzi alla produzione si sono lievemente allentate in maggio, rispecchiando i minori rincari nel settore energetico (riconducibili al calo dei prezzi del petrolio in aprile e nella prima metà di maggio) nonché nel settore dei beni intermedi. Infine, gli andamenti degli indicatori del costo del lavoro nel primo trimestre hanno confermato che gli incrementi salariali sono restati modesti. Nei prossimi mesi l'inflazione armonizzata dovrebbe sostanzialmente mantenersi sugli attuali livelli e potrebbe non calare al di sotto del 2% nel resto dell'anno. In prospettiva, le spinte inflazionistiche di fondo nell'area dovrebbero rimanere contenute, benché sussistano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER GIUGNO 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in giugno l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è aumentata al 2,1 per cento, dall'1,9 di maggio (cfr. tavola 5). Data la natura preliminare dei dati, tale stima è caratterizzata da un considerevole grado di incertezza: tuttavia, le informazioni provvisorie suggeriscono che l'incremento dell'inflazione complessiva è ascrivibile molto probabilmente alla dinamica dei prezzi del petrolio in dollari statunitensi e agli andamenti del tasso di cambio dell'euro.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A MAGGIO 2005

In maggio l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area è scesa all'1,9 per cento, dopo essersi attestata al 2,1 per cento per tre mesi consecutivi (cfr. figura 16), e si è collocata 0,1 punti percentuali al di sotto della stima rapida dell'Eurostat pubblicata a fine mese. Il calo del tasso di incremento dello IAPC complessivo è il risultato di forze opposte. Da un lato, la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati è salita all'1,6 per cento, rispetto all'1,4 del mese precedente. Dall'altro lato, più deboli rincari petroliferi hanno più che compensato questa pressione al rialzo.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005 gen.	2005 feb.	2005 mar.	2005 apr.	2005 mag.	2005 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	1,9	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1
Beni energetici	3,0	4,5	6,2	7,7	8,8	10,2	6,9	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	-0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	2,8	2,6	1,6	1,6	1,5	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	.
Servizi	2,5	2,6	2,4	2,4	2,5	2,1	2,5	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	3,9	4,2	4,2	4,3	3,5	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	33,6	35,2	40,4	41,4	39,4	45,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	3,1	3,1	-0,4	-1,9	1,2	7,6

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è diminuito al 6,9 per cento in maggio, dal 10,2 di aprile, di riflesso principalmente a un effetto base associato con il rincaro del petrolio registrato un anno prima, ma anche ai cali dei prezzi petroliferi in euro in aprile e nella prima metà di maggio. Il tasso di incremento dei prezzi degli alimentari non trasformati è salito leggermente tra aprile e maggio, dallo 0,8 all'1,0 per cento.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è salito all'1,6 per cento in maggio, contro l'1,4 di aprile, per effetto principalmente dei prezzi dei servizi, mentre i tassi di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei prodotti alimentari trasformati sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al mese precedente. L'inflazione dei servizi si è collocata al 2,5 per cento in maggio, in rialzo dal 2,1 di aprile. L'aumento dell'inflazione in tale settore era previsto quale correzione del calo temporaneo in aprile di alcune componenti volatili (quali vacanze organizzate, trasporto aereo e, in minor misura, alloggio), in parte connesso allo sfasamento delle vacanze pasquali nel 2004 e nel 2005. Se si prescinde dalla flessione temporanea di aprile, il tasso di incremento dello IAPC al netto dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasto all'1,6 per cento da febbraio.

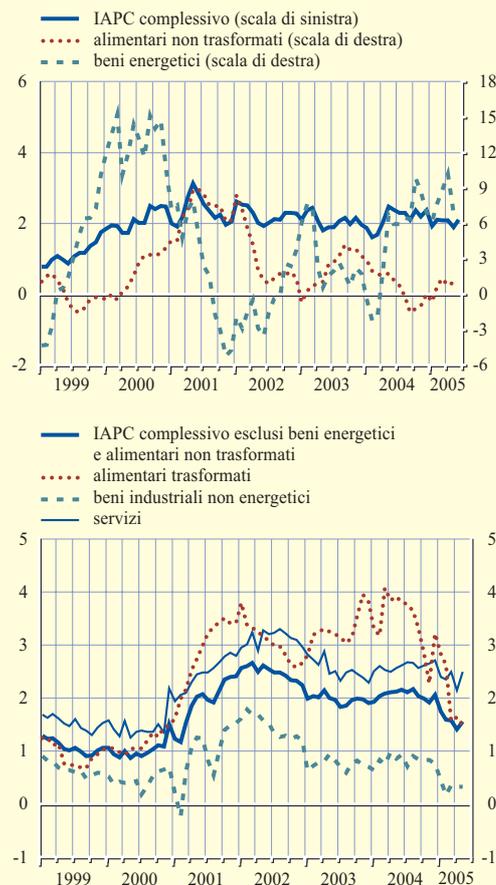
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

In maggio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è diminuito, collocandosi al 3,5 per cento dal 4,3 di aprile; tale evoluzione ha principalmente riflesso i minori aumenti dei prezzi alla produzione nei settori dei beni energetici e di quelli intermedi (cfr. figura 17). Il tasso di crescita dei prezzi dei beni energetici è sceso al 9,7 per cento in maggio dal 13,2 di aprile, in virtù di un effetto di base associato all'aumento dei prezzi alla produzione per i beni energetici un anno prima nonché del calo dei corsi petroliferi in aprile e nella prima metà di maggio.

Per quanto concerne le altre principali componenti dei prezzi alla produzione, in maggio il tasso di incremento dei prezzi dei beni intermedi è calato per il quarto mese consecutivo, al 3,0 per cento dal 3,6 di aprile. Ciò è in linea con quanto emerso da inchieste quali l'indagine presso i responsabili degli acquisti, in cui gli interpellati hanno dichiarato un parziale venir meno di situazioni di scarsità di offerta in diversi mercati delle materie prime nonché tempi di consegna più brevi. Sempre in maggio, il tasso di crescita dei prezzi dei beni di consumo è lievemente aumentato, allo 0,9 per cento dallo

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

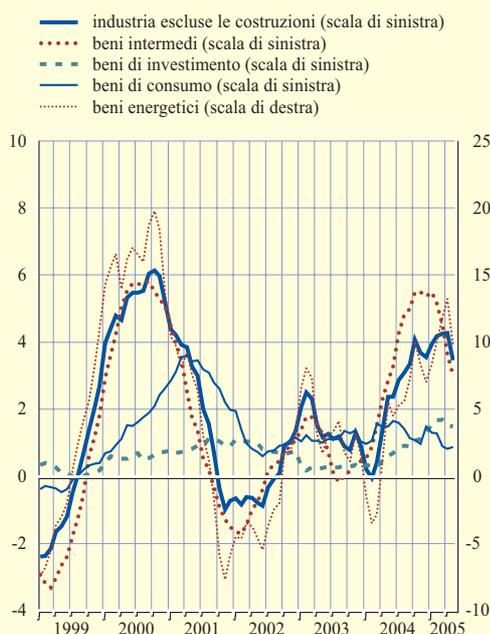
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 18 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Research.

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

0,8 di aprile, ma si è mantenuto su di un livello relativamente modesto, mentre quello dei prezzi dei beni d'investimento è rimasto invariato all'1,5 per cento. Nel complesso, benché vi siano segnali di una parziale trasmissione dei più alti costi energetici ai prezzi alla produzione dei beni intermedi, l'evidenza di una trasmissione a quelli dei beni di consumo è stata finora molto limitata.

I dati delle indagini congiunturali di giugno continuano a segnalare un possibile rallentamento dei prezzi alla produzione. Nel settore manufatturiero l'Eurozone Input Price Index, basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti, è ulteriormente diminuito in giugno e ha raggiunto un valore di 50, segnalando che i prezzi degli input sono rimasti invariati (cfr. figura 18). Nello stesso mese l'indice dei prezzi applicati dai produttori (o prezzi degli output) è nuovamente calato, a livelli inferiori a 50, indicando una flessione dei prezzi alla produzione. Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input, pur continuando a segnalare rincari, si è ulteriormente ridotto in giugno portandosi al di sotto della sua media di lungo periodo. Per contro, nello stesso mese l'indice dei prezzi applicati alla clientela è aumentato lievemente, pur mantenendosi appena inferiore a 50, continuando a indicare una qualche flessione di tali prezzi. Nel complesso, gli indicatori recenti suggeriscono aumenti più contenuti dei prezzi applicati dai produttori rispetto a quelli degli input: ciò potrebbe significare che le imprese hanno assorbito parte degli aumenti nei costi riducendo i profitti, in particolare nel settore manufatturiero.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

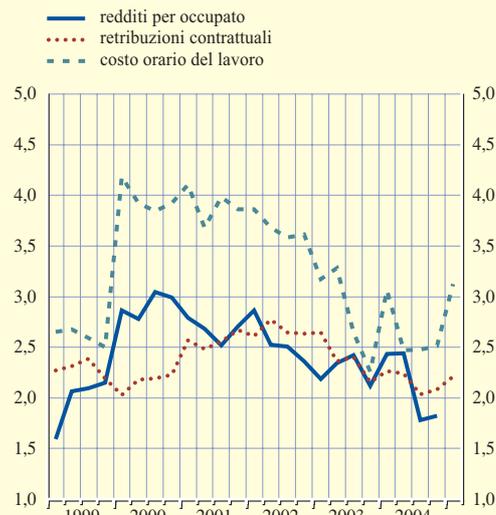
Gli indicatori del costo del lavoro per il primo trimestre hanno continuato a segnalare una dinamica salariale moderata (cfr. figura 19). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribu-

zioni contrattuali è aumentato solo lievemente nel primo trimestre, al 2,2 per cento dal 2,1 del trimestre precedente (cfr. tavola 6). In aggiunta, i dati nazionali disponibili sui redditi per occupato nel primo trimestre indicano anch'essi una crescita salariale contenuta. Per contro, il tasso di incremento sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro nel settore delle imprese non agricole è salito al 3,1 per cento nel primo trimestre, dal 2,5 dell'ultimo trimestre del 2004. Tuttavia, la valutazione dei dati è complicata dal fatto che si tratta dei primi risultati dopo la nuova regolamentazione sull'indice del costo del lavoro, che ha introdotto variazioni nella copertura e nei concetti utilizzati finora (cfr. riquadro 4). È inoltre necessaria una certa cautela nell'interpretazione di questa serie non stagionalizzata che è talvolta soggetta a una variabilità di breve periodo, come evidenziato dall'aumento del tasso di crescita al di sopra del 3 per cento nel primo trimestre del 2004, dal 2,3 del trimestre precedente, seguito dal brusco calo al 2,5 per cento nel secondo trimestre. Da una prospettiva di medio periodo, i tassi di incremento delle retribuzioni contrattuali e dei costi orari del lavoro sono aumentati dalla metà del 2004 e si sono collocati nel primo trimestre del 2005 a un livello pari o superiore alla loro media per l'insieme del 2004. Ciò potrebbe indicare che la tendenza al ribasso nella crescita salariale osservata negli ultimi tre-quattro anni potrebbe essersi esaurita.

Per quanto riguarda i redditi per occupato a livello di area dell'euro, nel quarto trimestre del 2004, l'ultimo periodo per cui i dati sono disponibili, il tasso di crescita sul periodo corrispondente si è collocato come nel trimestre precedente all'1,8 per cento. Questo andamento, insieme al rallentamento della produttività nella seconda metà del 2004, ha determinato un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto verso la fine dell'anno, dallo 0,6 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre all'1,2 nel quarto. In considerazione del fatto che si prevede che la produttività del lavoro recuperi solo lentamente e che, in realtà, possa addirittura essersi ridotta nel primo tri-

Figura 19 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,4	2,2	2,3	2,2	2,0	2,1	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	2,8	2,6	3,1	2,5	2,5	2,5	3,1
Redditi per occupato	2,3	2,1	2,4	2,4	1,8	1,8	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,4	1,2	1,2	1,6	1,2	0,6	0,4
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,8	0,9	1,2	0,8	0,6	1,2	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

mestre dell'anno, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto non dovrebbe diminuire nel breve periodo. Nondimeno, il ritmo corrente è sostanzialmente in linea con la valutazione secondo cui le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro rimangono modeste.

Riquadro 4

NUOVA SERIE DI DATI SUL COSTO ORARIO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO

Il 21 giugno 2005 l'Eurostat ha pubblicato i nuovi dati per l'indice del costo del lavoro (ICL) trimestrale nell'area, basandosi su una metodologia e una copertura migliori, come richiesto da un recente regolamento europeo¹⁾. Tale regolamento definisce un quadro comune al fine di perfezionare ulteriormente la comparabilità di questi dati statistici tra i vari paesi. L'armonizzazione è un importante passo in avanti per migliorare le statistiche sul costo del lavoro nell'area dell'euro. Questo riquadro illustra le modifiche metodologiche e i relativi dati per l'ICL nell'area.

L'ICL misura le variazioni del costo del lavoro per ora lavorata nell'industria e nei servizi. Dal 2005 tutti i paesi dell'Unione europea sono tenuti a trasmettere all'Eurostat i dati nazionali dell'ICL entro 70 giorni dal trimestre di riferimento. L'Eurostat a sua volta provvede a pubblicare gli aggregati per l'area dell'euro e l'Unione europea. Il perfezionamento dell'ICL è uno dei più recenti risultati del piano d'azione sui requisiti statistici dell'UEM, adottato dal Consiglio Ecofin nel settembre 2000. Il nuovo ICL costituisce un utile complemento alle informazioni sui redditi per occupato già desunte dai dati di contabilità nazionale.

Con la pubblicazione di giugno, diversi paesi dell'area, fra cui Germania, Francia e Italia, hanno adottato importanti modifiche metodologiche. Tali modifiche interessano in particolare la componente delle ore lavorate (il denominatore) dell'indice, in quanto ora alcuni paesi sono in grado di stimare le ore effettivamente lavorate (le ore pagate) invece del numero di persone occupate, come avveniva in precedenza. Ulteriori modifiche riguardano il grado di copertura (con l'inclusione delle piccole imprese e una copertura più completa dei servizi di mercato) e le fonti statistiche utilizzate²⁾.

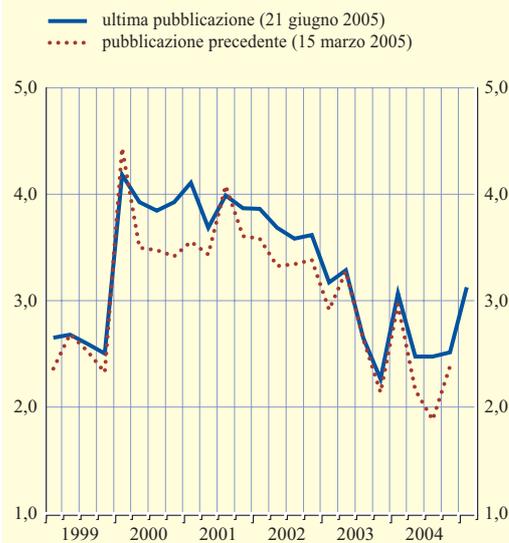
I perfezionamenti delle procedure metodologiche hanno portato a una revisione delle serie di dati sul costo orario del lavoro. Nel periodo compreso tra il 2000 e il 2004 l'incremento del costo orario del lavoro nell'industria e nei servizi di mercato per l'area dell'euro è stato corretto al rialzo di 0,2 punti percentuali in media (cfr. figura A). La crescita degli stipendi e dei salari, che rappresentano circa tre quarti del costo totale del lavoro, è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali. Il tasso di variazione delle altre componenti del costo, che riflettono principalmente i contributi previdenziali versati dai datori di lavoro, è stato corretto al rialzo di 0,5 punti percentuali. Considerando queste revisioni al rialzo, il nuovo profilo di crescita del costo orario del lavoro conferma la significativa moderazione delle pressioni salariali osservata tra il 2001 e la metà del 2004. Più di recente, questa flessione sembra essersi stabilizzata, con i nuovi dati che segnalano una ripresa della crescita del costo del lavoro a partire dalla metà del 2004. Tuttavia, è necessario interpretare con cautela gli andamenti a breve termine di questo indicatore, che a vol-

1) Regolamento (CE) n. 450/2003 relativo all'indice del costo del lavoro, adottato il 27 febbraio 2003 nel quadro del Piano d'azione della UEM.

2) Sono mutate anche le specifiche tecniche della formula dell'indice: dalla pubblicazione corrente i dati nazionali vengono compilati sotto forma di indice di Laspeyres concatenato annualmente, in sostituzione del precedente indice a base fissa. L'indice aggregato per l'area dell'euro viene ancora calcolato utilizzando le ponderazioni nazionali con riferimento a un anno base (2000).

Figura A Costo orario del lavoro

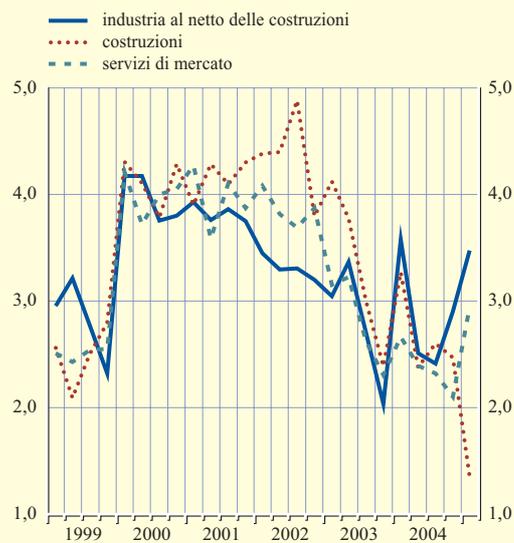
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

Figura B Costo orario del lavoro per attività economica

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

te ha evidenziato una significativa variabilità nel breve periodo, in particolare a partire dal quarto trimestre del 2003. In effetti, altre indicazioni relative alla dinamica del costo del lavoro (cfr. sezione 3.3) continuano a segnalare una crescita salariale moderata all'inizio di quest'anno.

La figura B mostra la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro nell'industria al netto delle costruzioni, nelle costruzioni e nei servizi di mercato³⁾. Nel settore delle costruzioni la crescita del costo orario del lavoro è diminuita costantemente dal 2002, raggiungendo l'1,3 per cento nel primo trimestre di quest'anno, nettamente inferiore alla media del 2,7 per cento dell'anno scorso. Dopo essere sceso dal 2000 al 2004, nel settore dei servizi di mercato il tasso di crescita è aumentato nel primo trimestre di quest'anno, al 2,9 per cento. Infine, nell'industria al netto delle costruzioni l'incremento sul periodo corrispondente ha raggiunto il 3,5 per cento nel primo trimestre del 2005, superiore alla media del 2,8 registrata nel 2003 e nel 2004.

Nei prossimi trimestri i paesi europei dovrebbero introdurre nuovi miglioramenti, pertanto non si possono escludere ulteriori revisioni dei dati per l'ICL nell'area dell'euro. Inoltre, se dovessero emergere indicazioni convincenti dagli studi di fattibilità, in futuro saranno ulteriormente perfezionate la copertura (includendo i servizi non di mercato) e la scomposizione (escludendo l'effetto delle gratifiche).

Nel complesso, la nuova serie del costo del lavoro costituisce una fonte importante di dati sull'andamento del costo salariale. Tuttavia, le informazioni ricavate da questo indicatore devono essere tenute sotto stretta osservazione e sottoposte a verifiche incrociate con gli altri indicatori disponibili delle dinamiche salariali (redditi per occupato e retribuzioni contrattuali).

3) I servizi di mercato comprendono attività commerciali, riparazioni, alberghi e ristoranti, trasporti, comunicazioni, intermediazioni finanziarie e immobiliari, noleggi e attività professionali e imprenditoriali.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere attorno agli attuali livelli nei prossimi mesi, e potrebbe non calare al di sotto del 2% per il resto dell'anno. In una prospettiva di più lungo periodo, non sussistono evidenze significative di un accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo nell'area dell'euro. In un contesto di moderata crescita salariale, le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro dovrebbero rimanere contenute.

È tuttavia necessario tenere in considerazione i rischi al rialzo. Tali rischi sono connessi, in particolare, al futuro andamento dei corsi petroliferi. In aggiunta, le imposte indirette e i prezzi amministrati potrebbero esercitare un effetto al rialzo sull'inflazione futura più pronunciato di quanto si ritenga attualmente. Occorre inoltre tenere sotto attenta osservazione le dinamiche salariali, specialmente a causa del rischio di effetti di secondo impatto nell'attuale contesto di prezzi del petrolio persistentemente elevati.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stata più sostenuta agli inizi del 2005 che nella seconda metà del 2004. Ciò nonostante, la composizione della domanda nel primo trimestre dell'anno è stata relativamente sfavorevole per la perdita di slancio della domanda interna, delle esportazioni e delle importazioni. Gli indicatori delle indagini, che hanno registrato flessioni significative prima di giugno, suggeriscono che il ritmo di crescita sia rimasto probabilmente modesto nel secondo trimestre. Il miglioramento dei risultati delle indagini osservato in giugno, tuttavia, fornisce alcuni timidi segnali positivi alla fine di quest'ultimo trimestre. Per quanto concerne il mercato del lavoro, le condizioni sembrano essere rimaste sostanzialmente stabili nella prima metà del 2005. In prospettiva, si prevede un graduale rafforzamento della crescita economica che beneficerà in modo più evidente dei fondamentali favorevoli.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Dopo l'andamento più debole della seconda metà del 2004, la crescita del PIL in termini reali ha recuperato vigore agli inizi del 2005. La prima stima dei dati di contabilità nazionale nell'area dell'euro per il primo trimestre dell'anno ha confermato la stima rapida di una crescita del PIL reale sul trimestre precedente pari allo 0,5 per cento (cfr. figura 20). Il rafforzamento rispetto allo 0,2 per cento registrato nell'ultimo trimestre del 2004 è tuttavia parzialmente connesso a effetti statistici legati alla correzione per il numero delle giornate lavorative, che hanno frenato la crescita del PIL reale nel quarto trimestre e possono averne comportato una sovrastima agli inizi del corrente anno.

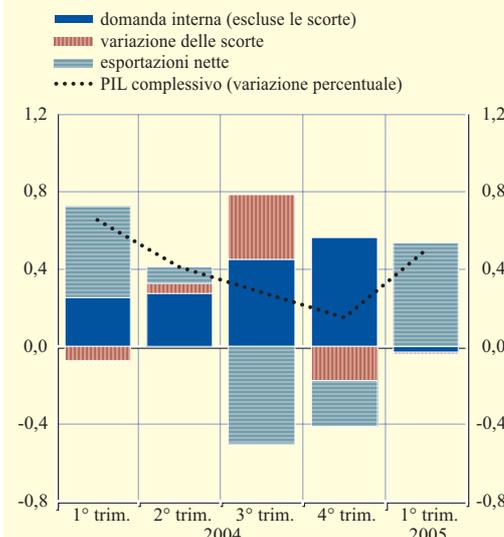
La composizione della crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2005 fornisce un quadro meno positivo di quanto suggerisca il dato aggregato. L'espansione del PIL reale è interamente riconducibile a quella delle esportazioni nette, mentre il contributo della domanda interna si è azzerato. Frenata dai rincari petroliferi, la crescita dei consumi privati è diminuita rispetto al quarto trimestre del 2004 e gli investimenti si sono ridotti. Anche la scomposizione delle esportazioni nette è stata meno favorevole di quanto potrebbe inizialmente sembrare. Il contributo positivo delle esportazioni nette riflette principalmente un calo significativo della crescita delle importazioni, mentre la crescita delle esportazioni è rimasta modesta, rispecchiando in larga misura gli effetti ritardati dello scorso apprezzamento dell'euro.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La composizione settoriale della crescita economica nel primo trimestre dell'anno rivela che sia il settore industriale sia quello dei servizi hanno ripreso vigore rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, mentre la crescita del valore aggiunto nel settore industriale è rimasta contenuta, quella nel settore dei servizi è aumentata in misura

Figura 20 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

maggiore. La relativa debolezza del settore industriale è attribuibile a una significativa contrazione del settore delle costruzioni. Nel settore dei servizi, è diminuito il valore aggiunto dei servizi non di mercato (ovvero dell'amministrazione pubblica), mentre quello dei servizi di mercato ha registrato una netta ripresa.

In aprile si sono rafforzati nell'area dell'euro la produzione industriale (al netto delle costruzioni) e i nuovi ordini effettivi. La prima è aumentata dello 0,6 per cento sul mese precedente, dopo una crescita dello 0,1 per cento nel primo trimestre del 2005 sul trimestre precedente. In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, si nota come la produzione industriale abbia sostanzialmente oscillato per quasi un anno attorno a un livello costante.

In aprile l'andamento del settore industriale si è differenziato fra le principali categorie di prodotti: la produzione industriale è aumentata sul mese precedente nei settori dei beni intermedi e di consumo, è rimasta invariata in quello dei beni di investimento ed è nettamente diminuita in quello dei beni energetici. Questi andamenti hanno rappresentato per la maggior parte un'inversione di tendenza rispetto alle variazioni del mese precedente, rispecchiando la volatilità delle serie. In base alla media mobile a tre mesi, nel periodo compreso fra febbraio e aprile la produzione è aumentata nei settori dei beni energetici e dei beni di investimento, ma è diminuita negli altri settori (cfr. figura 21).

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini sono in linea con un protrarsi della crescita, benché moderata, nel secondo trimestre. Nel settore industriale le condizioni sembrano essere peggiorate nel secondo trimestre rispetto al primo (cfr. figura 22). Sia l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) sono diminuiti in aprile e maggio per il settore manifatturiero. Tuttavia, entrambe le indagini hanno registrato un incremento in giugno, fornendo segnali positivi alla fine del secondo trimestre.

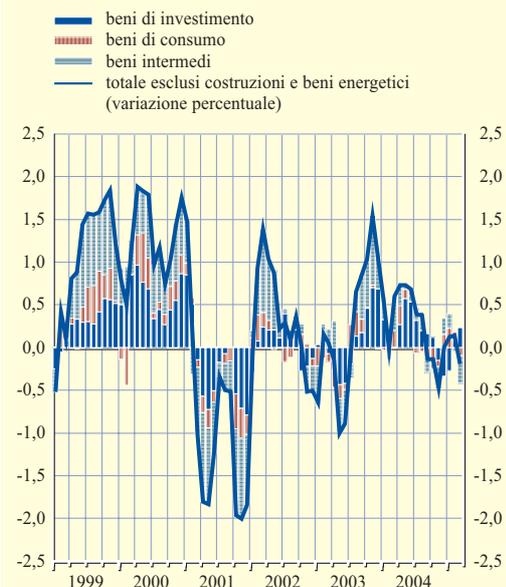
Il PMI per il settore dei servizi è rimasto invariato nel secondo trimestre rispetto al primo. Contrariamente al PMI relativo al settore manifatturiero, il livello dell'indicatore per il settore dei servizi suggerisce chiaramente un'ulteriore espansione del comparto. Sebbene sia sceso rispetto al primo trimestre, il clima di fiducia per il settore dei servizi ricavato dalle indagini della Commissione europea sembra essersi stabilizzato nell'arco del secondo trimestre.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Dopo la ripresa dell'ultimo trimestre del 2004, la crescita dei consumi privati è nuovamente diminuita nel primo trimestre del 2005. Gli indicatori della spesa delle famiglie non segnalano un rafforzamento della crescita dei consumi per il secondo trimestre. I volumi delle vendite al dettaglio sono

Figura 21 Crescita della produzione industriale e contributi

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

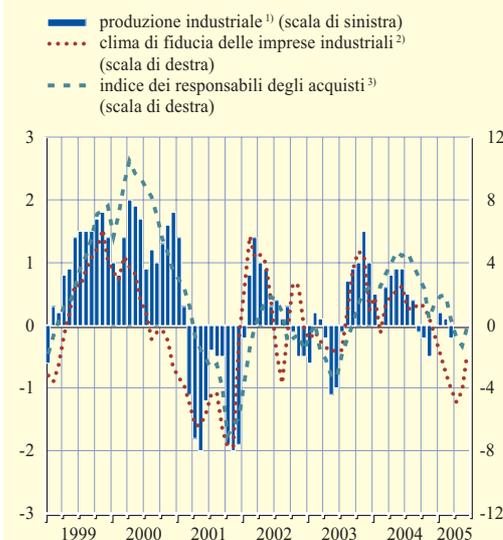


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

(dati mensili destagionalizzati)

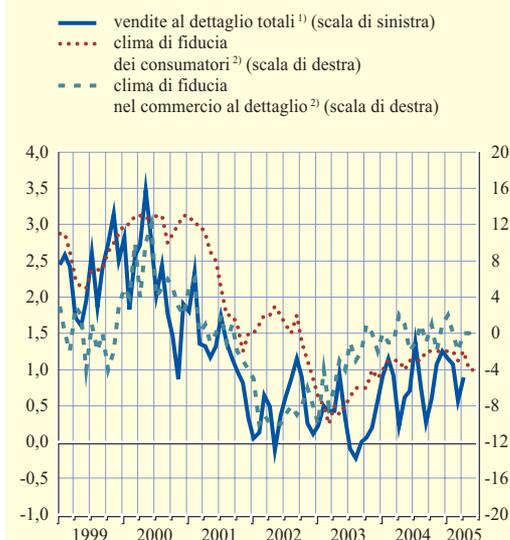


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Research ed elaborazioni della BCE.

- 1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.
- 2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.
- 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

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

(dati mensili)



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

- 1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e 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.

diminuiti mediamente dello 0,6 per cento nei primi due mesi del secondo trimestre rispetto al primo (cfr. figura 23). Inoltre, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno subito un calo significativo in maggio, su cui ha inciso in misura considerevole una netta flessione delle immatricolazioni in Italia dovuta a uno sciopero nel settore dei trasporti. In media, le immatricolazioni di nuove autovetture sono rimaste sostanzialmente invariate nei primi due mesi del secondo trimestre rispetto al primo.

Il quadro di una moderata crescita dei consumi nel breve periodo è confermato altresì dall'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea. Il clima di fiducia è lievemente peggiorato nel secondo trimestre rispetto al primo, mentre nei due trimestri precedenti era rimasto sostanzialmente stabile su un livello lievemente inferiore alla media di lungo periodo. Il basso livello di fiducia dei consumatori è probabilmente connesso alle deboli condizioni del mercato del lavoro e alle incertezze collegate alle riforme dei sistemi sanitari e pensionistici.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

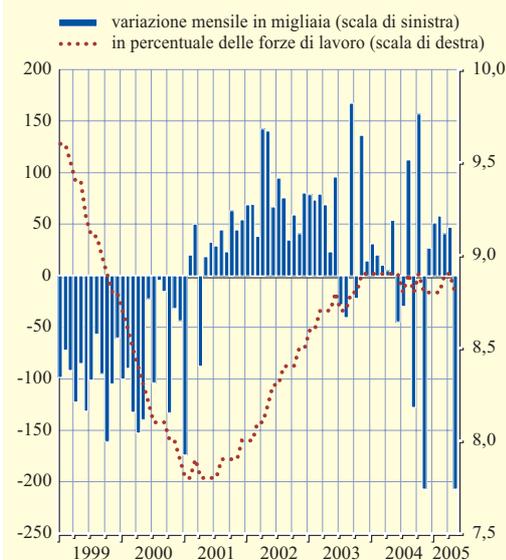
Le condizioni del mercato del lavoro sembrano essere rimaste sostanzialmente stabili nella prima metà del 2005. Nel primo trimestre l'occupazione è cresciuta a un tasso simile a quello osservato nei due precedenti e le indagini sull'occupazione indicano condizioni sostanzialmente stabili nel secondo trimestre.

DISOCCUPAZIONE

In maggio il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro si è collocato all'8,8 per cento, in calo dall'8,9 per cento dei due mesi precedenti (cfr. figura 24). Alla base di tale flessione vi è un calo di circa 200.000 unità nel numero dei disoccupati, dopo un aumento medio mensile di circa 40.000 unità nei cinque mesi precedenti. Allo stato attuale, tuttavia, i dati sulla disoccupazione dell'area dell'euro andrebbero interpretati con cautela. Ciò è dovuto, in parte, alle modifiche metodologiche introdotte nelle fonti dei dati utilizzati per calcolare i tassi di disoccupazione armonizzati in Germania, che hanno determinato un significativo incremento della volatilità dei dati sulla disoccupazione in Germania e nell'area. Dal momento che i nuovi dati tedeschi sono disponibili per un periodo relativamente breve, con ogni probabilità la causa della volatilità è imputabile in parte all'elevata incertezza relativa al calcolo dei dati destagionalizzati.

Figura 24 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

OCCUPAZIONE

Nel primo trimestre l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento sul periodo precedente, un tasso analogo a quello della seconda metà del 2004, indicando una stabilizzazione delle condizioni del mercato del lavoro dopo il graduale miglioramento della prima metà del 2004 (cfr. tavola 7). Nel primo trimestre dell'anno in corso l'occupazione è diminuita nel settore industriale mentre è cresciuta in quello dei servizi. Tale divergenza fra comparti sembra riconducibile alle differenze di ritmo dell'attività economica nei settori stessi, ma è anche in linea con i cambiamenti strutturali di carattere più generale osservati negli ultimi anni.

Dopo la stagnazione del quarto trimestre del 2004, nel primo trimestre del 2005 la produttività del lavoro per l'economia nel suo complesso è lievemente aumentata sul periodo precedente per il ritmo più sostenuto.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2003	2004	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.
Totale economia	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,8	-0,3	-0,2	0,0	0,4	0,1	-0,5
Industria	-1,0	-0,9	-0,5	0,3	-0,1	0,0	-0,6
Escluse le costruzioni	-1,5	-1,6	-0,7	0,1	-0,5	0,2	-0,8
Costruzioni	0,1	0,9	-0,1	0,7	1,1	-0,4	0,1
Servizi	0,9	1,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5
Commercio e trasporti	0,3	0,8	0,1	0,3	0,4	0,2	0,2
Finanziari e alle imprese	1,3	2,5	1,1	0,4	0,6	0,5	0,9
Amministrazione pubblica	1,2	0,8	0,3	0,2	0,1	0,3	0,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

nuto dell'attività economica e la crescita costante dell'occupazione (cfr. figura 25). La produttività è aumentata con maggior vigore nell'industria al netto delle costruzioni, mentre è cresciuta solo marginalmente nel settore dei servizi ed è considerevolmente diminuita in quello delle costruzioni. Tuttavia, estendendo la valutazione oltre il brevissimo termine, le variazioni percentuali sul periodo corrispondente indicano un rallentamento della produttività del lavoro. In prospettiva, nel prossimo futuro è previsto un moderato aumento della produttività del lavoro, che dovrebbe sostenere la crescita del prodotto potenziale nel 2005 e 2006 (cfr. il riquadro *Evoluzione della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro*).

I risultati delle indagini disponibili fino a giugno suggeriscono aspettative di occupazione sostanzialmente stabili nel secondo trimestre. Nel settore industriale sia le indagini della Commissione europea sia il PMI indicano un peggioramento delle condizioni per l'occupazione nel secondo trimestre rispetto al primo. Nel settore dei servizi entrambe le indagini indicano aspettative sull'occupazione sostanzialmente invariate rispetto al primo trimestre, mentre nei settori del commercio al dettaglio e delle costruzioni esse avrebbero mostrato un certo miglioramento.

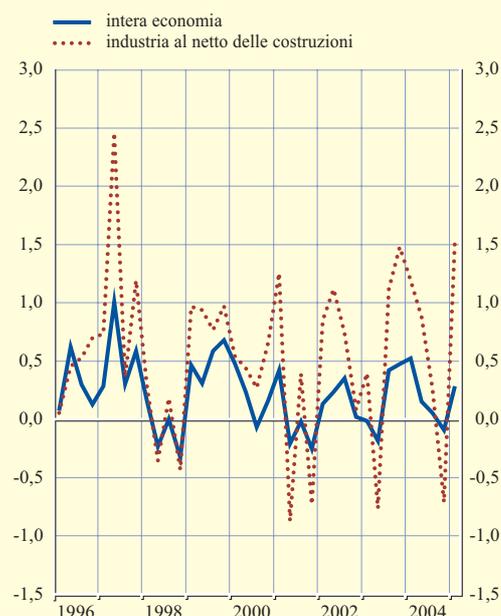
4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Dopo l'andamento moderato della seconda metà del 2004, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentata nel primo trimestre del 2005. Tuttavia, il rafforzamento della crescita è in parte imputabile a effetti statistici connessi alla correzione per il numero delle giornate lavorative. Inoltre, la composizione della domanda indica che la crescita agli inizi del 2005 è stata principalmente sospinta da una significativa flessione delle importazioni, mentre hanno perso slancio sia la crescita delle esportazioni sia la domanda interna. Per il secondo trimestre i risultati delle indagini suggeriscono che il vigore della crescita è rimasto probabilmente modesto.

I dati disponibili forniscono segnali ancora contrastanti; sebbene alcuni fra gli indicatori più recenti mostrino un lieve miglioramento, non ci sono ancora indicazioni dell'inizio di una ripresa più sostenuta. Allo stesso tempo, in prospettiva, persistono aspettative ragionevoli di un graduale miglioramento dell'attività economica nell'area dell'euro. La crescita dei consumi privati dovrebbe recuperare terreno in linea con il rafforzamento della crescita del reddito disponibile in termini reali. Gli investimenti dovrebbero beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, dei cospicui utili societari e dei continui miglioramenti nell'efficienza delle imprese. Si prevede anche un aumento della crescita delle esportazioni per effetto di una domanda esterna dinamica e di una maggiore competitività dei prezzi dell'area dell'euro. Nondimeno, esistono rischi al ribasso per la crescita economica connessi alle elevate quotazioni petrolifere, al basso livello degli indicatori di fiducia nell'area e agli squilibri a livello mondiale.

Figura 25 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 5

EVOLUZIONE DELLA CRESCITA DEL PRODOTTO POTENZIALE NELL'AREA DELL'EURO

Le stime del prodotto potenziale, il quale può essere definito come il livello di prodotto che non genera pressioni inflazionistiche o deflazionistiche, sono importanti per svariati scopi, fra cui la conduzione della politica monetaria e di quella di bilancio nonché l'analisi delle politiche strutturali¹⁾.

L'evoluzione del prodotto potenziale dipende dall'andamento di una serie di fattori dal lato dell'offerta, fra cui gli input di produzione, come capitale e lavoro, e la produttività. La crescita del prodotto potenziale può variare nel tempo. Le variazioni nella crescita del prodotto potenziale dipendono innanzitutto da variazioni strutturali dei fattori dal lato dell'offerta, connesse ad esempio all'evoluzione demografica, a riforme istituzionali o a innovazioni tecnologiche. In aggiunta a ciò, alcune variazioni possono essere di natura ciclica, come quelle derivanti dalle oscillazioni degli investimenti.

Al fine di valutare il tasso di crescita monetaria di lungo periodo compatibile con la stabilità dei prezzi, la BCE ha reso nota la propria stima di crescita tendenziale del prodotto potenziale. Essa si riferisce alla componente di medio e lungo termine della crescita del prodotto potenziale che non tiene in considerazione le variazioni cicliche dello stesso. La BCE stima che la crescita potenziale tendenziale nell'area dell'euro sia dell'ordine del 2-2,5 per cento annuo²⁾. In parte per effetto della ciclicità della crescita del prodotto potenziale, le stime del prodotto potenziale relative ad anni specifici dovrebbero oscillare nel tempo entro o attorno a tale intervallo.

Il livello del prodotto potenziale non può essere misurato direttamente e di fatto la sua stima è caratterizzata da un grado significativo di incertezza, che riflette almeno in parte imprecisioni nella misurazione delle variabili sottostanti il modello di stima. Pertanto, è importante prendere in considerazione stime alternative del prodotto potenziale nonché corredare l'analisi con una valutazione delle varie fonti di informazione, compresi gli indicatori relativi agli andamenti dei principali fattori di crescita. Un problema pratico aggiuntivo per la stima della crescita tendenziale del prodotto potenziale risiede nel fatto che non esiste un approccio universalmente accettato per identificare le componenti strutturali e cicliche della crescita potenziale. Le stime della crescita del prodotto potenziale tendono a variare a seconda delle tecniche utilizzate per il calcolo. Ad esempio, i metodi fondati sul cosiddetto approccio basato sulla funzione di produzione, che deriva stime esplicite delle componenti strutturali dei fattori di crescita, tendono a produrre stime significativamente diverse da quelle basate su metodi fondati su semplici serie temporali (denominati anche filtri di estrazione del *trend*), che producono una stima della componente tendenziale del prodotto reale.

Infine, le stime sono spesso riviste nel tempo³⁾. Ad esempio, le attese prevalse sino agli inizi del 2001, che nel contesto del dibattito sulla *new economy* si sono rivelate oltremodo ottimistiche, hanno determinato stime e proiezioni per la crescita potenziale dell'area dell'euro che successivamente sono state riviste al ribasso in misura significativa.

- 1) Per un'analisi più dettagliata del ruolo delle misure del prodotto potenziale nell'analisi macroeconomica, nonché di quello da esse svolto nel quadro della strategia di politica monetaria della BCE, cfr. l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime* nel numero di ottobre 2000 di questo Bollettino.
- 2) Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro 3.7 *The ECB's reference value for monetary growth* nella pubblicazione del gennaio 2004 intitolata *The Monetary Policy of the ECB*.
- 3) Per alcune evidenze sulle revisioni apportate alle recenti stime dell'*output gap*, che riflettono in larga misura revisioni del prodotto potenziale, cfr. il riquadro *La (scarsa) affidabilità delle stime in tempo reale dell'output gap*, nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

In tale contesto, il presente riquadro offre alcune informazioni sulle recenti stime della crescita potenziale per l'area dell'euro e una valutazione sulla sua futura evoluzione.

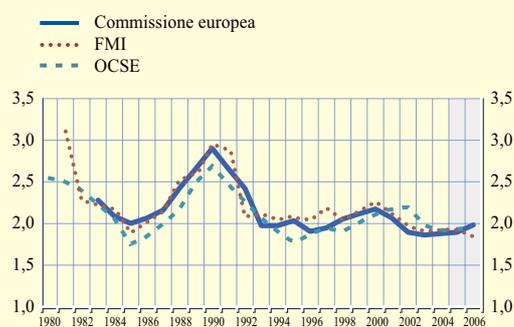
Le stime della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro dal 1980

La figura sotto riporta le stime più recenti elaborate dalla Commissione europea, dall'OCSE e dal FMI. Esse si fondano tutte su un approccio basato sulla funzione di produzione, il che spiega in parte la loro marcata ciclicità. In media, esse suggeriscono che dal 1981 al 2004 la crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro si è collocata nell'intervallo 2-2,5 per cento (cfr. tavola A). Tuttavia, tutte indicano che durante gli anni ottanta la crescita del prodotto potenziale è stata in media lievemente superiore agli anni novanta e ai primi anni 2000, con un graduale spostamento da tassi di crescita più prossimi al 2,5 per cento a tassi più prossimi al 2 per cento⁴⁾. Le stime della BCE basate su vari approcci giungono a conclusioni analoghe⁵⁾.

Una prospettiva di contabilità della crescita può fornire informazioni utili sui principali fattori sottostanti l'andamento del prodotto potenziale⁶⁾. In genere, gli esercizi di contabilità della crescita sono basati su dati effettivi del PIL in termini reali e delle sue determinanti dal lato dell'offerta e non sulle componenti strutturali o tendenziali degli stessi. Tuttavia, le medie delle variazioni su periodi prolungati di tutte queste

Figura Stime della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea: Previsioni economiche della primavera 2005 (aprile); FMI: World Economic Outlook della primavera 2005 (aprile); OCSE: Economic Outlook di giugno 2005.
Nota: i dati dell'OCSE precedenti al 1991 sono stati riscaldati a causa di una discontinuità sulla serie. I dati del FMI precedenti al 1991 non sono aggiornati e sono presi da precedenti pubblicazioni. L'area ombreggiata indica il periodo di proiezione.

Tavola A Stime della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro

(tassi di crescita medi; punti percentuali)

	Sul periodo complessivo 1981-2004	Su periodi decennali		Su periodi recenti e proiezioni			
		1981-1990	1991-2000	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2006
Commissione Europea	2,2	2,3	2,1	2,4	2,0	2,0	1,9
FMI	2,2	2,4	2,2	2,4	2,1	2,0	1,9
OCSE	2,1	2,2	2,0	2,3	1,9	2,1	1,9
Media	2,2	2,3	2,1	2,4	2,0	2,0	1,9

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

Nota: Per il periodo anteriore al 1991 i dati dell'OCSE sono stati riscaldati per tener conto di una discontinuità nella serie, mentre i dati dell'FMI relativi allo stesso periodo sono presi da precedenti pubblicazioni.

- 4) Si noti che indicazioni molto simili si ottengono dalle medie sui cicli anziché sui decenni.
- 5) La valutazione della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro presso la BCE si basa su stime dirette nonché su fonti complementari di informazione sui fattori di crescita. Relativamente alle stime dirette del prodotto potenziale, l'approccio basato sulla funzione di produzione svolge un ruolo preminente. Per dettagli sugli aspetti metodologici delle versioni alternative, si veda anche Proietti, T., Musso, A., Westermann, T., *Estimating potential output and the output gap for the Euro area: a model-based production function approach*, Working Paper ECO 2002/09 dell'EUI.
- 6) Per una più dettagliata analisi di contabilità della crescita per l'area dell'euro si veda Musso, A., Westermann, T., *Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective*, Occasional Paper della BCE, n. 22, gennaio 2005.

variabili dovrebbero offrire indicazioni generali molto prossime a quelle che si otterrebbero da una valutazione basata sulla componente strutturale di ciascuna variabile.

La crescita della produttività del lavoro ⁷⁾ rappresenta la principale fonte di crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro e la sua graduale flessione è il principale fattore che spiega la minor crescita del PIL negli anni novanta rispetto agli anni ottanta (cfr. tavola B). Un calo lievemente inferiore si può osservare nel contributo alla crescita economica del grado di utilizzo della forza lavoro (qui definito come occupati su totale della popolazione). La crescita del grado di utilizzo della forza lavoro riflette variazioni di diversi fattori, fra cui il tasso di disoccupazione, il tasso di partecipazione e il tasso di dipendenza (ovvero il rapporto fra la popolazione di età inferiore ai 15 anni o superiore ai 64 rispetto a quella in età lavorativa, ovvero di età compresa fra i 15 e i 64 anni). Sebbene negli anni novanta sia aumentato, rispetto agli anni ottanta, il contributo alla crescita del prodotto derivante da variazioni del tasso di disoccupazione e del tasso di partecipazione, queste ultime sono state più che compensate dal maggiore tasso di dipendenza. A partire dai primi anni '90, mentre il contributo complessivo del grado di utilizzo della forza lavoro ha registrato oscillazioni significative, è continuato il graduale decremento della produttività del lavoro. Infine, il contributo della crescita della popolazione totale è rimasto sostanzialmente invariato nell'intero periodo in esame.

Tavola B Crescita del PIL reale dell'area dell'euro e sue determinanti

(tassi di crescita medi; punti percentuali)

	Sul periodo complessivo	Su periodi decennali		Su periodi recenti e proiezioni			
		1981-1990	1991-2000	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2006
Crescita del PIL reale	2,1	2,4	2,1	1,8	2,3	1,7	1,8
Produttività del lavoro	1,4	1,6	1,4	1,7	1,1	0,7	1,0
Utilizzo del lavoro	0,4	0,4	0,3	-0,4	1,0	0,6	0,5
Popolazione totale	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,4	0,3

Fonti: elaborazioni della BCE su dati della Commissione europea (base dati AMECO) e Eurostat (base dati ESA95).

Nota: la mancata quadratura può derivare da arrotondamenti. Tutti i dati provengono dalla base dati AMECO della Commissione europea con l'eccezione dell'occupazione, che proviene dalla base dati SEC95 dell'Eurostat. La produttività del lavoro è definita come PIL reale per occupato, mentre l'utilizzo del lavoro è qui misurato come occupati sul totale della popolazione.

Le prospettive

La figura riportata sopra e la tavola A riportano anche le stime di crescita del prodotto potenziale per il periodo 2005-2006. Esse sono condizionate alle proiezioni elaborate per i prossimi anni dalle varie istituzioni per le principali variabili macroeconomiche. Le stime e proiezioni attuali si basano su aspettative di una ripresa moderata, che rispecchia un modesto incremento della crescita della produttività del lavoro e contributi della crescita del grado di utilizzo della forza lavoro e della crescita della popolazione complessiva sostanzialmente invariati o inferiori. Tutte e tre le istituzioni sopra menzionate, quindi, prevedono che la crescita potenziale nell'area dell'euro si collochi mediamente attorno all'1,9 per cento nel 2005 e nel 2006. Solo una ripresa sensibilmente più vigorosa delle aspettative determinerebbe una revisione al rialzo della crescita potenziale a tassi significativamente superiori al 2 per cento nel breve periodo.

7) Ai fini dell'analisi presentata in questo riquadro, la produttività del lavoro è misurata in termini di prodotto per occupato. Sebbene sarebbe utile misurarla in termini di prodotto per ora lavorata, per l'area dell'euro non esistono dati per il totale delle ore lavorate che coprano l'intero periodo in esame (1981-2004).

Al di là del breve termine l'andamento è più incerto. Nel medio e lungo periodo l'evoluzione demografica sfavorevole in termini di una più modesta crescita della popolazione in età lavorativa (come si prevede per l'area dell'euro) diventerà un'importante fonte di pressione al ribasso sulla crescita tendenziale del prodotto potenziale. Tuttavia, alcune componenti del grado di utilizzo della forza lavoro dovrebbero in parte compensare tali pressioni al ribasso. In particolare, se dovessero protrarsi gli andamenti recenti, potrebbero crescere ulteriormente i tassi di partecipazione, soprattutto per le donne, e potrebbe diminuire ancora il tasso di disoccupazione strutturale. Ciò nonostante, nel complesso un andamento al ribasso della crescita potenziale sembra probabile, qualora negli anni futuri non si compiano ulteriori progressi nelle riforme strutturali dei mercati del lavoro, dei beni e dei servizi al fine di contribuire a un aumento sostenuto della crescita della produttività e dell'utilizzazione del lavoro.

In sintesi, l'analisi mostra che la stima della crescita potenziale tendenziale nell'area dell'euro pari al 2-2,5 per cento, resa nota per la prima volta dalla BCE nel 1998, è diventata passibile di rischi al ribasso e che nel corso degli ultimi anni la crescita potenziale si è avvicinata al limite inferiore di tale intervallo. Senza un'attuazione più determinata delle riforme strutturali sarà difficile evitare che gli andamenti demografici determinino un calo anche maggiore della crescita tendenziale del prodotto potenziale per l'area dell'euro.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In giugno e agli inizi di luglio l'euro si è deprezzato lievemente in termini effettivi in un contesto contraddistinto dall'attenzione dei mercati valutari per i differenziali di rendimento attesi.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

In giugno e agli inizi di luglio l'euro si è deprezzato sul dollaro statunitense, scendendo a livelli non più osservati da maggio 2004. Tale evoluzione, che sarebbe da ricondurre almeno in parte all'atteggiamento piuttosto negativo nei confronti dell'euro dopo il rifiuto del Trattato costituzionale europeo nei referendum francese e olandese, si innesta sull'indebolimento in atto della moneta unica su quella statunitense, il quale sembra principalmente dovuto allo spostamento di attenzione dei mercati valutari dagli squilibri degli Stati Uniti ai rendimenti relativi. In tale contesto, il 6 luglio l'euro si situava a 1,19 dollari, un valore inferiore del 3,4 per cento a quello di fine maggio e del 4,2 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

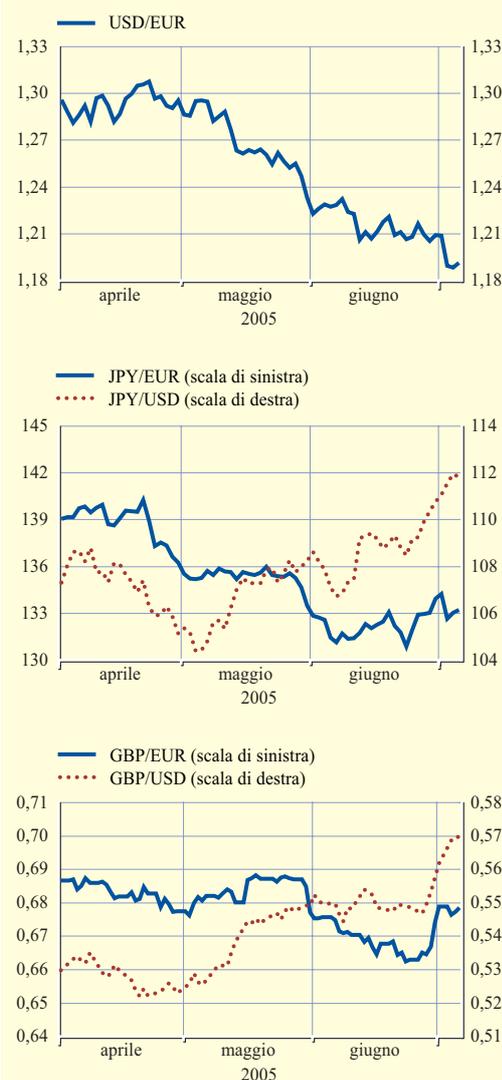
Dopo essersi deprezzato sullo yen giapponese agli inizi di giugno, l'euro ha successivamente fluttuato – con alcune oscillazioni – entro un intervallo compreso fra 131 e 134 yen. Le oscillazioni osservate alla fine di giugno sarebbero principalmente connesse al temporaneo riemergere delle aspettative di un imminente cambiamento del regime di cambio cinese, che hanno influito anche sullo yen. Il 6 luglio l'euro è stato quotato a 133,2 yen, un livello lievemente superiore a quello di fine maggio e inferiore di meno dell'1 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, in giugno e agli inizi di luglio la corona danese e il tallero sloveno hanno oscillato entro intervalli estremamente ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali, mentre la corona estone, la lira maltese e il litas lituano sono rimasti invariati rispetto alla loro parità centrale. Il lat lettone si è mantenuto stabilmente entro la parte superiore della sua banda di oscillazione, mentre la sterlina cipriota si è prima apprezzata e successivamente stabilizzata su un livello superiore di circa il 2 per cento alla sua parità centrale.

Figura 26 Tassi di cambio

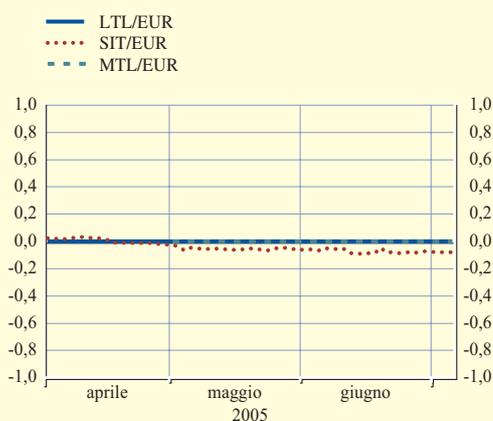
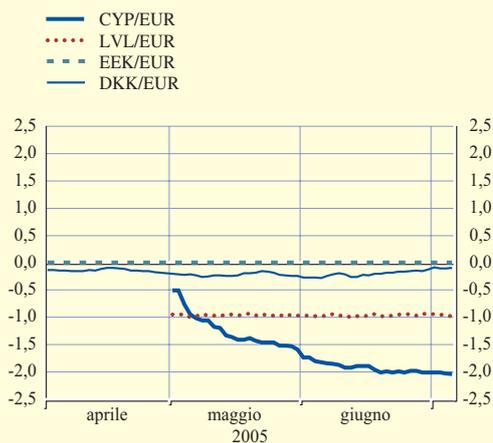
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 27 Tassi di cambio negli AEC II

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



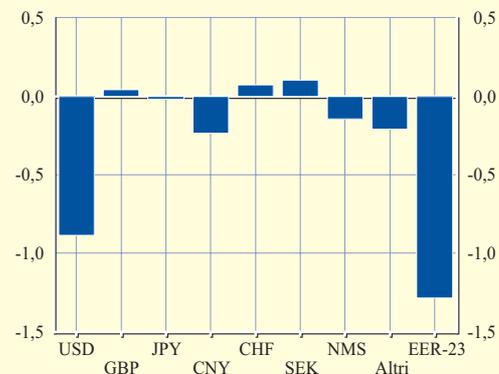
Fonte: BCE.
Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono $\pm 2,25\%$; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di $\pm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

Figura 28 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾
Dal 31 maggio al 6 luglio 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.

Per quanto concerne le valute degli altri Stati membri dell'ue, l'euro si è indebolito sulla sterlina britannica agli inizi di giugno nel contesto del dibattito politico sul trattato costituzionale europeo, per poi rafforzarsi in misura cospicua nella prima parte di luglio probabilmente a causa delle crescenti attese di riduzione dei tassi di interesse ufficiali nel Regno Unito. Il 6 luglio la moneta unica europea è stata scambiata a 0,68 sterline, un valore prossimo a quello di fine maggio e alla media del 2004. L'euro si è deprezzato sul fiorino ungherese (del 2,5 per cento), la corona slovacca (1,7 per cento), lo zloty polacco (1,3 per cento) e, in misura minore, la corona ceca (1,1 per cento),

mentre si è apprezzato sulla corona svedese (del 2,3 per cento) soprattutto in risposta a un abbassamento superiore alle attese dei tassi di interesse ufficiali deciso dalla svezia il 20 giugno.

ALTRE VALUTE

Tra la fine di maggio e il 6 luglio l'euro si è apprezzato dell'1,1 per cento sul franco svizzero. Nello stesso periodo, esso si è indebolito (in misura rispettivamente pari al 4,7 e all'1,6 per cento) nei confronti dei dollari canadese e australiano.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 6 luglio 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 dell'1,3 per cento a quello di fine maggio e del 2,8 per cento alla media del 2004 (cfr. Figura 28). L'evoluzione del tasso di cambio dell'euro in termini effettivi ha risentito soprattutto dell'indebolimento della moneta unica sul dollaro statunitense, alcune valute asiatiche agganciate a quest'ultimo, i dollari canadese e australiano e alcune valute dei nuovi stati membri.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I dati sulla bilancia dei pagamenti fino ad aprile 2005 segnalano la sostanziale stabilità delle esportazioni e delle importazioni dell'area dell'euro in termini di valore. L'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha continuato a scendere dal massimo dell'estate del 2004. Dall'inizio dell'anno il saldo cumulato su dodici mesi dell'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio è stato pressoché nullo, in quanto gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono stati in larga parte controbilanciati dai deflussi netti per investimenti diretti.

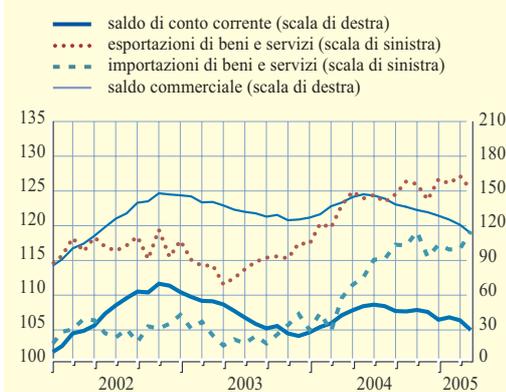
CONTO CORRENTE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in aprile un disavanzo di 0,8 miliardi di euro. Tale andamento è il risultato di disavanzi nei redditi (3,9 miliardi) e nei trasferimenti correnti (2,9 miliardi), che sono stati solo in parte compensati da avanzi nei beni (5,0 miliardi) e nei servizi (1,0 miliardi).

Negli ultimi mesi le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono rimaste sostanzialmente immutate in termini di valore (cfr. figura 29). Rispetto al periodo precedente, nel primo trimestre il valore delle esportazioni è aumentato dell'1,1 per cento mentre quello delle importazioni ha subito un calo dello 0,5 per cento. La scomposizione dei flussi commerciali con l'esterno dell'area in volumi e prezzi in base alle statistiche Eurostat chiarisce i motivi che soggiacciono agli andamenti recenti. Per quanto riguarda le esportazioni, il rallentamento iniziato nella seconda metà del 2004 sembra imputabile soprattutto ai volumi esportati e appare evidente in gran parte dei mercati di esportazione (cfr. figura 30). Benché nel periodo la robusta domanda estera abbia

Figura 29 Saldo di conto corrente e saldo commerciale dell'area dell'euro (beni e servizi)

(in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni sono quelle di aprile 2005. I saldi sono cumulati sugli ultimi 12 mesi.

concorso a sostenere i volumi, tale effetto è stato parzialmente controbilanciato dall'impatto ritardato della perdita di competitività risultante dal precedente apprezzamento dell'euro.

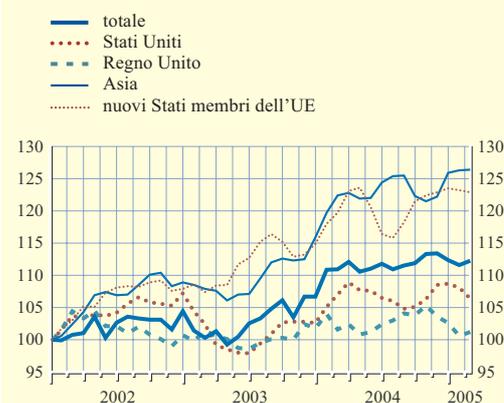
Con riferimento alle importazioni, la perdita di valore dall'ultimo trimestre del 2004 sarebbe da ricondurre sia ai volumi sia ai prezzi. Dopo una crescita notevole nel secondo e nel terzo trimestre del 2004 (soprattutto per effetto dei più elevati corsi petroliferi), i prezzi all'importazione sono diminuiti lievemente nel quarto per poi calare significativamente nel primo trimestre del 2005. Allo stesso tempo, il calo dei prezzi dei prodotti importati dall'Asia e dagli Stati Uniti che ha riflesso il forte apprezzamento bilaterale della moneta unica europea rispetto a quella statunitense ha concorso ad abbassare i prezzi totali delle importazioni dall'esterno dell'area (cfr. figura 31). Tale andamento è stato tuttavia in parte compensato dall'aumento dei prezzi dei beni importati dal Regno Unito e da alcuni nuovi Stati membri dell'UE a partire dalla metà del 2004.

Il calo di volume delle importazioni, iniziato alla metà del 2004, è in larga misura ascrivibile alla debolezza della domanda interna nell'area dell'euro e in particolare di alcune categorie di spesa ad alta intensità di importazioni, come le scorte e gli investimenti. Una scomposizione per area geografica mostra come le importazioni dai nuovi Stati membri dell'UE siano rimaste deboli dal secondo trimestre del 2004. Ciò è in parte riconducibile al suddetto aumento dei prezzi delle importazioni da tali paesi. Per contro, le importazioni dall'Asia e in particolare dalla Cina sono state molto vigorose dall'inizio della fase di rafforzamento dell'euro e hanno riflesso in larga misura l'evoluzione della competitività di prezzo in questa regione.

Nonostante il persistente rallentamento delle importazioni, l'avanzo commerciale cumulato su dodici mesi continua a scendere dal massimo del giugno 2004. L'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è stato pari a 26,2 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,3 per cento del pil) in aprile, contro i 39,3 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente. Tale riduzione costituisce soprattutto la risultante di un calo di 33,7 miliardi di euro dell'avanzo dei beni, che è stato in parte compensato da un calo di 14,2 miliardi del disavanzo dei redditi e – in misura inferiore – da un aumento dell'avanzo dei servizi.

Figura 30 Esportazioni in volume verso l'esterno dell'area suddivise per destinazione

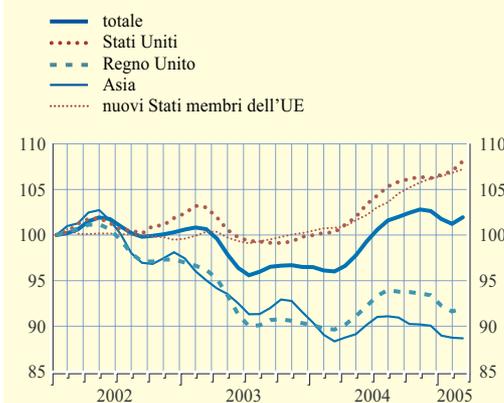
(indici: gennaio 2002=100; medie mobili a tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a marzo 2005.

Figura 31 Prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro suddivise per partner commerciali

(indici: gennaio 2002=100; medie mobili a tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.
Nota: le osservazioni più recenti sono relative a marzo 2005.

CONTO FINANZIARIO

In aprile gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 9,1 miliardi di euro, riconducibili ai flussi netti in uscita per investimenti diretti (6,4 miliardi) e investimenti di portafoglio in titoli azionari (30,5 miliardi). Gli investimenti in strumenti di debito hanno invece registrato flussi netti in entrata, connessi soprattutto ai consistenti acquisti netti di obbligazioni e notes dell'area dell'euro da parte di non residenti (58 miliardi).

Se si considera l'andamento cumulato nei dodici mesi fino ad aprile, gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 6 miliardi di euro, dopo aver fatto registrare deflussi netti per tutto il 2004 (cfr. figura 32). Nella seconda metà del 2004 i deflussi netti sono calati gradualmente. I flussi relativi agli investimenti diretti e di portafoglio sono nell'insieme tornati su livelli pari o prossimi al pareggio a partire dagli inizi del 2005. Quest'ultimo andamento riflette movimenti di segno opposto nei conti sottostanti in quanto gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono stati per lo più controbilanciati dai deflussi netti per investimenti diretti.

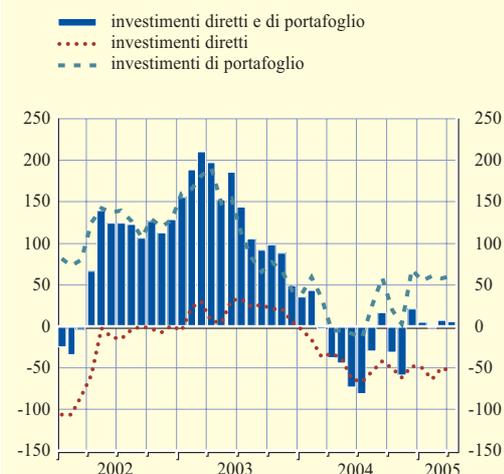
I deflussi netti cumulati su dodici mesi per investimenti diretti sono rimasti attorno a 50 miliardi di euro dal secondo trimestre del 2004, per effetto del livello costante di investimenti all'estero da parte dei residenti dell'area dell'euro (circa 120 miliardi di euro dagli inizi del 2004) e dello stabilizzarsi degli investimenti esteri nell'area attorno ai 70 miliardi di euro da aprile 2004. Alla base di tali andamenti potrebbero risiedere le attese di una maggiore crescita dell'economia mondiale rispetto a quella dell'area nel 2004 e nel 2005.

Gli afflussi netti cumulati per investimenti di portafoglio sono andati aumentando dalla fine del 2004. Tale risultato va ricondotto principalmente all'aumento degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti e al calo degli acquisti netti di titoli azionari esteri da parte dei residenti. Come segnalato in numeri precedenti di questo Bollettino, gli investitori internazionali avrebbero privilegiato i titoli dell'area in quanto le indagini di mercato ne ritenevano i prezzi maggiormente appetibili in termini relativi. Più di recente, tuttavia, gli investitori non residenti sono apparsi meno ottimisti circa le prospettive economiche e di profitto delle imprese dell'area.

Negli ultimi mesi gli investimenti in strumenti di debito si sono dimostrati più volatili rispetto sia al passato sia ai titoli azionari, alla luce del fatto che la direzione dei flussi netti per tali investimenti è mutata con una certa frequenza. Gran parte della volatilità può essere ricondotta ai bassi rendimenti obbligazionari e alla possibilità di minusvalenze di capitale che, a loro volta, avrebbero reso più difficile per i gestori di portafogli la formulazione di stabili strategie di lungo periodo concernenti gli strumenti di debito.

Figura 32 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

ARTICOLI

L'INDICE ARMONIZZATO DEI PREZZI AL CONSUMO: CONCETTO, PROPRIETÀ ED ESPERIENZA

L'affidabilità degli indici dei prezzi al consumo in generale, e quella dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) in particolare, è di fondamentale importanza per l'adozione delle decisioni economiche. Gli indici dei prezzi al consumo sono ampiamente utilizzati come indicatori economici non solo dalla BCE ma anche dalla Commissione europea, dalle Amministrazioni pubbliche, dalle imprese e dalle famiglie. Lo IAPC, creato inizialmente per valutare la convergenza dei prezzi nelle prime fasi dell'Unione economica e monetaria (UEM), è un indicatore dell'inflazione al consumo accurato, completo e tempestivo, nonché confrontabile fra tutti i paesi della UE. Nell'ambito della strategia di politica monetaria della BCE, lo IAPC dell'area dell'euro è l'indice utilizzato per valutare la stabilità dei prezzi. Nonostante la recente discrepanza fra i risultati delle indagini sulle percezioni dell'inflazione dei consumatori e quella effettiva misurata sullo IAPC, non sussistono evidenze del fatto che l'indice armonizzato sottostimi (o sovrastimi) l'inflazione al consumo. Nondimeno, il processo di armonizzazione dello IAPC fra i paesi dell'UE non si è ancora completato. I miglioramenti necessari in via prioritaria concernono i metodi di correzione che tengono conto dei cambiamenti della qualità dei prodotti e l'integrazione dei dati sulla spesa per le abitazioni occupate dai proprietari.

I UNA MISURA ARMONIZZATA DELL'INFLAZIONE AL CONSUMO

Un ampio consenso esiste sul fatto che l'inflazione comporti costi notevoli per la collettività. Un livello di inflazione elevato e variabile genera una significativa incertezza riguardo al futuro. Rende più difficile valutare il prezzo delle attività finanziarie e il rischio ad esse associato. Distorce inoltre le decisioni di consumo e d'investimento e fa aumentare i costi di transazione. Può altresì essere all'origine di una redistribuzione imprevista di ricchezza e di reddito dai creditori ai debitori e fra i destinatari di diverse forme di reddito. Un altro parere generalmente condiviso è che l'inflazione abbia significative ripercussioni negative sulla crescita e il benessere economico. Questo giudizio comune, radicato nell'opinione pubblica, è suffragato da un cospicuo corpo di pubblicazioni che dimostra gli effetti nocivi dell'inflazione sull'espansione dell'economia¹⁾.

I diffusi timori dell'inflazione rendono necessario uno strumento che consenta un'accurata misurazione del fenomeno. Tale funzione può essere svolta da un indice dei prezzi al consumo (IPC), il quale, misurando la variazione nel tempo dei prezzi dei beni e dei servizi acquistati dalle famiglie a fini di consumo, indica la variazione del potere di acquisto di queste ultime. Come tale, l'IPC rappresenta un valore di

riferimento standard utilizzato dagli operatori economici nelle decisioni finanziarie, ovvero nei contratti in cui occorre tenere conto degli andamenti del livello dei prezzi. Le pensioni, le prestazioni sociali, le obbligazioni, i salari, i contratti di locazione e di affitto, ad esempio, sono spesso direttamente o indirettamente collegati all'evoluzione dei prezzi al consumo. Per gli Stati membri della UE sono stati sviluppati degli indici armonizzati dei prezzi al consumo nazionali. Questi forniscono un insieme completo di indicatori confrontabili e di elevata qualità, sulla base dei quali vengono compilati i dati aggregati relativi all'area dell'euro e alla UE.

IL RUOLO DELLO IAPC NELLA STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Nel quadro della sua strategia di politica monetaria la BCE ha attribuito allo IAPC un ruolo di primo piano, definendo il proprio mandato di mantenimento della stabilità dei prezzi in termini di questo indice. L'obiettivo perseguito dalla BCE è la stabilità dei prezzi, quale presupposto fondamentale per scongiurare gli effetti nocivi dell'inflazione e promuovere un'efficiente allocazione delle risorse. Questo è il miglior con-

1) Cfr. Camba-Méndez, G., Garcia, J., e Rodriguez-Palenzuela, D. "Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation", in Issing, O. (a cura di), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, Banca centrale europea, Francoforte, 2003.

tributo che la politica monetaria può fornire per mantenere la crescita economica e la creazione di posti di lavoro su un percorso sostenibile nel lungo periodo²⁾. La stabilità dei prezzi è definita dalla BCE come un aumento sui dodici mesi dello IAPC dell'area dell'euro "inferiore al 2 per cento"; il Consiglio direttivo della BCE ha successivamente precisato che si propone di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Questa definizione fornisce un adeguato margine positivo contro i rischi di deflazione e, nel contempo, un sufficiente spazio di manovra per fronteggiare le implicazioni dei differenziali di inflazione nell'area, affinché i singoli paesi non siano costretti ad operare con tassi di inflazione strutturalmente troppo bassi o persino negativi. Essa tiene conto inoltre di un'eventuale errore positivo nella misurazione delle variazioni dei prezzi che, pur se presumibilmente molto ridotto come spiegato in seguito, potrebbe indurre una lieve sovrastima dell'inflazione effettiva nello IAPC.

LO IAPC COME INDICATORE DI CONVERGENZA

Lo IAPC svolge una funzione anche nel monitoraggio del processo di convergenza degli andamenti dei prezzi. Uno dei requisiti sanciti dal Trattato di Maastricht per l'adozione dell'euro è che l'inflazione media sui dodici mesi del paese interessato non superi di oltre 1,5 punti percentuali il tasso di inflazione misurato sullo IAPC dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. L'applicazione di questo criterio richiede la disponibilità di un indice dei prezzi confrontabile in tutti i paesi dell'UE. Lo IAPC pertanto è un indicatore fondamentale per valutare l'idoneità dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro ad adottare la moneta unica.

Lo IAPC deve quindi soddisfare alcune proprietà fondamentali, quali un'ampia copertura della spesa delle famiglie, e rispondere a esigenze di credibilità, accuratezza, affidabilità, tempestività e elevata frequenza. Questo articolo presenta e valuta le qualità dello IAPC come misura degli andamenti dei prezzi a livello aggregato. La sezione 2 esamina il quadro concettuale e le proprietà

dell'indice, mentre la sezione 3 descrive l'analisi delle sue singole componenti nella valutazione della dinamica dell'inflazione; la sezione 4 delinea i miglioramenti da apportare in via prioritaria e la sezione 5 presenta le conclusioni.

2 QUADRO CONCETTUALE E PROPRIETÀ DELLO IAPC

2.1 EVOLUZIONE STORICA DELLO IAPC

In presenza di una non comparabilità degli IPC dei paesi della UE, nel 1993 vengono avviati i lavori sullo IAPC, finalizzati all'elaborazione di misure confrontabili con cui valutare il processo di convergenza precedente la Terza fase dell'UEM. Nel 1995, la prima realizzazione concreta è il regolamento quadro (CE) n. 2494/95 del Consiglio relativo agli indici armonizzati dei prezzi al consumo, che conferisce alla Commissione europea (Eurostat) la responsabilità della "definizione di norme statistiche comuni per gli indici dei prezzi al consumo". Fra il 1996 e il 2001 altri tre regolamenti del Consiglio della UE e otto regolamenti della Commissione europea fanno avanzare il processo di armonizzazione³⁾. Questi interventi normativi hanno lo scopo di garantire la confrontabilità fra i paesi e promuovere standard qualitativi elevati e aggiornati per compilare statistiche sui prezzi in linea con le raccomandazioni internazionali⁴⁾, ma lasciano agli istituti nazionali di statistica l'intera responsabilità della raccolta dei dati.

Nel 1996 sono pubblicati i primi (provvisori) indici armonizzati dotati di una copertura iniziale di beni e servizi comune. Si convengono le regole relative al campionamento dei prodotti e dei punti vendita e alla pronta integrazione di nuovi prodotti. Nel 1997 lo IAPC viene ulteriormente

2) Cfr. gli atti della First ECB Central Banking Conference, *Why price stability?*, novembre 2000.

3) I regolamenti e le direttive in materia sono consultabili, insieme a una concisa guida dell'utente e ad altre informazioni, sul sito Internet della Commissione europea (<http://forum.europa.eu.int/Public/irc/dsis/hiocp/library>).

4) Per ulteriori informazioni sugli standard internazionali, cfr. ILO, IMF, OECD, UNECE, Eurostat and the World Bank, *Consumer price index manual: theory and practice*, 2004.

perfezionato, al fine di garantirne la rappresentatività degli andamenti correnti dei consumi. Come requisito minimo viene stabilito che il periodo cui si riferiscono le ponderazioni per la spesa per consumi non vada in nessun caso oltre gli ultimi sette anni precedenti l'anno di segnalazione. Agli Stati membri viene inoltre richiesto di rivedere queste ponderazioni a cadenza annuale e di aggiornarle se vi sono cambiamenti di rilievo nei modelli di consumo. Nel 1999 sono definite le norme per il trattamento nello IAPC delle tariffe e dei servizi assicurativi.

Tra il 2000 e il 2001 si registrano importanti progressi sul piano dell'armonizzazione. La copertura dello IAPC è estesa ai settori della sanità, dell'istruzione e della previdenza sociale. Nel contempo, viene armonizzata la copertura geografica e in termini di popolazione, così da includere i consumi complessivi delle famiglie nel territorio di un paese. Sono inoltre applicati requisiti specifici per una misurazione armonizzata delle offerte promozionali e dei prezzi dei servizi finanziari. Da allora l'opera di armonizzazione è proseguita in particolare nell'ambito dei metodi di correzione degli indici dei prezzi per i cambiamenti della qualità (cfr. la sezione 4).

2.2 CONCETTO E DEFINIZIONE DELLO IAPC

Lo IAPC ha la finalità di quantificare gli andamenti dei "prezzi dei beni e dei servizi acquistabili nel territorio economico dello Stato membro e destinati al soddisfacimento diretto della domanda dei consumatori"⁵⁾, coprendo pertanto la "spesa monetaria delle famiglie per consumi finali". Questo concetto ha implicazioni importanti, alcune delle quali concorrono a spiegare le differenze fra lo IAPC e gli IPC nazionali.

Lo IAPC include i beni e i servizi acquistati all'interno di un paese, indipendentemente dalla nazionalità, residenza, reddito o altre caratteristiche socioeconomiche delle famiglie acquirenti. Per contro, numerosi IPC coprono solo la spesa sostenuta dalle famiglie residenti. Inoltre, mentre nello IAPC i prezzi sono rilevati integralmente al momento dell'acquisto effettivo dei beni e dei servizi, in taluni IPC nazionali si

preferisce misurare i prezzi nell'arco del periodo di utilizzo dei prodotti. Questo diverso approccio può determinare differenze significative, in particolare per i prodotti consumati su periodi di tempo estesi (soprattutto le abitazioni di proprietà; cfr. il riquadro 2).

La linea di demarcazione scelta per separare la spesa per i consumi collettivi da quella delle famiglie è conforme al Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95). I beni e i servizi erogati dalle Amministrazioni pubbliche alle singole famiglie sotto forma di trasferimenti sociali in natura (ad esempio in ambito sanitario e scolastico) non sono inclusi nello IAPC, anche se in definitiva è possibile che questi siano finanziati indirettamente dalle famiglie, ad esempio tramite i versamenti obbligatori al sistema sanitario nazionale. Sono invece incluse nell'indice le spese di importo modesto effettuate in contanti dalle famiglie (le cosiddette spese *out-of-pocket*), che comprendono le tariffe forfetarie o i prezzi sovvenzionati pagati direttamente dalle famiglie che usufruiscono di beni e servizi erogati sotto forma di trasferimenti in natura. Il trattamento di queste voci varia notevolmente negli IPC nazionali. È stato inoltre deciso che, ai fini dello IAPC, l'introduzione di un pagamento diretto per un bene o un servizio precedentemente erogato mediante trasferimento in natura (quindi gratuito per il consumatore) sarebbe stato trattato come un aumento del prezzo, mentre il caso contrario (sostituzione di un pagamento diretto con un trasferimento in natura) sarebbe stato considerato come una diminuzione del prezzo⁶⁾. Ciò dimostra come un indice dei prezzi al consumo, per quanto ampio in termini di copertura, rilevi solo una certa parte della domanda finale nell'economia, sottolineando pertanto la necessità di analizzare gli andamenti dello IAPC insieme ad altri indicatori dei prezzi, come i consumi collettivi e il deflatore del PIL.

5) Articolo 3 del Regolamento (CE) n. 2494/95 del Consiglio.

6) Un esempio è la riforma del sistema sanitario tedesco del gennaio 2004, che nello stesso mese ha fatto salire dallo 0,6 all'1,2 per cento il tasso di inflazione misurato sull'indice armonizzato nazionale. Un esempio inverso è dato dall'abolizione del canone televisivo in Belgio (2002-03) e nei Paesi Bassi (2000), che ha prodotto una flessione dei tassi di inflazione misurati sugli indici armonizzati nazionali pari a 0,3 e 0,6 punti percentuali, rispettivamente.

A prescindere da queste difformità, lo IAPC e gli IPC nazionali presentano numerose similitudini sotto il profilo concettuale. Essi includono i beni durevoli, quelli non durevoli e i servizi, oltre a coprire le spese quotidiane (come l'acquisto del pane), quelle ricorrenti (come gli affitti mensili) e quelle occasionali (come un'autovettura). I prezzi sono quelli di acquisto rilevati nei punti vendita, comprensivi dell'IVA e delle altre imposte indirette.

Lo IAPC misura la variazione media dei prezzi al consumo confrontando la spesa relativa a un paniere rappresentativo di beni e servizi nel periodo di segnalazione e nel periodo di riferimento. Il paniere e le relative quote della spesa sono mantenuti fissi per (almeno) un anno, durante il quale pertanto l'indice armonizzato non riflette le variazioni di prezzo collegate a un cambiamento dei modelli di consumo. Per essere rappresentative degli andamenti recenti della spesa dei consumatori, le quote devono essere aggiornate con sufficiente frequenza. Un indice di tipo Laspeyres è utilizzato per quasi tutti gli indicatori dei prezzi al consumo attualmente disponibili.

2.3 COMPILAZIONE DELLO IAPC

CAMPIONAMENTO E RILEVAZIONE DEI DATI SUI PREZZI

Gli istituti nazionali di statistica rilevano su base mensile i prezzi di un campione di beni e di servizi, selezionati per essere rappresentativi dell'insieme di prodotti acquistati dalle famiglie a fini di consumo. Il numero dei prodotti considerati è dell'ordine di varie centinaia e per ciascuno di essi il campione include più prezzi, corrispondenti alle varianti dell'articolo, nonché alle rilevazioni effettuate in punti vendita e regioni differenti. Per i computer, ad esempio, sono rilevati non solo i prezzi nei negozi specializzati, ma anche quelli offerti da supermercati, cataloghi di vendita per corrispondenza o fornitori operanti su Internet. Vengono inoltre considerate le varianti del prodotto, ad esempio computer da tavolo e portatili. In totale, gli indici armonizzati sono desunti sulla base di circa 1,4 milioni di singoli prezzi raccolti ogni mese nell'area dell'euro.

CALCOLO DELLE VARIAZIONI DI PREZZO

Lo IAPC ha lo scopo di misurare la variazione "pura" dei prezzi nel tempo. Per far ciò, occorre confrontare il prezzo corrente di un prodotto con il suo prezzo nel periodo di riferimento. Ove le specifiche o la qualità del prodotto (come le dimensioni della confezione o le prestazioni tecniche) si modificano nel tempo, i prezzi osservati sono corretti per queste differenze in modo da desumere la variazione pura del prezzo. A tal fine, gli istituti nazionali di statistica si avvalgono di diversi metodi, basati ad esempio sui pareri degli esperti, su tecniche di regressione ("metodi edonici") o sulle stime delle variazioni di prezzo pure di prodotti simili la cui qualità è rimasta immutata. Se per molte delle voci dello IAPC (come il burro), gli effetti dei cambiamenti sul piano qualitativo sono normalmente modesti, per altre l'impatto può essere rilevante (come nel caso delle autovetture e dei computer). Un approccio armonizzato alle procedure di correzione per i cambiamenti di qualità risulta, pertanto, fondamentale.

COMPILAZIONE DELL'INDICE

L'indice armonizzato di ciascun paese dell'area dell'euro è calcolato come media ponderata degli indici di prezzo di numerosi gruppi di prodotto, usando come pesi le quote corrispondenti a ciascun gruppo nella spesa delle famiglie per i beni e i servizi coperti dallo IAPC. In generale, le informazioni statistiche utilizzate per calcolare questi pesi sono acquisite tramite le indagini sui bilanci delle famiglie e verificate sulla base di dati provenienti da altre fonti (ad esempio le statistiche sulle entrate fiscali e quelle di contabilità nazionale). Queste informazioni rispecchiano la spesa media delle famiglie in un paese, del quale colgono pertanto le abitudini di consumo, che possono dipendere dai modi di vita, dalle tradizioni culturali o da altri fattori (ad esempio la disponibilità dei prodotti). Nella fase di elaborazione finale, lo IAPC per l'area nel suo complesso risulta dalla media degli indici armonizzati nazionali dei dodici paesi membri, ponderati per le rispettive quote della spesa per consumi delle famiglie sul totale dell'area. La tavola 1 presenta una scomposizione per paese dell'area e per principale gruppo di prodotto delle quote della

Tabola I Paesi dell'area dell'euro e pesi delle principali voci dello IAPC (2005)

(percentuale dello IAPC totale)													
	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	Area dell'euro
Quota dell'area dell'euro	3,3	29,0	2,7	11,4	20,7	1,3	19,2	0,3	5,2	3,1	2,1	1,6	100
Pesi IAPC													
Beni alimentari e bevande non alcoliche	16,8	11,5	18,0	22,1	16,9	14,5	16,6	10,6	12,1	13,0	18,5	15,8	15,5
Bevande alcoliche e tabacchi	3,4	5,0	5,1	3,8	4,0	8,8	3,0	14,9	4,0	3,1	3,0	5,7	4,2
Abbigliamento e calzature	6,5	5,9	12,2	9,7	5,9	4,5	10,6	5,4	6,1	6,3	6,8	5,4	7,4
Abitazione, acqua, elettricità, gas e altri combustibili	16,1	21,8	9,5	10,2	14,5	8,5	9,7	8,7	16,1	14,6	9,4	15,2	15,0
Arredamento, articoli per la casa e manutenzione della casa	7,5	7,4	7,0	5,8	6,4	4,2	10,6	9,6	8,2	7,4	7,6	5,6	7,6
Salute	3,9	4,7	5,6	2,4	4,2	3,1	3,9	1,4	5,1	4,1	5,1	5,2	4,1
Trasporti	13,5	15,2	13,4	13,8	17,8	14,0	14,1	22,0	14,2	15,1	18,9	16,3	15,3
Comunicazioni	2,9	2,5	2,3	2,1	3,2	2,0	3,2	1,8	3,6	2,7	3,0	3,1	2,8
Ricreazione e cultura	13,2	11,5	4,5	6,8	9,6	11,7	7,3	8,5	11,3	11,2	4,8	11,5	9,5
Educazione	0,5	0,8	2,0	1,8	0,5	1,9	1,1	0,4	0,7	1,0	1,6	0,7	1,0
Ristoranti ed alberghi	8,9	5,5	14,9	16,4	7,3	20,7	11,3	8,7	7,0	14,7	15,4	8,7	9,5
Altri beni e servizi	6,9	8,1	5,5	5,1	9,8	6,1	8,7	8,1	11,7	6,8	6,1	6,9	8,2

Fonte: Eurostat.

spesa attualmente utilizzate nella compilazione dei dati sullo IAPC del 2005.

A livello di area, le voci di spesa più importanti sono gli alimentari, i servizi abitativi e quelli di trasporto, ognuna delle quali assorbe un sesto dei consumi totali. Le ponderazioni per paese relative ai principali gruppi di spesa spesso si discostano significativamente dalla media dell'area. Ciò riflette le differenze fra i paesi in termini sia di preferenze dei consumatori, sia di livello dei prezzi. Alcuni dei divari di maggiore ampiezza fra le ponderazioni sono spiegati dal quadro concettuale dello IAPC. Ad esempio, negli indici armonizzati di Grecia, Spagna, Irlanda, Austria e Portogallo, l'elevata quota della spesa per i servizi alberghieri e di ristorazione è data dalla spesa dei turisti stranieri, la quale è coperta da quegli indici. D'altro canto, i diver-

si coefficienti di ponderazione dei servizi abitativi originano dal fatto che lo IAPC include solamente gli affitti, il cui livello dipende dalla rilevanza del mercato della locazione nazionale, ma non le spese sostenute da quanti abitano una casa di proprietà (cfr. riquadro 2). Nei campi della sanità e dell'istruzione, le divergenze risultano dalla misura in cui questi servizi sono erogati dalle Amministrazioni pubbliche sotto forma di trasferimenti in natura, ovvero sono pagati direttamente dai consumatori.

I modelli di consumo evidenziati dallo IAPC riflettono la spesa media delle famiglie. Tuttavia, secondo le abitudini di consumo, l'inflazione cui sono soggetti i singoli consumatori o i gruppi di famiglie può discostarsi da questa media. I possibili effetti di tali differenze sono illustrati nel riquadro 1.

Riquadro 1

PANIERI DI SPESA SPECIFICI E INFLAZIONE RILEVATA

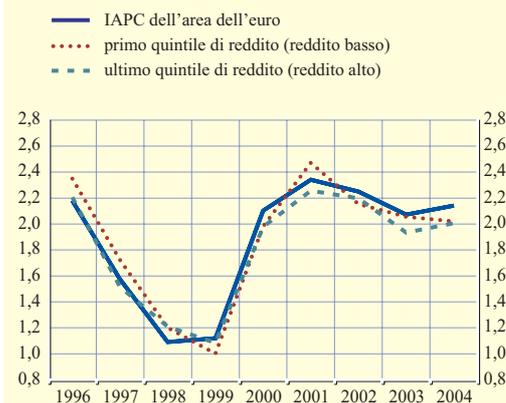
Nella discussione relativa alle tecniche di misurazione e alle percezioni dell'inflazione, è stata rilevata la discrepanza fra i panieri utilizzati per calcolare le statistiche ufficiali dei prezzi al consumo e quelli dei singoli consumatori e di specifici gruppi di consumatori. In questo riquadro viene effettuata una simulazione degli effetti esercitati da panieri e modelli di spesa alternativi sull'inflazione, e i risultati sono confrontati con la dinamica misurata dallo IAPC dell'area dell'euro.

L'esercizio è consistito nel calcolare l'inflazione al consumo relativa a quattro distinte famiglie-tipo ipotetiche. Per ragioni di disponibilità dei dati, è stato applicato un maggiore livello di aggregazione di quello solitamente utilizzato nel calcolo dello IAPC e le ponderazioni per la spesa per consumi sono state mantenute fisse nel periodo di comparazione. Si tenga presente che queste ipotesi limitano in una certa misura la qualità delle simulazioni effettuate.

Le quote della spesa relative alle prime due famiglie-tipo rispecchiano le abitudini di consumo di classi di reddito differenti. Sono state calcolate in base ai dati sulla struttura della spesa per consumi emersi dall'Inchiesta sul bilancio delle famiglie del 1999, condotta dall'Eurostat a livello di area. Le informazioni pubblicate sono disponibili per quintili di reddito¹⁾. Il primo e il quinto quintile (corrispondenti, rispettivamente, al reddito più basso e a quello più alto) sono stati usati nel calcolo dei tassi di inflazione relativi alle due famiglie-tipo, partendo dal presupposto che le differenze fra le abitudini di consumo di questi due classi di reddito siano le più ampie. Con riferimento ad alcuni prodotti si osservano differenze rilevanti in termini di quote di spesa: i prodotti alimentari e le bevande non alcoliche, ad esempio, assorbono il 21,1 per cento dell'intero paniere di spesa delle famiglie a basso reddito, a fronte di solo il 13,2 per cento per quelle più abbienti. I risultati della simulazione mostrano che tra il 1996 e il 2004, le differenze nelle quote della spesa hanno determinato lievi scarti fra i tassi di inflazione delle famiglie, compresi fra 0,0 e 0,2 punti percentuali all'anno. Nondimeno, nella media del periodo queste differenze si sono sostanzialmente compensate (cfr. figura A).

Figura A Inflazione delle famiglie a più alto e più basso reddito

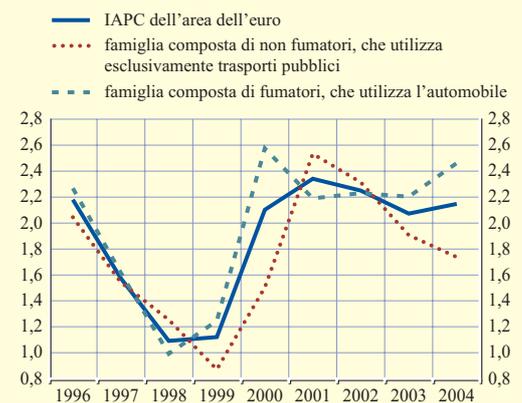
(variazione percentuale media annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Inflazione di specifiche tipologie familiari

(variazione percentuale media annua)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Un secondo esempio mostra i potenziali effetti sull'inflazione delle famiglie esercitati da prodotti specifici, per i quali i singoli consumatori presentano preferenze marcatamente distinte. Sono stati simulati gli effetti delle preferenze diverse in materia di tabacco e trasporti. Nell'ipotesi considerata, una prima famiglia si componeva di non fumatori e usava unicamente i trasporti pubblici (sono state pertanto escluse le spese per autoveicoli ad uso privato, di ripa-

1) Classi di reddito ordinate, ognuna delle quali rappresenta un quinto della popolazione totale.

razione o di carburante, ma è stata considerata una spesa per trasporti pubblici doppia rispetto alla media), mentre una seconda si componeva di fumatori e si spostava esclusivamente con la propria automobile (si sono quindi esclusi completamente i trasporti pubblici ma è stata raddoppiata, rispetto alla media, la spesa per il tabacco e per le voci connesse all'uso privato di un autoveicolo). Nel 2004, anno in cui il tasso di inflazione ufficiale dell'area dell'euro misurato sullo IAPC è stato pari al 2,1 per cento, l'inflazione media annua sarebbe stata dell'1,7 per cento per la prima famiglia e del 2,5 per cento per la seconda (cfr. figura B).

Modelli di consumo diversi si traducono in andamenti differenti del potere d'acquisto di specifiche famiglie-tipo unicamente se la variazione del prezzo dei prodotti considerati diverge da quella media dei prezzi registrata dall'indice complessivo, come è stato il caso per gli articoli inclusi nella simulazione, soprattutto in ragione dell'aumento dell'imposta sui tabacchi e del rincaro della benzina negli ultimi anni. Differenze di questa portata tuttavia non sono tipiche di molte altre voci di spesa, e altre variazioni della composizione di panieri specifici possono determinare differenze minori fra l'inflazione sperimentata dalle singole famiglie e quella media misurata sullo IAPC.

PUBBLICAZIONE E DISPONIBILITÀ DEI DATI

I dati mensili sugli indici armonizzati nazionali sono disponibili per 29 paesi europei (oltre agli Stati membri dell'UE, la Bulgaria, la Romania, l'Islanda e la Norvegia). Da maggio del 1998 l'Eurostat pubblica, insieme allo IAPC dell'UE, il dato relativo all'area dell'euro, nonché una stima rapida di quest'ultimo desunta dai dati preliminari relativi agli indici armonizzati di Germania, Spagna e Italia, dall'IPC del Belgio e dalle informazioni più aggiornate sugli andamenti dei prezzi dei prodotti energetici. Di norma, la stima rapida è diffusa l'ultimo giorno del mese cui si riferiscono i dati, mentre le serie complete dello IAPC dell'area sono disponibili circa 18 giorni dopo la fine del mese di riferimento. Queste stime hanno subito solo revisioni sporadiche e di portata limitata, risultando pertanto affidabili.

Gli indici armonizzati sono pubblicati conformemente alla Classificazione internazionale dei consumi individuali per finalità (*Classification of Individual Consumption by Purpose – COICOP/IAPC*). Essi sono compilati anche per le componenti dei beni e dei servizi (ad esempio beni alimentari trasformati e non trasformati, energia); in totale, sono disponibili circa 160 sottosettori, per la media della UE, per quella dell'area dell'euro, e per ciascuno dei 29 paesi. I livelli e i tassi di variazione dello IAPC sono consultabili sul sito Internet dell'Eurostat⁷⁾. Sulla scorta di queste in-

formazioni statistiche, la BCE compila gli indici armonizzati destagionalizzati per l'area dell'euro (cfr. la tavola 5.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* e il sito Internet della BCE).

2.4 ACCURATEZZA E PROBLEMI DI MISURAZIONE

Gli studi relativi all'accuratezza e ai potenziali errori di misurazione degli indici dei prezzi al consumo mettono in luce, tipicamente, quattro problematiche principali.

- I panieri e le ponderazioni della spesa per consumi sono mantenuti costanti durante un periodo prestabilito (di norma compreso fra uno e cinque anni). Più questo periodo è lungo, meno i pesi e i panieri saranno rappresentativi dei profili correnti della spesa per consumi.
- I nuovi prodotti, in particolare le apparecchiature elettroniche per uso domestico, tendono a deprezzarsi dopo essere stati immessi nel mercato. Se non sono prontamente inclusi nell'indice, questa flessione del prezzo sarà rilevata solo parzialmente. Viceversa, se i prodotti "superati", la cui quota di mer-

7) <http://epp.eurostat.cec.eu.int>.

cato è divenuta marginale e possono essere svenduti a prezzo ridotto, sono mantenuti nel campione per un periodo inopportuno lungo, l'indice potrebbe subire una distorsione verso il basso.

- Gli effetti che i cambiamenti della qualità dei prodotti hanno sulle variazioni di prezzo sono di difficile individuazione. Se i metodi di correzione per i cambiamenti di qualità non sono accurati, la correzione può risultare eccessiva, ovvero insufficiente. Il segno e la portata sia del cambiamento di qualità, sia dell'eventuale distorsione dell'indice ad esso connessa possono differire fra i prodotti e i paesi considerati.
- Le nuove strutture di vendita possono offrire beni e servizi a prezzi più bassi. Se la ricomposizione dei canali di vendita non è accuratamente riflessa dal campione, vi è il rischio di sovrastimare le variazioni di prezzo.

Va notato che l'impatto di questi fattori può variare nel tempo e dipendere, ad esempio, dai cambiamenti tecnologici e da una diversa composizione dei canali di vendita. La teoria e la ricerca empirica evidenziano che, nell'insieme, le distorsioni verso l'alto prodotte da questi fattori negli indici dei prezzi al consumo attualmente disponibili sono molto contenute. Alcuni dei metodi di compilazione dello IAPC sopra descritti tengono esplicitamente conto delle potenziali fonti di distorsione, in particolare delle regole di aggiornamento dei pesi, dell'inclusione dei nuovi prodotti e degli aggiustamenti per i cambiamenti di qualità. Per quanto concerne questi ultimi, tuttavia, sono necessari ulteriori lavori per migliorare le metodologie di correzione utilizzate nella compilazione degli indici armonizzati (cfr. sezione 4).

3 GLI ANDAMENTI OSSERVATI DELLO IAPC NELL'AREA DELL'EURO

Gli andamenti dello IAPC sono sottoposti dalla BCE a una regolare osservazione e analisi. Dopo aver registrato un calo prolungato nel

corso di tutti gli anni novanta, sotto l'impulso del processo di convergenza che ha preceduto l'inizio della Terza fase dell'UEM, l'inflazione dell'area dell'euro ha iniziato a risalire: la variazione media annuale dell'indice si è portata dall'1,1 per cento nel 1999 a un massimo del 2,3 per cento sia nel 2001 che nel 2002, per poi attestarsi intorno al 2,0 per cento (cfr. figura 1).

ANDAMENTI DELLE PRINCIPALI COMPONENTI DELLO IAPC

Ai fini dell'analisi economica è utile scomporre lo IAPC in cinque componenti principali: beni energetici (elettricità, gas, combustibili solidi, carburanti liquidi e lubrificanti, energia termica), beni alimentari non trasformati (carne, pesce, frutta e verdura fresca), beni alimentari trasformati (compresi pane, latte, bevande e tabacco), beni industriali non energetici (che comprendono vestiario e calzature, articoli di arredamento, elettrodomestici, prodotti medicinali, autovetture, personal computer e televisori) e servizi (che includono gli affitti e i servizi di riparazione, nonché i servizi culturali e ricreativi e quelli medici). Come è noto, i prezzi dei beni energetici e di quelli alimentari non trasformati sono caratterizzati da una volatilità notevolmente più elevata rispetto alle altre categorie di prezzi, in quanto essi si formano su mercati molto più esposti agli shock dal lato dell'offerta. La volatilità della componente relativa agli alimentari non trasformati, ad esempio, dipende spesso dall'impatto delle condizioni meteorologiche sui raccolti.

Analizzando in dettaglio il contributo fornito da ciascuna delle cinque componenti dello IAPC, emerge che fra il 2000 e il 2004 vi è stato un insolito accumularsi di shock significativi, che hanno influenzato principalmente le componenti più volatili (cfr. figura 2). Nel 2000, ad esempio, l'incidenza della componente energetica sullo IAPC complessivo è salita a un livello ampiamente superiore alla media storica, collocandosi a 1,1 punti percentuali (cfr. tavola 2). L'andamento è da ricondurre a un aumento del 200 per cento del prezzo in dollari del petrolio nell'arco dell'anno, cui si è sommato un deprezzamento del 30 per cento dell'euro

Figura 1 Dinamica dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

— IAPC
 IAPC esclusi i beni energetici e gli alimentari non trasformati



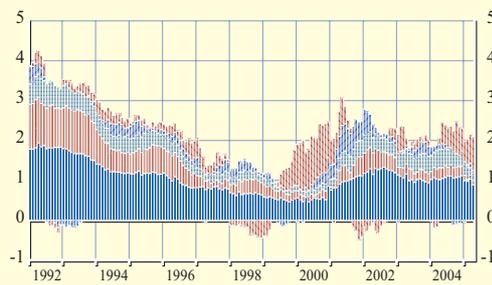
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE

Nota: i dati precedenti il 1996 sono stimati sulla base degli IPC nazionali.

Figura 2 Contributi alla crescita dello IAPC

(punti percentuali)

— servizi
 ■■■■ beni industriali non energetici
 ■■■■ alimentari trasformati
 ■■■■ alimentari non trasformati
 ■■■■ beni energetici



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE

rispetto alla moneta statunitense. A seguito di queste ampie fluttuazioni dei corsi petroliferi, la volatilità della componente energetica è aumentata significativamente dal 1999. Dal canto loro, i beni alimentari hanno evidenziato un eccezionale rincaro nel 2001 (cfr. figura 2), imputabile principalmente alle preoccupazioni sanitarie connesse con i casi di encefalopatia spongiforme bovina (ESB) e con l'epidemia di afta epizootica che hanno interessato numerosi paesi dell'area. Infine, nel 2002 si è accresciuto

temporaneamente il contributo fornito dai prezzi dei servizi (in particolare quelli ricreativi e personali); il fenomeno è in parte ascrivibile agli effetti dell'introduzione del contante in euro che, secondo le stime dell'Eurostat, avrebbero concorso per 0,1-0,3 punti percentuali al tasso di inflazione misurato dallo IAPC in quell'anno.

Alcuni dei recenti shock all'inflazione hanno influito in modo diretto, anche se generalmen-

Tavola 2 Statistiche relative alle componenti principali dello IAPC

Descrizione	Pesi nello IAPC (perc.)	Media (variazioni percentuali nei dodici mesi)		Scarto quadratico medio non ponderato (punti percentuali)		Contributi alla variazione percentuale media annua dello IAPC (punti percentuali)	
		2005	1992-1998	1999-2004	1992-1998	1999-2004	1992-1998	1999-2004
Beni energetici	8,6	1,5	4,2	2,2	5,5	0,2	0,3
Alimentari non trasformati	7,6	1,4	2,4	1,6	2,8	0,2	0,2
Alimentari trasformati	12,0	2,6	2,5	1,0	1,1	0,3	0,3
Beni industriali non energetici	30,8	1,8	0,8	0,9	0,4	0,5	0,3
Servizi	41,0	3,6	2,3	1,3	0,6	1,1	0,9
IAPC esclusi i beni energetici e gli alimentari non trasformati	83,8	2,8	1,8	1,1	0,6	1,9	1,5
IAPC complessivo	100,0	2,4	2,0	0,9	0,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati precedenti il 1996 sono stimati sulla base degli IPC nazionali. I risultati relativi allo scarto quadratico medio non ponderato nel periodo 1992-1998 sono in parte influenzati dalla elevata volatilità registrata nel primo anno del periodo considerato.

te temporaneo, sull'inflazione al consumo, ma potrebbero anche aver esercitato, in taluni casi, effetti indiretti su altri prezzi. Alcuni di questi shock hanno avuto peraltro un carattere eccezionale o insolito (come il rincaro del greggio nel 2000 e la crisi di ESB nel 2001). Un'analisi dettagliata degli andamenti dello IAPC aiuta a distinguere gli effetti connessi agli aumenti di prezzo di natura più volatile e, presumibilmente, temporanea, dagli incrementi di natura più generale, che hanno maggiore rilevanza ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

L'IAPC AL NETTO DEI BENI ENERGETICI E DEI PRODOTTI ALIMENTARI NON TRASFORMATI: IL CONTRIBUTO DELLE COMPONENTI NON VOLATILI

La variazione media annua dello IAPC al netto delle componenti più volatili (alimentari non trasformati e beni energetici) può essere ulteriormente scomposta in due aggregati principali relativi ai beni e quelli ai servizi.

Dalla figura 3a, che mostra la composizione dell'inflazione dei prezzi dei beni non energetici dal 1997, emergono alcuni andamenti interessanti. Un contributo sostanziale all'inflazione è provenuto dall'andamento dei prezzi dei beni alimen-

tari trasformati, il cui impatto è aumentato nel 2001 e nel 2002 per via degli effetti indiretti dei rincari della carne connessi alle crisi di ESB e di afta epizootica. L'apporto negativo degli altri beni, per contro, è imputabile all'andamento cedente dei prezzi di diversi articoli di elettronica (quali le apparecchiature fotografiche, di registrazione e di elaborazione dati). Ultimo elemento degno di nota è la maggiore incidenza dei prezzi dei medicinali nel 2004, riconducibile principalmente all'attuazione della riforma sanitaria in Germania.

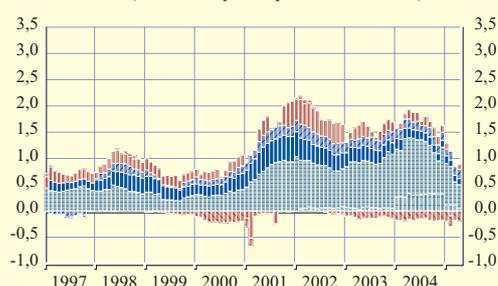
La figura 3b invece illustra il contributo all'inflazione dei servizi delle singole componenti. I servizi ricreativi e personali, che includono fra l'altro i prezzi dei servizi sportivi e culturali, i viaggi organizzati e i prezzi di alberghi, ristoranti e parrucchieri, hanno fornito il contributo maggiore; questo è aumentato lievemente nel 2001 e nel 2002, in parte in relazione all'introduzione dell'euro, per poi ridiscendere gradualmente sui valori medi storici nel 2003 e 2004. Dal 2000 l'incidenza dei servizi abitativi (canoni d'affitto, erogazione dell'acqua, raccolta dei rifiuti e delle acque di scarico, servizi di riparazione e manutenzione, assicurazioni sulla casa) ha registrato una tendenza ad accrescersi in modo molto graduale, mentre è stato negativo il contributo dei

Figura 3 Contributi alla crescita dello IAPC al netto dei beni energetici e degli alimentari non trasformati

(in punti percentuali)

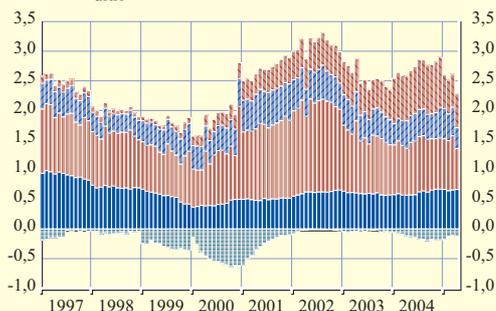
(a) Contributi alla dinamica dei prezzi dei beni

- articoli casalinghi
- abbigliamento ed accessori
- alimentari trasformati
- veicoli privati (inclusi pezzi di ricambio ed accessori)
- prodotti medici
- altri (inclusi beni per lo sport e la ricreazione)



(b) Contributi alla dinamica dei prezzi dei servizi

- servizi domestici
- servizi personali e di ricreazione
- servizi di comunicazione
- servizi di trasporto
- altri



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

servizi di comunicazione (ad esempio quelli di telefonia). I prezzi di questi ultimi infatti hanno mostrato un andamento cedente, specie nel 1999 e nel 2000, in ragione dei progressi tecnologici e della deregolamentazione in atto dal 1998. Infine, uno sviluppo degno di nota negli ultimi anni è stato il crescente contributo dei prezzi degli altri servizi. Questa componente dello IAPC, che comprende i servizi finanziari, è stata ampliata nel 2000 e nel 2001 per includervi i settori della sanità, dell'istruzione e della previdenza sociale, determinando perciò una discontinuità nella serie. La scomposizione più completa e articolata di questo aggregato, disponibile dal 2001, mostra un aumento dell'incidenza dei prezzi dei servizi sanitari, che rappresentano la principale componente di questa categoria.

In sintesi, un esame approfondito dello IAPC consente di tracciare un quadro dettagliato dell'inflazione, evidenziandone la composizione e le tendenze di fondo. Tale esame fa emergere in particolare l'accumularsi alquanto insolito di shock esogeni che dal 2000 hanno sospinto al rialzo l'inflazione complessiva, e mette al contempo in evidenza il contributo negativo dei prezzi di alcuni beni (quali i prodotti elettronici) e servizi (ad esempio quelli di comunicazione). In alcuni casi, tuttavia, la scomposizione per prodotto disponibile non si è dimostrata pienamente soddisfacente ai fini dell'analisi. Durante la crisi di ESB, ad esempio, sarebbe stato utile poter distinguere il prezzo della carne di manzo da quello delle altre carni. A livello di prodotto, quindi, una maggiore disponibilità di dati potrebbe aiutare a individuare con maggiore precisione le ragioni specifiche delle variazioni di prezzo nelle componenti dello IAPC dell'area.

LO IAPC E LE PERCEZIONI DI INFLAZIONE

Nel complesso, le proprietà statistiche dello IAPC, il suo grado di confrontabilità tra i paesi dell'area dell'euro e il livello di disaggregazione disponibile concorrono indubbiamente a fornire un quadro coerente dell'inflazione. Nonostante ciò, nel 2002 si è spezzato lo stretto legame prima esistente tra l'inflazione percepita dai consumatori e quella effettiva misurata sullo IAPC,

Figura 4 Percezioni dei consumatori relative all'inflazione e dinamica effettiva dello IAPC



Fonti: Commissione Europea ed elaborazioni della BCE.

pur non essendo stata osservata alcuna variazione sostanziale di quest'ultima (cfr. figura 4). L'indicatore dell'inflazione percepita, illustrato nella figura 4, corrisponde alla differenza fra la quota ponderata dei partecipanti all'indagine mensile della Commissione europea che affermano che negli ultimi dodici mesi i prezzi al consumo sono aumentati "molto", "abbastanza" e "poco" e la quota ponderata di quelli che affermano che nello stesso periodo i prezzi sono diminuiti o sono rimasti sostanzialmente invariati. Tale indicatore è prende pertanto la forma di una statistica saldo e fornisce informazioni qualitative sulle percezioni della variazione dell'inflazione negli ultimi dodici mesi.

Lo spezzarsi del legame tra l'inflazione percepita dai consumatori e la dinamica effettiva dei prezzi ha coinciso con l'introduzione del contante in euro nel gennaio 2002; una serie di motivazioni collegate a questo evento sono state pertanto avanzate per spiegare l'improvvisa discordanza e il suo perdurare⁸⁾. È lecito attendersi che i consumatori siano in grado di desumere dall'esperienza personale informazioni relativamente corrette sulle variazioni di prezzo effettive; nondimeno, la perdita piuttosto brusca del tradizionale punto di riferimento offerto dal-

8) Per ulteriori dettagli, cfr. i riquadri sulle percezioni dell'inflazione nell'area dell'euro nei numeri di luglio 2002, ottobre 2003 e aprile 2005 di questo Bollettino.

la valuta nazionale, sommata alla difficoltà di adattarsi alla nuova moneta, paiono aver svolto un ruolo importante.

Nel formare le proprie percezioni di inflazione, i consumatori tendono ad attribuire un peso "soggettivo" più elevato alle spese di ammontare modesto, effettuate più di frequente e in contanti. L'andamento di un sub-indice comprendente una selezione di articoli acquistati con maggior frequenza (fra cui prodotti alimentari, trasporti, consumazioni al bar e al ristorante) evidenzia in effetti una relazione alquanto più stretta con l'indicatore dell'inflazione percepita risultante dall'indagine nonché, in particolare, una relativa accelerazione dei prezzi di queste voci in concomitanza con la sostituzione del contante nel gennaio del 2002.

Col tempo il pubblico si è andato lentamente abituando all'euro, il che spiegherebbe la successiva graduale riduzione della discordanza fra l'inflazione percepita e quella rilevata. Va peraltro notato che la percezione dei consumatori di un livello di inflazione più elevato di quello misurato dalle statistiche ufficiali è in contrasto con il dibattito degli esperti sui problemi di misurazione presentati dalle statistiche dei prezzi al consumo, normalmente incentrato sulle potenziali distorsioni verso l'alto negli indici dei prezzi al consumo.

4 INTERVENTI PRIORITARI PER UN ULTERIORE MIGLIORAMENTO DELLO IAPC

Le aree in cui l'Eurostat e gli istituti nazionali di statistica stanno lavorando per migliorare ulteriormente lo IAPC sono principalmente due: la completa armonizzazione dei metodi di correzione per i cambiamenti di qualità e l'integrazione delle spese sostenute da quanti abitano una casa di proprietà nel paniere dei consumi usato per il calcolo dello IAPC.

Per quanto concerne il trattamento dei cambiamenti di qualità, al momento sono applicati semplicemente dei requisiti minimi comuni, che hanno valenza di norma generale. In molti casi i metodi utilizzati, anche se relativamente semplici, forniscono risultati affidabili a un costo ragionevole.

Per alcune tipologie di beni e servizi, tuttavia, occorrono approcci più sofisticati, che solitamente necessitano di un insieme di dati assai più ampio, che comprende fra l'altro informazioni dettagliate e aggiornate sui cambiamenti nelle caratteristiche e nelle quote di mercato dei prodotti. Sviluppare e applicare tali tecniche richiede un elevato investimento in termini di risorse; implementarle secondo modalità comparabili in tutti i paesi dell'area costituisce poi un'ulteriore sfida. Negli ultimi anni pertanto, l'Eurostat e gli istituti nazionali di statistica hanno elaborato raccomandazioni più dettagliate per il trattamento dei cambiamenti di qualità di specifici gruppi di prodotti, fra cui i beni elettronici ad alta tecnologia (ad esempio i personal computer) e altri beni di consumo durevoli e semidurevoli (quali le autovetture, il vestiario e i libri). È fondamentale che queste raccomandazioni siano adottate al livello della UE e applicate in tutti i paesi dell'area dell'euro. Per far ciò occorre un maggiore grado di armonizzazione e di coordinamento nelle rilevazioni dei dati di base utilizzate per la compilazione degli indici armonizzati. Nuove forme di cooperazione fra gli istituti nazionali di statistica, attualmente all'esame, potrebbero rappresentare una soluzione auspicabile per il futuro. Una delle proposte attiene, ad esempio, alla creazione dei cosiddetti "Centri di eccellenza" formati da personale esperto proveniente dagli istituti nazionali di statistica, cui demandare lo sviluppo di metodi comparabili e la successiva supervisione della loro applicazione nell'insieme dei paesi.

Una seconda priorità è l'integrazione delle spese sostenute da coloro che abitano una casa di proprietà. Si tratta di una componente di non facile misurazione e gli esperti hanno spesso punti di vista discordi sull'opportunità e sul modo di includerla in un indice dei prezzi al consumo. Maggiori dettagli sui lavori svolti in materia sono forniti nel riquadro 2.

In aggiunta a queste due aree di intervento prioritarie, la BCE è del parere che vi sia margine per altri progressi. Sono auspicabili ad esempio un miglioramento dei criteri di armonizzazione della frequenza di aggiornamento dei panieri dei consumi e delle quote di spesa e lo sviluppo di

uno IAPC depurato dagli effetti delle variazioni delle imposte indirette. Quest'ultimo progetto, sui cui si lavora attualmente, dovrebbe fornire dal 2006 un utile indicatore supplementare, che potrebbe essere utilizzato per affinare l'analisi degli effetti delle variazioni della fiscalità sul tasso d'inflazione.

Sarebbe infine auspicabile un maggior coordinamento nei tempi di diffusione degli indici armonizzati a livello nazionale, che attualmente si estendono su circa due settimane. La BCE si augura che vengano compiuti ulteriori sforzi per garantire una diffusione più tempestiva degli indicatori nazionali ed europei.

Riquadro 2

TRATTAMENTO DEI COSTI DELLE ABITAZIONI OCCUPATE DAI PROPRIETARI AI FINI DELLO IAPC

Il trattamento delle spese relative a un'abitazione di residenza occupata dal proprietario rappresenta una delle problematiche più complesse nella compilazione degli indici dei prezzi al consumo. Considerato il peso di questa voce sulla spesa dei consumatori, l'applicazione di metodologie diverse può produrre risultati significativamente difforni. Mentre la spesa degli inquilini (per i quali il canone d'affitto rappresenta la voce più importante) è inclusa nel paniere dallo IAPC, gran parte della spesa sostenuta da chi vive in un'abitazione di proprietà, ossia quella per l'acquisto del bene immobile attualmente non è compresa nell'indice¹⁾. La BCE pertanto si compiace dei lavori che l'Eurostat sta svolgendo per includere nello IAPC una componente relativa alle case di abitazione occupate dal proprietario.

La percentuale di famiglie che vive in un'abitazione di proprietà diverge in modo piuttosto sostanziale fra i paesi dell'area dell'euro, come si può vedere nella tavola, che riporta altresì l'incidenza sullo IAPC della quota della spesa relativa agli affitti.

Quota di famiglie che occupano un'abitazione di proprietà e in affitto nei paesi dell'area dell'euro

(percentuale dello IAPC totale)

Paese	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
Quota di famiglie che occupano un'abitazione di proprietà (percentuale sul totale delle famiglie)	69,8	42,6	74,0	84,3	56,1	77,4	72,8	71,8	54,2	57,3	75,7	58,0
Peso della spesa per affitti nello IAPC (punti percentuali)	6,4	10,9	3,3	2,6	6,6	2,5	2,7	3,5	7,5	3,9	2,0	7,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: la quota di famiglie che occupano un'abitazione di proprietà si riferisce al 2002 o all'anno più recente per cui i dati sono disponibili. I pesi della spesa per affitto nello IAPC si riferiscono al 2005.

In generale, il peso degli affitti sullo IAPC nazionale è modesto nei paesi dell'area con un'elevata percentuale di famiglie che abita in una casa di proprietà (come la Spagna e l'Irlanda), mentre è alquanto elevato nei paesi in cui tale percentuale è relativamente bassa (come in Germania e nei Paesi Bassi). In ragione di queste differenze, gli indici armonizzati dei paesi con una forte percentuale di abitazioni in affitto tendono a inglobare una quota maggiore delle spese abitative totali effettivamente sostenute dalle famiglie del paese. Viceversa, gli indici armonizzati dei paesi con una bassa percentuale di affitti

1) Sia per i proprietari che occupano la propria abitazione che per gli inquilini, è incluso un insieme di costi abitativi supplementari (come la tassa sulla raccolta dei rifiuti e le spese di riscaldamento e di manutenzione ordinaria).

tendono a non rilevare un'ampia frazione di tali spese. L'ampliamento della copertura dello IAPC pertanto migliorerebbe la complessiva confrontabilità dell'indice a livello internazionale.

Esistono diversi metodi per trattare i costi delle abitazioni occupate dai proprietari, i quali sono utilizzati in alcuni IPC nazionali non armonizzati. Un primo metodo, detto "dell'utilizzo" cerca di misurare la variazione di valore del flusso di servizi abitativi consumati dai proprietari. A tal fine, una delle varianti spesso utilizzate è il canone di affitto pagato per abitazioni simili. Un secondo metodo, detto "del pagamento", misura il costo del capitale bloccato nell'abitazione di proprietà, stimando gli esborsi effettivi effettuati dai proprietari, compresi il pagamento degli interessi ipotecari e gli ammortamenti del mutuo. Inoltre, diversi paesi hanno deciso di escludere i costi delle abitazioni occupate dai proprietari dalle statistiche degli IPC, considerando che l'acquisto di questi tipi di attività esula dagli scopi del loro indice dei prezzi al consumo.

Poiché la finalità degli indici armonizzati è di misurare la variazione dei prezzi dei beni e dei servizi acquistati dalle famiglie a fini di consumo, si sta attualmente sperimentando un concetto alternativo, detto dell'"acquisto netto". Questo include i prezzi delle abitazioni acquistate dalle famiglie e tutti i relativi costi di transazione, ma esclude la componente relativa al prezzo del terreno, che non è considerato un bene di consumo. L'Eurostat, in collaborazione con gli istituti nazionali di statistica, sta conducendo uno studio di fattibilità su questo approccio. Stando ai piani attuali, ai paesi dell'UE è richiesto di sviluppare opportune stime dei costi delle abitazioni occupate dai proprietari, compresi indici idonei dei prezzi delle abitazioni. Entro il 2008 è attesa una decisione che stabilirà se includere o meno questa componente nello IAPC ufficiale.

5 CONCLUSIONI

Considerato il ruolo fondamentale dello IAPC per tutti gli agenti economici dell'area dell'euro, la qualità di questo indicatore riveste la massima importanza. In questo articolo sono stati esaminati i progressi compiuti nell'elaborazione di un indice dei prezzi al consumo sufficientemente armonizzato per tutti i Paesi della UE. Lo IAPC è senza dubbio la migliore misura disponibile delle variazioni di prezzo dei beni e dei servizi acquistati dalle famiglie dell'area. Esso è calcolato sulla base di oltre un milione di singole rilevazioni dei prezzi, effettuate a cadenza mensile nei dodici paesi dell'area, e offre una copertura completa della spesa per consumi. Per ogni paese della UE viene calcolato un indice armonizzato nazionale conforme agli standard europei e in linea con le raccomandazioni internazionali. Questi indici presentano un grado di confrontabilità e di accuratezza che nessun altro indicatore dei prezzi nell'area dell'euro ha raggiunto.

Le caratteristiche statistiche e il grado di confrontabilità hanno fatto dello IAPC un indicatore

chiave nell'analisi della dinamica dei prezzi condotta dalla BCE su base permanente. L'esperienza ha mostrato che sullo IAPC medio hanno influito significativamente alcune variazioni transitorie dei prezzi relativi, non necessariamente connesse a pressioni inflazionistiche di medio periodo prevalenti nel complesso dell'economia. In particolare, fra il 2000 e il 2004 un numero insolito di shock ha sospinto al rialzo l'inflazione armonizzata complessiva. La disaggregazione disponibile dello IAPC offre un quadro dettagliato, che aiuta a distinguere gli effetti sull'inflazione dei fattori erratici e transitori dalle tendenze di fondo del complesso dei prezzi. Nonostante la discrepanza osservata di recente fra la percezione d'inflazione dei consumatori e quella effettiva misurata dallo IAPC, non sussistono evidenze di errori di misurazione nello IAPC.

Per migliorare ulteriormente gli indici armonizzati è necessario intervenire in primo luogo sui metodi di correzione che tengono conto dei cambiamenti di qualità e sull'estensione della copertura dell'indice ai costi delle abitazioni

ARTICOLI

L'indice armonizzato
dei prezzi al consumo:
concetto, proprietà
ed esperienza

occupate dai proprietari. Da diversi anni si sta lavorando a queste problematiche e la messa in opera dei risultati ottenuti avrà carattere prioritario. Il conseguimento di un'ulteriore armonizzazione richiederà un più stretto raccordo fra gli istituti nazionali di statistica e l'Eurostat.

Infine, potrebbe essere giunto il momento per una revisione della relazione fra lo IAPC e gli IPC nazionali volta a sviluppare un assetto strategico per il futuro, che potrebbe accrescere ulteriormente la trasparenza, la confrontabilità e la credibilità delle statistiche sui prezzi al consumo in Europa.

LA STRATEGIA DI LISBONA CINQUE ANNI DOPO

Con il Consiglio europeo di Bruxelles del 22 e 23 marzo 2005 si è conclusa la valutazione intermedia della strategia varata in occasione del vertice di Lisbona del 2000, che prevedeva un programma completo di riforme strutturali intese a fare dell'UE "l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo". Poiché i risultati a cinque anni sono nella migliore delle ipotesi contrastanti, nell'ambito dell'esercizio di revisione i capi di Stato o di governo hanno chiesto che la strategia di Lisbona sia rilanciata senza indugio e che le sue priorità siano riorientate verso la crescita e l'occupazione. Al fine di agevolare questo processo, essi hanno inoltre approvato un nuovo sistema di governance volto a migliorare l'attuazione delle riforme accrescendo fra l'altro il grado di responsabilizzazione a livello nazionale. Grazie a tali interventi, l'Unione europea dispone ora di uno schema adeguato per realizzare il proprio potenziale di crescita e di occupazione e dovrebbe pertanto passare a concentrarsi sulla fase attuativa.

I INTRODUZIONE

In occasione del Consiglio europeo tenutosi a Lisbona nel marzo 2000 venne concordata una strategia ambiziosa (la "strategia di Lisbona") che aveva l'obiettivo generale di trasformare entro il 2010 l'Unione europea nell'"economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale". Articolata in un ampio programma di riforme in campo economico, sociale e ambientale, essa prevedeva interventi di politica economica nei tre ambiti indicati a livello sia nazionale sia dell'UE con il fine ultimo di migliorare il tenore di vita dei cittadini europei.

Questo articolo fornisce una breve descrizione della logica, dei contenuti e del sistema di *governance* della strategia, per poi passare ad esaminare i risultati finora raggiunti in termini di attuazione e il piano di rilancio elaborato in occasione della valutazione intermedia. Data l'ampiezza della strategia di Lisbona, esso si concentra esclusivamente su alcuni ambiti di riforma economica e traslascia, ad esempio, sia gli sforzi volti a costituire un mercato davvero unico per i servizi finanziari (che costituiscono una parte importante della strategia)¹⁾ sia gli aspetti sociali e ambientali.

2 MOTIVAZIONE E LOGICA

Pur riunendosi nel 2000, in un momento in cui l'Europa registrava ritmi di crescita sostenuti, i

capi di Stato o di governo che hanno adottato la strategia di Lisbona hanno riconosciuto che la disoccupazione europea era eccessiva e i tassi di occupazione troppo bassi. La transizione verso una società fondata sulla conoscenza registrava ritardi e il divario fra l'Unione europea e gli Stati Uniti in termini di crescita economica e livelli di produttività si stava ampliando, un segnale che i risultati economici degli Stati membri erano inferiori al potenziale. Il Consiglio europeo ritenne che l'attuazione della strategia di Lisbona in un contesto macroeconomico sano avrebbe consentito all'UE di raggiungere un tasso di crescita economica mediamente pari al 3 per cento. Tuttavia la realizzazione di questo potenziale e il conseguente mantenimento sia di un elevato tenore di vita sia dei progressi compiuti sul piano sociale avrebbero richiesto un intervento deciso da parte dell'UE e dei suoi Stati membri, soprattutto alla luce delle crescenti difficoltà di ordine interno ed esterno.

La strategia di Lisbona si inserisce nel contesto di tre sfide sempre più impegnative, ciascuna delle quali rende necessaria una trasformazione radicale dell'economia europea. Innanzitutto, la progressiva integrazione dei paesi emergenti nell'economia mondiale che espone l'UE a una crescente concorrenza sul piano internazionale. In secondo luogo l'avanzare dell'economia della conoscenza che presuppone uno sforzo concerta-

1) Per una panoramica sui progressi compiuti nell'ambito dei mercati finanziari, cfr. l'articolo *Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino.

to per promuovere la creazione e la diffusione di capitale scientifico, tecnologico e intellettuale. Da ultimo, i seri problemi demografici connessi con l'invecchiamento della popolazione che, in assenza di riforme, abbasserebbero sostanzialmente il potenziale di crescita ed eserciterebbero pressioni significative sulla sostenibilità fiscale dei sistemi pensionistici e sanitari degli Stati membri dell'UE.

Tali sfide impongono l'attuazione di riforme strutturali intese a promuovere una crescita non inflazionistica, aumentare i livelli di occupazione e consentire all'economia di meglio adeguarsi al variare delle circostanze. Migliorando il funzionamento dei mercati, le riforme possono rimuovere gli ostacoli che si frappongono all'utilizzo pieno ed efficiente dei fattori di produzione. Inoltre, esse agevolano il ricorso a soluzioni innovative nei processi di produzione e contribuiscono pertanto a una maggiore crescita della produttività. Esistono numerosi riscontri teorici ed empirici degli effetti positivi delle riforme strutturali sulle variabili macroeconomiche (quali produzione, occupazione e produttività)²⁾. Nel mercato dei beni e dei servizi, per esempio, possono ridurre le rendite monopolistiche in settori precedentemente protetti e aumentare la concorrenza determinando recuperi di efficienza e guadagni di produttività. Su quello del lavoro possono, fra l'altro, offrire incentivi maggiori alla partecipazione alle forze di lavoro. Inoltre, introducendo livelli maggiori di flessibilità, consentono alle imprese di adeguarsi più rapidamente al mutare delle condizioni di mercato e agevolano una più tempestiva ripresa della domanda di manodopera a seguito di shock negativi migliorando così le prospettive per l'occupazione. Anche sui mercati finanziari gli effetti macroeconomici delle riforme strutturali sono positivi. Un grado più elevato di concorrenza fra i fornitori di servizi finanziari dovrebbe ridurre i costi di transazione e, accrescendo i rendimenti sui risparmi e riducendo i costi di finanziamento, promuovere il risparmio e gli investimenti. Infine, l'integrazione dei mercati finanziari offre l'opportunità di aumentare il grado di condivisione dei rischi a livello transfrontaliero, am-

mortizzando di conseguenza gli effetti di eventuali shock asimmetrici a danno di un singolo paese o settore.

L'evidenza dimostra inoltre che la riforma strutturale di un mercato può ripercuotersi anche su altri³⁾. Ad esempio, una riorganizzazione del mercato dei beni e dei servizi intesa ad accrescere la concorrenza e agevolare l'ingresso di nuove imprese può influire sui salari e sui livelli di occupazione promuovendo pertanto la riforma del mercato del lavoro. Tali interazioni stanno a indicare il possibile vantaggio di una strategia di ampio respiro come quella di Lisbona, che sfrutti le sinergie rese possibili da un approccio globale alle riforme strutturali.

3 CONTENUTI E GOVERNANCE

La strategia di Lisbona poggiava inizialmente su un pilastro economico (concentrato sulle riforme intese a promuovere la produttività, l'innovazione e la competitività) e su uno sociale (volto a modernizzare il modello sociale europeo, promuovere l'occupazione e combattere l'esclusione sociale). Il Consiglio europeo di Göteborg del 2001 ha aggiunto un pilastro ambientale, che affronta aspetti connessi con lo sviluppo sostenibile.

Per conseguire la finalità generale di accrescere la competitività e il dinamismo dell'economia nell'UE, il Consiglio europeo riunito a Lisbona ha definito obiettivi e interventi specifici a livello sia nazionale sia comunitario. Successivi Consigli europei hanno ampliato l'elenco degli obiettivi, che in varie occasioni sono stati quantificati. Ad esempio, con riferimento ai livelli di occupazione in Europa, i vertici di Lisbona e di Stoccolma si sono prefissi di portare entro il 2010 il tasso di occupazione complessivo

2) Cfr. *OECD Report on Regulatory Reform* (1997) e la pubblicazione della Commissione europea dal titolo *Structural reforms in labour and product markets and macroeconomic performance in the EU*, The EU economy: 2002 review, n. 6, 2002.

3) Cfr., ad esempio, G. Nicoletti et al., *Product and labour market interactions in OECD countries*, OECD Economics Department Working Papers, n. 312, 2001.

nell'UE al 70 per cento, al 60 per cento quello delle donne e al 50 per cento quello dei lavoratori più anziani (di età compresa fra i 55 e i 64 anni). Il Consiglio europeo di Barcellona del marzo 2002 ha posto l'obiettivo di crescita della spesa per attività di ricerca e sviluppo (R&S) al 3 per cento del PIL (una panoramica su alcuni obiettivi e sulle relative quantificazioni è fornita nella tavola 1). Allo stesso tempo, vertici successivi hanno invitato la Commissione europea, il Consiglio UE e il Parlamento europeo a perseguire obiettivi qualitativi come l'adozione di importanti normative comunitarie (ad esempio i regolamenti sul "Cielo unico europeo") entro termini specifici o la conclusione di progetti rilevanti come il Piano d'azione per i servizi finanziari.

LA GOVERNANCE NEI PRIMI CINQUE ANNI

Il Consiglio europeo di Lisbona nel 2000 decretò che l'attuazione della strategia definita in quell'occasione non richiedeva nuovi processi di coordinamento sul piano delle politiche, bensì l'utilizzo più efficiente possibile del quadro per la *governance* sviluppato nel periodo successivo all'adozione del trattato di Maastricht nel 1992 e successivamente perfezionato sotto la guida del Consiglio europeo alla fine degli anni novanta. Tale quadro poggia sui processi di coordinamento per l'economia e l'occupazione, vale a dire sugli indirizzi di massima per le politiche economiche e sugli orientamenti per l'occupazione adottati nel contesto del processo di Lussemburgo del 1997. Dal 1998 gli indirizzi di massima sono alimentati anche dal processo di Cardiff, che si occupa in particolare delle riforme sui mercati dei beni e dei servizi e su quelli dei capitali⁴⁾. Infine, nel 2003 gli indirizzi di massima per le politiche economiche e gli orientamenti per l'occupazione sono stati affiancati dalla strategia per il mercato interno, il cui scopo è sfruttare appieno il potenziale del mercato unico europeo in termini di crescita e di competitività.

Pur auspicando un'attuazione della strategia mediante un uso più efficiente dell'esistente quadro per la *governance*, il Consiglio europeo di Lisbona ha introdotto due innovazioni

sul piano istituzionale. La prima è rappresentata dall'organizzazione di un incontro annuale volto a valutare i progressi compiuti in ambito attuativo. Nell'ambito di questi "vertici di primavera", organizzati nel mese di marzo, il Consiglio europeo ha il compito di fornire slancio politico e direzione strategica al processo di attuazione. La seconda innovazione riguarda l'introduzione di un nuovo metodo di coordinamento aperto, che aiuti gli Stati membri a sviluppare gradualmente e a migliorare le rispettive politiche in settori non coperti dai processi di *governance* esistenti. Tale metodo, definito di coordinamento "leggero" e già applicato a settori quali i sistemi pensionistici e sanitari, la ricerca e lo sviluppo e l'inclusione sociale, intende conseguire una maggiore convergenza verso le principali finalità dell'UE definendo dei parametri di riferimento e diffondendo le pratiche ottimali.

Le riforme da attuare nel contesto della strategia di Lisbona riguardano prevalentemente ambiti di competenza nazionale. In questi casi l'Unione svolge un ruolo di coordinamento delle politiche degli Stati membri mediante azioni di sorveglianza multilaterale, confronto tra paesi e apprendimento reciproco. Per rafforzare tale ruolo, il Consiglio europeo di Lisbona ha invitato la Commissione a elaborare annualmente una relazione di sintesi ("relazione di primavera") intesa a misurare i progressi realizzati dai singoli Stati membri e operare un confronto tra gli stessi sulla base di una serie di indicatori strutturali. La pratica del confronto ha il compito di esercitare un'azione di stimolo, segnalando le prassi migliori e sensibilizzando l'opinione pubblica circa la necessità e i vantaggi delle riforme strutturali.

Esistono anche ambiti nei quali l'UE è competente a promuovere il processo di riforma in maniera più diretta. Ne costituiscono altrettanti esempi il mercato interno, nel quale l'UE dispone di strumenti vincolanti come le norme appro-

4) Per maggiori informazioni riguardo a tali processi, cfr. l'articolo *Il quadro di riferimento per le politiche economiche nell'UEM* nel numero di novembre 2001 di questo Bollettino.

Tavola I Finalità, obiettivi e indicatori strutturali della strategia di Lisbona

Finalità	Obiettivi			Risultati			
	Area	Valore	Entro il:	Media UE15 ¹⁾	Numero paesi UE15 che hanno raggiunto l'obiettivo	Media UE25	Numero paesi UE25 che hanno raggiunto l'obiettivo
Obiettivi fissati alle riunioni del Consiglio europeo (in ordine cronologico)							
Lisbona (marzo 2000)	Riforma economica						
– Sviluppare una politica attiva per l'occupazione; creare più lavori e di qualità superiore	Tasso di occupazione complessivo [IS-3] ²⁾	70%	2010	64,8%	4	63,3%	4
	Tasso di occupazione femminile	60%	2010	57,0%	7	55,8%	9
– Promuovere la concorrenza eliminando gli ostacoli alla creazione di un mercato interno	Recepimento delle direttive sul Mercato Interno	98,5%	2002	97,0%	1	96,3%	2
– Completare il mercato interno dei servizi	Aprire i mercati dell'elettricità ai consumatori	100%	2007	90,0%	9	87,0%	9
	Aprire i mercati del gas ai consumatori	100%	2007	94,0%	7	88,0%	7
	Coesione sociale						
– Investire sulle persone e combattere l'esclusione sociale	Abbandoni scolastici precoci	10%	2010	18,0%	4	15,9%	9
– Promuovere l'apprendimento continuo	Partecipazione in programmi di apprendimento continuo (percentuale di adulti 25-64 anni)	12,5%	2010	10,1%	5	9,4%	6
Stoccolma (marzo 2001)	Occupazione						
– Aumentare l'occupazione	Tasso di occupazione complessivo (obiettivo intermedio)	67%	2005	64,8%	7	63,3%	8
	Tasso di occupazione femminile (obiettivo intermedio)	57%	2005	57,0%	9	55,8%	14
– Investire in capitale umano e implementare l'apprendimento continuo	Tasso di occupazione 55-64 anni [IS-4]	50%	2010	41,9%	5	40,5%	7
– Migliorare l'attuazione delle riforme attraverso una migliore <i>governance</i>	Aumentare l'età di pensionamento	65 anni	2010	61,4 (2003)	0	61,0	0
– Migliorare l'adattabilità dei lavoratori e delle imprese	Assistenza all'infanzia per bambini di oltre tre anni e in età prescolare	90%	2010	n.a.	4	n.a.	n.a.
	Assistenza all'infanzia per bambini con meno di tre anni	33%	2010	n.a.	2	n.a.	n.a.
Göteborg (giugno 2001)	Ambiente						
– Combattere il cambiamento climatico (rispettare gli obiettivi del protocollo di Kyoto)	Apprezzabili progressi nella riduzione delle emissioni di gas serra [IS-12]	92% del livello medio dell'UE nel 1990	2008-2012	97,1% (2002)	3	91,0%	10
– Promuovere l'utilizzo diffuso di tecnologie a basso impatto ambientale (separare crescita economica e utilizzo delle risorse)	Contributo dell'energia elettrica prodotta da fonti non esauribili (percentuale del consumo complessivo di energia elettrica)	22% della media per l'UE15 e 21% di quella per l'UE25	2010	13,7% (2003)	5	12,8%	7

Tabola I Finalità, obiettivi e indicatori strutturali della strategia di Lisbona (segue)

Finalità	Obiettivi			Risultati			
	Area	Valore	Entro il:	Media UE15 ⁽¹⁾	Numero paesi UE15 che hanno raggiunto l'obiettivo	Media UE25	Numero paesi UE25 che hanno raggiunto l'obiettivo
Obiettivi fissati alle riunioni del Consiglio europeo (in ordine cronologico)							
Barcellona (marzo 2002)	R&S, TIC e Istruzione						
– Aumentare la mobilità dei ricercatori e attirare e mantenere talenti scientifici	Spesa in R&S (percentuale del PIL) [IS-6]	3%	2010	2% (2003)	1	1,95%	1
– Aumentare gli investimenti privati in ricerca, collaborazioni finalizzate alla R&S e <i>start-up</i> ad alta intensità tecnologica	Quota di spesa privata in R&S	66,6%	2010	56% (2001)	4	55,4%	4
– Promuovere collaborazioni scolastiche attraverso Internet	Accesso a Internet per tutte le scuole	100%	2002	93% (2002)	1	n.a.	n.a.
– Adattare la dotazione di abilità ai bisogni della società della conoscenza	Conoscenza delle tecnologie dell'informazione da parte di tutti gli insegnanti	100%	2003	56,8% (2002)	0	n.a.	n.a.
– Creare le basi per lo sviluppo del commercio elettronico	Uso domestico di Internet	30%	2002	45,0%	13	42%	15
– Incentivare l' <i>e-government</i>	Servizi amministrativi di base disponibili attraverso Internet	100%	2002	49,0%	0	42%	0
– Raggiungere un significativo aumento della spesa procapite in risorse umane; aumentare la qualità e l'accesso all'istruzione	Livello di istruzione (20-24 anni) [IS-5]	85%	2010	73,5%	3	76,4%	8
	Laureati in matematica, scienze e tecnologia (per 1000 persone)	15/1.000	2010	13,1/1.000 (2003)	3	12,2/1.000	4
Altri indicatori strutturali non riportati sopra	[SI-1] PIL pro capite in Parità dei Poteri d'Acquisto; [SI-2] Produttività del lavoro; [SI-7] Prezzi relativi; [SI-8] Investimenti del settore privato; [SI-9] Quota della popolazione a rischio di povertà; [SI-10] Tasso di disoccupazione di lungo periodo; [SI-11] Dispersione del tasso di disoccupazione regionale; [SI-13] Intensità energetica dell'economia; [SI-14] Volume delle merci trasportate.						

Fonte: Eurostat (<http://epp.eurostat.cec.eu.int>) e Commissione Europea (2005).

Legenda: UE15 = i 15 Stati Membro dell'Unione Europea (UE) fino al 1° maggio 2004; UE25 = i 25 Stati Membro dell'Unione Europea dal 1° maggio 2004; n.d. = non disponibile.

(1) Il dato, salvo indicazione contraria, si riferisce al 2004. Se non disponibile per il 2004, si è usato quello più recente.

(2) L'8 dicembre 2003 il Consiglio Europeo ha adottato una lista di 14 indicatori strutturali (IS), richiamati in parentesi quadre, p.e. [IS-1].

vate mediante le procedure comunitarie convenzionali (il cosiddetto “metodo comunitario”), e la ricerca e lo sviluppo, in cui l'UE svolge un ruolo diretto per il tramite dei finanziamenti di bilancio.

CARENZE

I primi cinque anni di operatività di questo quadro per la *governance* hanno portato alla luce diverse carenze. Molti hanno ritenuto che l'ampliamento della portata e la proliferazione degli obiettivi e delle relative quantificazioni abbiano indebolito l'essenza stessa della strategia di Lisbona. In questo senso, la relazione del gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok menzio-

nava il rischio che la strategia finisse con il riguardare “tutto e dunque nulla”⁵⁾.

La mancanza di obiettivi specifici e l'incoerenza fra alcuni di essi sono in parte da ricondurre al confondersi dei confini fra le competenze e le responsabilità dei vari soggetti nazionali ed europei coinvolti nella strategia. Inoltre la coesistenza di processi di coordinamento diversi a livello dell'UE ha occasionalmente creato difficoltà di gestione e ha complicato il lavoro di

5) “Affrontare la sfida – Strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione”, relazione del gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok, novembre 2004, p. 18.

definizione delle priorità. Ciò ha determinato oneri di segnalazione gravosi a livello nazionale in quanto gli Stati membri hanno dovuto elaborare con frequenza annuale la “relazione di Cardiff” sullo stato di attuazione delle riforme strutturali nei mercati dei beni e dei servizi e in quelli dei capitali, il piano di azione nazionale per l’occupazione e le relazioni reali ai diversi interventi interessati dal metodo di coordinamento aperto. Lo stesso quadro per la *governance* ha altresì generato una serie di relazioni di valutazione (ad esempio la relazione di primavera della Commissione al Consiglio europeo, la relazione della Commissione sull’attuazione degli indirizzi di massima per le politiche economiche e la relazione comune della Commissione e del Consiglio UE sull’occupazione) che hanno complicato il monitoraggio dei progressi. Questa messe di rapporti ha ostacolato la comprensione della strategia da parte dell’opinione pubblica, influenzando quindi negativamente sulla sua visibilità.

Inoltre l’efficacia delle procedure di coordinamento non vincolanti e, in certa misura, il metodo comunitario dipendono in larga parte dalla volontà politica degli Stati membri di onorare gli impegni assunti. Tuttavia, la struttura di incentivi intesa a introdurre e mantenere questa volontà politica si è dimostrata problematica. In particolare, il coinvolgimento nazionale nella strategia durante i primi cinque anni di attuazione è stato limitato. La partecipazione dei soggetti interessati, quali ad esempio i parlamenti nazionali e le parti sociali, è stata minima, presumibilmente riducendo le pressioni sui governi affinché attuassero le riforme. Inoltre, gli Stati membri non hanno sempre dato prova di coerenza nella programmazione e nella successiva comunicazione dei rispettivi sforzi in campo attuativo e hanno teso a trasferire i problemi di coordinamento al livello europeo anziché affrontarli localmente.

Nell’insieme, il quadro per la *governance* durante i primi cinque anni di attuazione della strategia di Lisbona si è rivelato inadeguato a consentire il conseguimento delle ambiziose finalità annunciate dai capi di Stato o di governo nel marzo 2000.

4 LE RIFORME ECONOMICHE NEL QUADRO DELLA STRATEGIA DI LISBONA

Questa sezione esamina i progressi compiuti in materia di riforme strutturali nel contesto della strategia di Lisbona all’interno dell’UE, e in particolare dell’area dell’euro, concentrandosi sugli ambiti di intervento più direttamente rilevanti da un punto di vista macroeconomico. L’analisi si fonda sostanzialmente su un elenco ristretto di indicatori strutturali adottati dal Consiglio UE l’8 dicembre 2003 e intesi a misurare i progressi compiuti nel conseguimento delle finalità di Lisbona (per una visione degli indicatori strutturali nel contesto più ampio della strategia, si veda la tavola 1).

L’esame non si estende ai nuovi Stati membri dell’UE poiché per gran parte del periodo successivo al 2000 tali paesi non hanno partecipato alla strategia di Lisbona. Occorre tenere presente la difficoltà di valutare l’impatto dell’allargamento sul buon esito dell’attuazione della strategia. Se da un lato il raggiungimento degli obiettivi strategici potrebbe risultare più difficile in quanto per molti nuovi Stati membri la strada da percorrere è maggiore⁶⁾, dall’altro le nuove adesioni potrebbero esercitare un influsso positivo accrescendo la concorrenza e le pressioni sui governi perché attuino le riforme strutturali.

CONTESTO ECONOMICO GENERALE

Più o meno in concomitanza con l’adozione della strategia di Lisbona nel marzo 2000 ha avuto inizio una fase di rallentamento economico provocata da una serie di shock quali gli aumenti dei prezzi petroliferi e lo scoppio della bolla nel settore delle tecnologie dell’informazione e delle comunicazioni (TIC). Questo, assieme a varie rigidità che ostacolano l’adeguamento delle economie europee a tali shock, ha fatto sì che dal varo della strategia i tassi di espansione in Europa siano stati piuttosto modesti e ha reso sostanzialmente più difficile il conseguimento degli obiettivi stabiliti a Lisbona.

6) Cfr. l’articolo *L’economia dell’UE dopo l’adesione dei nuovi Stati membri* nel numero di maggio 2004 di questo Bollettino.

Un indicatore sintetico del contesto economico generale è rappresentato dal PIL pro capite. Alla sua crescita contribuiscono la produttività del lavoro (PIL in termini reali per ora lavorata) e il grado di utilizzo del lavoro (cfr. tavola 2), a sua volta determinato dall'evoluzione del numero di ore lavorate (per occupato) e del numero di occupati. Dal varo della strategia di Lisbona, la crescita del PIL pro capite in termini reali nell'UE-15 è stata alimentata dai guadagni di produttività del lavoro in un contesto in cui il grado di utilizzo del lavoro ha fornito un contributo limitato. In quasi tutti i paesi elencati nella tavola 2, i progressi degli ultimi anni sul fronte dell'aumento del numero di occupati sono stati in parte vanificati da un calo del numero medio di ore lavorate per occupato. In molti casi tale andamento riflette la crescente presenza tra le forze di lavoro di donne che tendono a fare un maggiore ricorso all'occupazione a tempo parziale.

Le interconnessioni tra le varie componenti rendono tuttavia difficile trarre conclusioni sul pia-

no delle politiche partendo da questo semplice esercizio contabile. Ad esempio, nei paesi in cui l'occupazione cresce, gli incrementi di produttività del lavoro potrebbero restare almeno in via temporanea relativamente bassi nel caso in cui la produttività dei nuovi occupati sia inferiore alla media. Una contrapposizione di breve periodo fra la crescita dell'occupazione e quella della produttività del lavoro può inoltre venirsi a creare quando lo stock di capitale reagisce con lentezza all'aumento del numero di occupati e viene pertanto a determinarsi una riduzione dello stock per occupato. Alla minore intensità di capitale della produzione corrisponderanno di conseguenza livelli più modesti di crescita della produttività del lavoro.

OCCUPAZIONE

Un obiettivo fondamentale della strategia di Lisbona con riferimento al mercato del lavoro consiste nell'aumento del tasso di occupazione. Per raggiungerlo, la strategia fissa una serie di politiche intese a rimuovere i disincentivi alla partecipazione alle forze di lavoro migliorando

Tavola 2 Crescita del PIL procapite dall'avvio della strategia di Lisbona (prezzi costanti)

(contributo medio annuo)

	PIL procapite (a=b+c)	PIL per ora lavorata (b)	Grado di utilizzo del lavoro (c=d+e)	Ore lavorate procapite (d)	Quota di occupati sulla popolazione complessiva (e)
Belgio	1,3	1,0	0,4	-0,1	0,4
Germania	1,0	1,5	-0,5	-0,6	0,1
Grecia	4,0	4,2	-0,2	-0,1	-0,1
Spagna	2,2	0,9	1,3	-0,2	1,5
Francia	1,6	2,4	-0,8	-1,6	0,8
Irlanda	4,8	4,7	0,1	-1,2	1,3
Italia	1,1	0,2	0,9	-0,4	1,3
Paesi Bassi	0,5	0,0	0,5	0,1	0,4
Austria	1,2	1,4	-0,3	-0,3	0,1
Portogallo	0,5	1,1	-0,6	-0,8	0,2
Finlandia	2,5	2,9	-0,5	-1,4	0,9
Area dell'euro	1,2	1,2	0,1	-0,6	0,6
Danimarca	1,1	1,9	-0,9	-0,3	-0,5
Svezia	1,9	2,4	-0,5	-1,3	0,8
Regno Unito	2,0	2,3	-0,3	-0,7	0,3
UE15	1,4	1,4	0,0	-0,6	0,6
Giappone	0,8	1,7	-0,9	-0,1	-0,8
Stati Uniti	1,3	2,9	-1,6	-0,9	-0,7

Fonte: Elaborazioni BCE sulla base dei dati Eurostat. Il dato sulle ore lavorate è raccolto dal Groeningen Growth and Development Centre e dal Conference Board, Total Economy Database, gennaio 2005 (<http://www.ggdc.net>). Il dato per il Lussemburgo non è disponibile.

l'adattabilità delle imprese e dei lavoratori e promuovendo gli investimenti in capitale umano.

Fra il 2000 e il 2004 il tasso totale di occupazione è salito di circa 1,5 punti percentuali, al 63,1 per cento, nell'area dell'euro e di una percentuale analoga, al 64,8 per cento, nell'UE-15. L'aumento ha riguardato gran parte dell'area dell'euro, anche se è stato di intensità diversa nei vari paesi e superiore in quelli che partivano da livelli di occupazione relativamente ridotti, a indicare una certa convergenza. Nel 2000, quattro paesi dell'area e tre dell'UE-15 non appartenenti all'area (Danimarca, Svezia e Regno Unito) avevano già raggiunto l'obiettivo intermedio per l'occupazione stabilito a Lisbona (cfr. figura 1).

Il conseguimento dell'obiettivo di Lisbona per il 2010 richiede tuttavia tassi di espansione molto superiori. La figura 2a mostra come l'aumento registrato nell'UE-15 sia stato inferiore a quello tendenziale richiesto per raggiungere un tasso di occupazione complessivo del 70 per cento entro il 2010. Nel contempo, gli andamenti del tasso

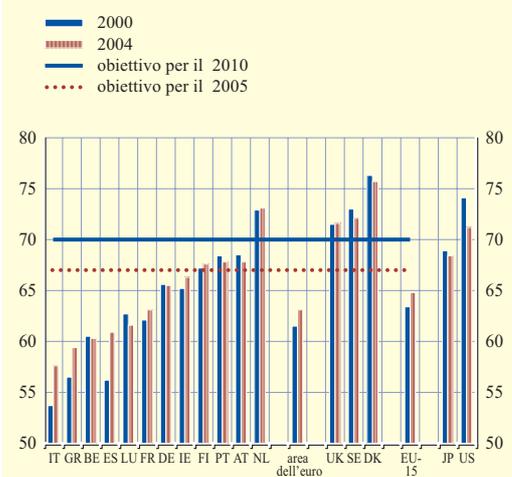
di occupazione totale occultano un'evoluzione più favorevole in determinate categorie (cfr. figure 2b e 2c).

In particolare, il tasso di occupazione delle donne ha registrato incrementi significativi e si sta avvicinando all'obiettivo del 60 per cento entro il 2010. Anche quello dei lavoratori di età compresa fra i 55 e i 64 anni ha intensificato la sua crescita fra il 2000 e il 2003 benché sembri essersi stabilizzato nel 2004 e resti ben lungi dal 50 per cento previsto per il 2010. Occorre inoltre tenere presente che sul conseguimento di tali obiettivi entro il 2010 influiranno anche i cambiamenti demografici connessi all'invecchiamento della popolazione. Nello specifico, il numero di persone di età compresa fra i 55 e i 64 anni continuerà a crescere sostanzialmente nei prossimi anni rendendo ancora più difficile il conseguimento dell'obiettivo previsto per questa categoria.

Tra i vari fattori che hanno influito sull'andamento dell'occupazione negli ultimi anni figurano gli sviluppi connessi al ciclo economico, ai cambiamenti demografici e alle politiche economiche. Per quanto riguarda le politiche per il mercato del lavoro, molti paesi dell'area dell'euro hanno compiuto sforzi notevoli per migliorare gli incentivi alla partecipazione alle forze di lavoro anche se l'intensità delle riforme è stata notevolmente diversa nei vari paesi. Gran parte dei progressi avrebbe riguardato la riduzione delle pressioni fiscali sul lavoro e in particolare sui percettori di redditi bassi. Vari paesi stanno inoltre limitando l'ammissibilità ai regimi di prepensionamento o stanno procedendo a una graduale eliminazione degli stessi, con il conseguente aumento degli incentivi fiscali offerti a chi decide di posticipare l'età della pensione. Altri hanno anche inasprito i requisiti per l'ammissibilità alle prestazioni sociali o ridotto la durata delle stesse. D'altro canto, l'approccio alla riforma della normativa sulla tutela del posto di lavoro è stato piuttosto selettivo e si è concentrato soprattutto su un alleggerimento della regolamentazione in materia di lavoro interinale, mantenendo o rafforzando le norme riguardanti i contratti a tempo indeterminato.

Figura 1 Tasso di occupazione

(occupati di età compresa tra i 15 e i 64 anni in percentuale della popolazione della stessa classe di età)



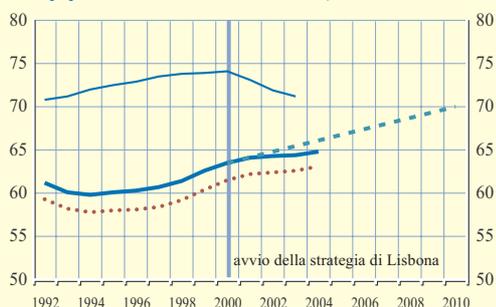
Fonte: Eurostat. I dati relativi agli Stati Uniti e al Giappone si riferiscono al 2003 invece che al 2004.

Figura 2a Tasso di occupazione. Obiettivi di Lisbona per 2010 e progressi compiuti

— EU15
 area dell'euro
 - - - - profilo di crescita necessario per conseguire nel 2010 gli obiettivi fissati a Lisbona
 — Stati Uniti

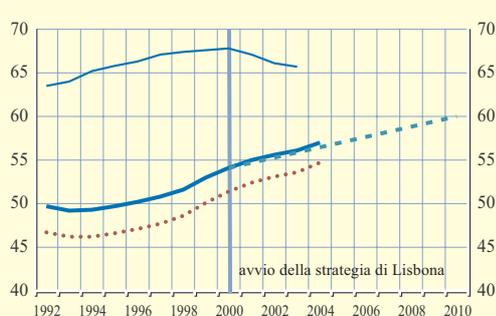
a) Tassi di occupazione

(occupati di età compresa tra i 15 e i 64 anni in percentuale della popolazione della stessa classe di età)



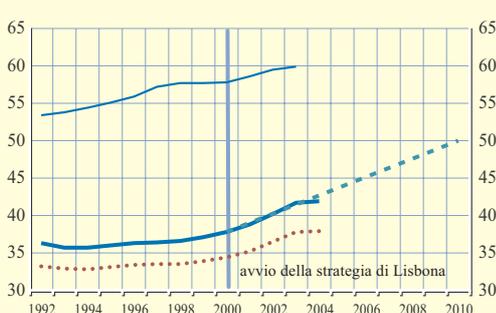
b) Tasso di occupazione femminile

(femmine occupate di età compresa tra i 15 e i 64 anni in percentuale della popolazione femminile della stessa classe di età)



c) Tasso di occupazione per i lavoratori anziani

(occupati di età compresa tra i 55 e i 64 anni in percentuale della popolazione della stessa classe di età)



Fonte: Eurostat.

Nota: i trend dei grafici 2a, 2b e 2c sono linee rette che collegano i punti di partenza nel 2000 con gli obiettivi per il 2010.

Inoltre, le riforme dei sistemi di contrattazione salariale sono state estremamente modeste. Nell'insieme, pur orientandosi nella direzione giusta, la riorganizzazione del mercato del lavoro non è stata finora sufficiente a creare le condizioni necessarie per il conseguimento degli obiettivi di occupazione di Lisbona entro i tempi stabiliti.

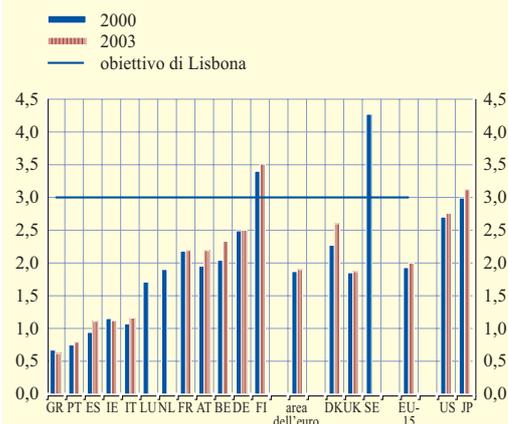
INNOVAZIONE E RICERCA

La strategia di Lisbona prevede misure intese a promuovere l'accessibilità delle TIC e definisce degli obiettivi per accrescere il contributo alla ricerca, vista come determinante fondamentale del progresso tecnologico. Per quanto riguarda la diffusione delle TIC, sono stati compiuti evidenti progressi in determinate aree in un contesto in cui la percentuale di famiglie e scuole collegate a Internet è aumentata notevolmente. Nel contempo, l'Europa non è però riuscita a sfruttare appieno i vantaggi che tali tecnologie possono offrire in termini di produttività ed è chiaramente indietro rispetto agli Stati Uniti in questo senso. Anche nell'ambito della ricerca gli andamenti sono stati meno positivi. Un indicatore strutturale fondamentale è rappresentato dalla spesa per ricerca e sviluppo in percentuale del PIL. Dal 2000 tale indicatore è cresciuto in misura soltanto marginale e nel 2003 era pari all'1,9 per cento del PIL dell'area dell'euro, un livello lievemente inferiore a quello riferito all'UE-15 e sostanzialmente più basso rispetto al 3 per cento stabilito a Lisbona (cfr. figura 3).

Anche livelli qualitativamente e quantitativamente superiori di istruzione e formazione professionale possono promuovere la crescita della produttività. Servono le abilità e le competenze giuste per alleviare il problema della mancata corrispondenza fra domanda e offerta di lavoro e consentire un più agevole ricollocamento dei lavoratori in altre imprese o settori. Oltre alla spesa per R&S, l'elenco ristretto di indicatori nell'ambito dell'innovazione e della ricerca comprende la percentuale di popolazione fra i 20 e i 24 anni di età che abbia completato quantomeno il ciclo di istruzione secondaria superiore. Nel 2004 il dato riferito all'area dell'euro era pari al 72,5 per cento, un livello lievemente

Figura 3 Spesa in ricerca e sviluppo

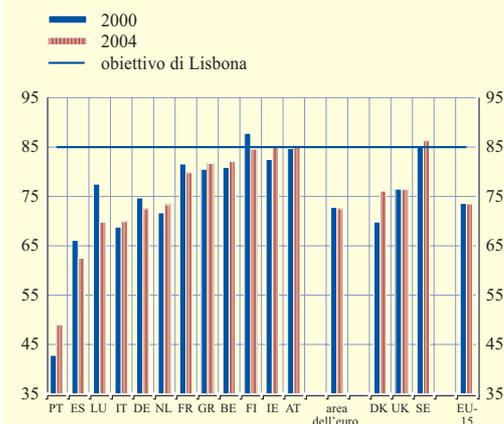
(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.
Nota: le cifre relative a Grecia e Portogallo si riferiscono al 1999 invece che al 2000. Le cifre relative a Italia, Regno Unito e Giappone si riferiscono al 2002 invece che al 2003. Le cifre relative alla Svezia si riferiscono al 2001.

Figura 4 Livello di istruzione

(quota della popolazione di età compresa tra i 20 e i 24 anni con un diploma di scuola secondaria superiore)



Fonte: Eurostat.
Nota: le cifre relative a Lussemburgo e Olanda si riferiscono al 2003 invece che al 2004. Per gli Stati Uniti e il Giappone non sono disponibili dati confrontabili.

inferiore alla media per l'UE-15 e sostanzialmente analogo a quello del 2000 ma comunque ben al di sotto dell'85 per cento stabilito a Lisbona (cfr. figura 4). Nel periodo successivo al 2000 alcuni paesi dell'area dell'euro hanno compiuto progressi significativi, mentre altri hanno registrato un lieve peggioramento della situazione.

RIFORME ECONOMICHE

Le riforme economiche, un altro ambito fondamentale della strategia di Lisbona, sono intese a creare mercati ben funzionanti, competitivi ed efficienti e condizioni generali favorevoli alla crescita economica. In vari ambiti si registrano progressi evidenti. Ad esempio, gran parte delle industrie di rete (contraddistinte da infrastrutture limitate gestite in condizioni di monopolio naturale) – e in particolare nei settori delle telecomunicazioni, del trasporto aereo e, in misura inferiore, dell'energia – è ora pienamente o ampiamente aperta alla concorrenza. Permane tuttavia la difficoltà di garantire condizioni di concorrenza effettiva e la quota di mercato degli ex monopolisti resta in molti casi elevata. Un altro ambito nel quale sono stati compiuti dei passi in avanti riguarda lo snellimento degli

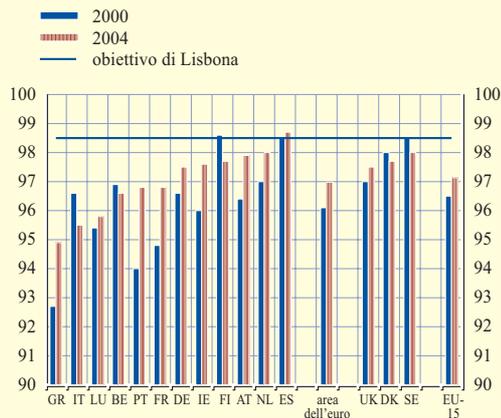
oneri amministrativi cui è sottoposta l'attività economica, ad esempio riducendo i tempi e i costi necessari per avviare un'impresa.

Una importante area di riforma concerne la realizzazione del mercato interno. Nonostante i notevoli progressi, parti significative dell'economia dell'UE non sono ancora integrate. Ciò è parzialmente ascrivibile alla lentezza con la quale gli Stati membri hanno proceduto alla piena attuazione di tutte le norme in materia e al fatto che non sono ancora riusciti a portare il "tasso di recepimento" (vale a dire la percentuale di direttive recepite negli ordinamenti nazionali) oltre il 98,5 per cento, un altro obiettivo stabilito a Lisbona (cfr. figura 5).

Il settore dei servizi, che rappresenta quasi il 70 per cento dell'economia dell'area dell'euro e comprende una percentuale relativamente ampia di piccole e medie imprese, è quello che più necessita di ulteriori progressi verso la realizzazione del mercato interno. Esso racchiude un significativo potenziale di crescita di valore aggiunto e occupazione ancora inespresso, in molti casi, a causa delle normative nazionali che ostacolano l'erogazione di servizi a livello

Figura 5 Tasso di recepimento

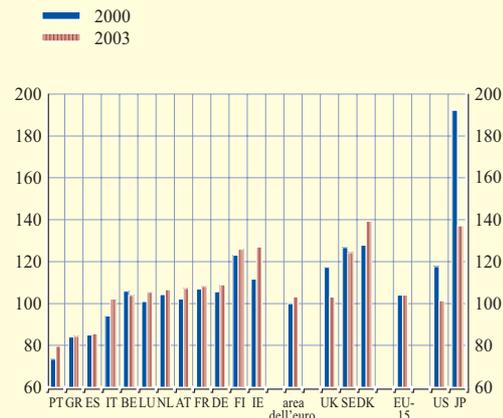
(percentuale delle direttive in materia di Mercato Interno recepite dalla legislazione nazionale)



Fonte: Commissione Europea.
Nota: i dati si riferiscono al maggio del 2000 e al novembre del 2004.

Figura 6 Livello dei prezzi

(livello dei prezzi dei consumi finali delle famiglie inclusivi delle imposte indirette, EU25=100, basati sulle parità dei poteri di acquisto)



Fonte: Eurostat.

transfrontaliero. Tale mancanza di integrazione costituisce uno dei fattori che hanno impedito un'ulteriore convergenza dei livelli dei prezzi tra i vari paesi (cfr. figura 6)⁷⁾.

In sintesi, dal 2000 l'attuazione delle riforme strutturali ha compiuto dei passi in avanti che sono stati tuttavia di entità diversa a seconda dei paesi e degli ambiti interessati. Alcuni progressi sono stati realizzati nella rimozione degli

ostacoli alla crescita dell'occupazione, nella diffusione delle TIC e nella liberalizzazione delle industrie di rete. Ciò nonostante, i tassi di occupazione restano troppo bassi, la produttività è cresciuta in misura insufficiente e porzioni significative dell'economia dell'UE restano an-

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

Riquadro

IL DIBATTITO ACCADEMICO SULLA STRATEGIA DI LISBONA

La strategia di Lisbona è al centro di un acceso dibattito accademico, che vede sostanzialmente contrapporsi due schieramenti. Mentre uno si concentra sulla diagnosi economica alla base della strategia, l'altro pone l'accento sull'impianto istituzionale della stessa e – più in generale – sull'economia politica delle riforme strutturali.

Alcuni osservatori appartenenti al primo schieramento affermano che la crescita dell'economia europea è meno debole di quanto non venga spesso descritta¹⁾. In particolare, essi sostengono che i più elevati tassi di crescita e il livello superiore del PIL pro capite negli Stati Uniti siano da ricondurre rispettivamente alla forte immigrazione e al maggior numero di ore lavorate. Secondo questa tesi, la minore crescita economica europea dipende dalla scelta di lavorare meno che

1) Cfr. ad esempio, O. Blanchard (2004), *The Economic Future of Europe*, Journal of Economic Perspectives, autunno, vol. 18, n. 4, pagg. 3-26.

negli Stati Uniti. Altri autori ribattono tuttavia che gli europei lavorano meno a causa delle più elevate aliquote fiscali marginali e del maggior cuneo fiscale (rappresentato dalla differenza fra il costo totale del lavoro per i datori di lavoro e la remunerazione netta dei lavoratori), dei generosi sussidi di disoccupazione, della normativa sull'orario di lavoro e di politiche tese a ridurre il numero di ore lavorate²⁾. Benché il dibattito sia ancora in corso, gran parte degli economisti concorda nel riconoscere che l'Europa è chiamata ad affrontare una serie di importanti sfide economiche per le quali sono necessarie riforme strutturali di ampio respiro.

Il secondo gruppo si è concentrato sulla struttura della strategia di Lisbona per spiegare i risultati deludenti degli ultimi cinque anni³⁾. Alcuni avanzano ad esempio l'ipotesi che il gran numero di obiettivi contenuto nel programma renda difficile l'individuazione delle priorità e consenta ai governi di concentrarsi sulle finalità più facili da raggiungere riducendo l'incentivo ad attuare le riforme più importanti. È stata altresì ventilata la possibilità che determinati obiettivi siano fra di loro contrastanti. Potrebbe ad esempio risultare difficile conciliare l'esigenza di aumentare l'occupazione con quella di accrescere la produttività del lavoro, in quanto nel breve periodo le due variabili potrebbero mostrare una correlazione inversa. Inoltre, sono stati sollevati dei dubbi circa l'opportunità di applicare in modo identico gli obiettivi di Lisbona a tutti i paesi dal momento che paesi diversi potrebbero avere esigenze differenti sul piano delle politiche.

Un ulteriore aspetto del dibattito accademico riguarda la misura in cui l'UE dovrebbe svolgere un ruolo di coordinamento nel processo di attuazione delle riforme strutturali⁴⁾. In base al principio di sussidiarietà, tale processo dovrebbe restare di competenza nazionale a meno che fondati motivi non rendano necessario un approccio coordinato. Il fatto che le riforme strutturali possano esercitare i loro effetti anche al di là dei confini dei singoli Stati membri è stato ritenuto da alcuni una ragione valida in questo senso. È stato ipotizzato che l'entità di tali effetti possa dipendere dall'ambito interessato dalle riforme e che, ad esempio, l'effetto oltre confine delle misure riguardanti il mercato del lavoro possa essere inferiore rispetto a quello di provvedimenti intesi a modificare quello dei beni e dei servizi. È stato anche affermato che il gran numero di soggetti e processi interessati rende difficile garantire un adeguato coordinamento dei vari pilastri della strategia.

Infine, studi di politica economica analizzano le ragioni che inducono i governi a non procedere con sufficiente incisività nell'attuazione delle riforme strutturali nonostante i benefici macroeconomici delle stesse⁵⁾. Un importante filone sottolinea il ruolo dei gruppi di interesse, che potrebbero esercitare pressioni contro riforme potenzialmente in grado di lederne gli interessi. Specialmente se bene organizzati e capaci di trasmettere con efficacia le proprie preoccupazioni, tali gruppi potrebbero arrivare a influire sulle decisioni adottate a livello politico. Il processo potrebbe essere osteggiato anche nel caso in cui gli effetti economici delle riforme strutturali e la distribuzione degli stessi risultassero inizialmente incerti. Tali resistenze potrebbero essere particolarmente forti se i costi delle riforme fossero avvertiti nel breve periodo a fronte di effetti benefici che si estrinsecano soltanto su orizzonti più lunghi. Alcuni hanno pertanto sottolineato l'importanza di sensibilizzare l'opinione pubblica sui vantaggi delle riforme, in quanto ritengono che sia fondamentale convincerla della necessità di attuarle.

2) Sul ruolo delle istituzioni nei mercati del lavoro, cfr. ad esempio S. Nickell, L. Nunziata e W. Ochel (2005), *Unemployment in the OECD since the 1960s. What do we know?*, Economic Journal, gennaio, vol. 115 n. 500, pagg. 1-27.

3) Cfr. ad esempio A. Alesina e R. Perotti (2004), *The European Union: A politically incorrect view*, Journal of Economic Perspectives, autunno, vol. 18, n. 4, pagg. 27-48.

4) Cfr. ad esempio G. Tabellini e C. Wyplosz (2004), *Supply-Side Policy Coordination in the European Union*, relazione preparata per il Conseil de l'Activité Economique.

5) Cfr. ad esempio D. Rodrik (1996), *Understanding Economic Policy Reform*, Journal of Economic Literature, marzo, vol. 34, n. 1.

cora non pienamente integrate. Benché orientate nella direzione giusta, le riforme strutturali attuate finora non sono state abbastanza ampie. Il conseguimento delle finalità stabilite a Lisbona richiede sforzi molto superiori.

5 LA VALUTAZIONE INTERMEDIA

Nel vertice di primavera del marzo 2004, il Consiglio europeo ha deciso di avviare una valutazione intermedia della strategia di Lisbona alla luce dei risultati contrastanti dei primi cinque anni. Esso ha ritenuto che, ferma restando la validità degli obiettivi stabiliti in origine, il ritmo delle riforme andasse sostanzialmente accelerato soprattutto in considerazione del fatto che la UE era posta di fronte a sfide ancora più difficili. Come primo passo, i capi di Stato o di governo hanno invitato la Commissione a costituire un gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok incaricandolo della realizzazione di un riesame indipendente inteso a individuare i punti di debolezza della strategia e del quadro per la sua *governance*. La costituzione e la composizione del “gruppo di Kok” rispecchiavano l’intento di raccogliere i punti di vista dei vari soggetti interessati. Sulla base della relazione presentata dal gruppo nel novembre 2004, lo scorso febbraio la Commissione europea ha formulato delle proposte volte a dare una definizione più precisa della strategia di Lisbona e ad accrescere la coerenza del quadro per la sua gestione. Dopo i preparativi del Consiglio UE, i capi di Stato o di governo riunitisi a Bruxelles il 22 e 23 marzo 2005 hanno portato a compimento la valutazione intermedia. Nelle loro conclusioni, essi hanno accolto con favore le proposte della Commissione e rilanciato la strategia di Lisbona riorientandone le priorità verso la crescita economica e l’occupazione, riconoscendo nel contempo la persistente importanza dei pilastri sociale e ambientale e introducendo una serie di modifiche al quadro per la *governance*.

IMPLICAZIONI PER LE RIFORME ECONOMICHE

Con riferimento alle riforme economiche, il vertice di primavera del 2005 ha ritenuto che i

risultati contrastanti raggiunti richiedessero un intervento immediato e ha individuato quattro ambiti di azione intesi a riorientare la strategia: promuovere la conoscenza e l’innovazione, trasformare l’UE in un contesto attraente per gli investimenti e i lavoratori, agevolare la crescita e l’occupazione fondate sulla coesione sociale e contribuire a uno sviluppo sostenibile.

Pur non richiamando tutti gli obiettivi del programma di Lisbona, il Consiglio europeo ha ribadito l’importanza di conseguire un livello di investimenti in ricerca e sviluppo pari al 3 per cento del PIL e ha inoltre chiesto la definizione di livelli specifici intermedi su scala nazionale. Nelle sue conclusioni, esso ha altresì prospettato una serie di misure dettagliate (quali ad esempio gli incentivi fiscali agli investimenti privati in R&S) intese a promuovere la conoscenza, l’innovazione e gli investimenti in capitale umano. Inoltre, ha sottolineato l’importanza della realizzazione del mercato interno e di un quadro normativo più favorevole alle imprese. In questo senso, ha affermato la necessità di garantire la piena operatività del mercato interno dei servizi preservando al tempo stesso il modello sociale europeo e ha chiesto che la stesura della proposta di direttiva sulla materia fosse modificata nel quadro del processo legislativo. Oltre a numerose misure esistenti da tempo, benché non ancora interamente attuate, le conclusioni contengono alcune iniziative nuove sul piano delle politiche. Fra queste ultime figurano l’adozione di un Patto europeo per la gioventù volto a “migliorare l’istruzione, la formazione, la mobilità, l’inserimento professionale e l’inclusione sociale dei giovani europei” e l’appello per l’attuazione di una “politica industriale attiva” mirante a rafforzare i vantaggi competitivi della base industriale europea.

IMPLICAZIONI SUL PIANO DELLA GOVERNANCE

Oltre a riorientare i contenuti della strategia, il Consiglio europeo di primavera del 2005 ha riconosciuto la necessità di modificare il quadro per la *governance* al fine di migliorare l’attuazione delle riforme strutturali. A questo scopo, si è posto l’obiettivo di agevolare l’individua-

zione delle priorità sul piano delle politiche, migliorare la realizzazione delle priorità individuate provvedendo a coinvolgere maggiormente gli Stati membri e snellire la procedura di follow-up in modo da comprendere meglio l'applicazione della strategia. Il sistema di *governance* così modificato intende razionalizzare i processi di coordinamento delle politiche nel tempo, nei vari ambiti di applicazione e fra il livello comunitario e quello nazionale, oltretutto accrescere la coerenza fra le prassi nazionali in materia di programmazione, comunicazione e valutazione.

Il nuovo dispositivo si fonda sugli "orientamenti integrati", che incorporano in un unico pacchetto gli indirizzi di massima per le politiche economiche (BEPGs) e gli orientamenti in materia di occupazione (EGs) con lo scopo di meglio allineare le politiche economiche e quelle per l'occupazione. La coerenza nel tempo risulta accresciuta dalla durata triennale degli orientamenti integrati, il cui ciclo avrà inizio nell'estate del 2005 quando il Consiglio UE adotterà il pacchetto per il periodo 2005-08. Ove necessario, in conformità con il disposto nel trattato che istituisce la Comunità europea (articoli 99 e 128), gli orientamenti integrati possono essere rivisti con frequenza annuale. All'interno del pacchetto, gli indirizzi di massima per le politiche economiche continueranno a includere l'insieme delle politiche macroeconomiche e microeconomiche nonché le politiche in materia di occupazione, qualora interagissero con le prime, e assicureranno la coerenza generale delle dimensioni economica, sociale e ambientale della strategia di Lisbona.

In linea con le priorità stabilite negli orientamenti integrati, a partire dall'autunno 2005 gli Stati membri dovranno presentare dei programmi nazionali di riforma imperniati sugli impegni politici assunti nel contesto della strategia di Lisbona. In corrispondenza dei piani nazionali la Commissione presenterà un "programma comunitario di Lisbona" comprendente l'insieme delle azioni da intraprendere a livello comunitario, che richiederà l'approvazione del Parlamento europeo e del Consiglio UE. Validi fino

al 2008, i programmi nazionali e quello comunitario possono essere modificati ove necessario anche prima di tale data.

Il nuovo approccio integrato alla definizione delle politiche si accompagna all'introduzione di un sistema unificato di comunicazione dei progressi compiuti nell'attuazione dei programmi di riforma nazionali. I contenuti delle attuali relazioni nazionali sull'occupazione, sulle riforme strutturali nei mercati dei beni e dei servizi e dei capitali (relazioni di Cardiff) e quelli delle comunicazioni in materia di metodo di coordinamento aperto (OMC) in determinati ambiti politici (quali ad esempio la ricerca e lo sviluppo) saranno raggruppati in un documento unico che ogni autunno indicherà le misure adottate dai singoli Stati membri nel corso dei dodici mesi precedenti.

Anche a livello dell'UE la valutazione dei progressi complessivi sarà maggiormente integrata. Monitorati e analizzati con cadenza annuale in linea con i processi di sorveglianza multilaterali previsti nel Trattato per gli indirizzi di massima per le politiche economiche e gli orientamenti in materia di occupazione, tali progressi saranno oggetto di una relazione annuale presentata al Consiglio europeo dalla Commissione in ottemperanza del suo ruolo valutativo. Il documento, che incorporerà i contenuti della relazione sull'attuazione degli indirizzi di massima e della relazione comune sull'occupazione di cui agli articoli 99 e 128 del Trattato al fine di razionalizzare il processo di valutazione, consentirà al Consiglio europeo di primavera di decidere eventuali modifiche agli orientamenti integrati per l'anno successivo.

L'intera direzione strategica del programma di Lisbona sarà oggetto di riesame ogni tre anni. Pertanto, nel 2008 una relazione strategica della Commissione che sarà esaminata dal Consiglio UE nelle sue varie composizioni competenti e discussa in occasione del vertice di primavera darà inizio a un nuovo ciclo triennale. I Consigli europei di primavera continueranno a fornire direzione e slancio alla strategia di Lisbona definendo gli orientamenti politici per le sue tre dimensioni.

Una caratteristica fondamentale del nuovo quadro per la *governance* è rappresentata dall'accento posto sull'importanza di una maggiore partecipazione nazionale alla strategia di Lisbona. Ciò viene ritenuto essenziale per l'attuazione della strategia in quanto la definizione delle riforme strutturali e, ancor più, l'attuazione delle stesse sono prerogativa degli Stati membri, i quali devono pertanto impegnarsi pienamente sul fronte delle politiche da loro approvate a livello dell'UE e consultare i soggetti (ad esempio i parlamenti nazionali e le parti sociali) coinvolti nella definizione e nell'attuazione di tali politiche a livello nazionale. Questo dovrebbe a sua volta migliorare l'attuazione nei singoli Stati membri.

Con riferimento all'obiettivo di accrescere la partecipazione dei singoli Stati membri, le principali modifiche del sistema di *governance* riguardano l'adozione di programmi nazionali di riforma che offrono agli Stati membri l'opportunità di ribadire i propri impegni politici sulla base degli orientamenti integrati per il 2005-08 tenendo conto delle loro esigenze e della loro situazione specifica. È data facoltà ai singoli Stati di includere scadenziari e programmi per l'attuazione delle misure concrete annunciate. Un programma unico per le riforme strutturali obbliga i governi nazionali a mostrare coerenza nelle decisioni riguardanti i vari ambiti politici. In tale contesto, gli Stati membri sono stati anche invitati a designare un "coordinatore nazionale Lisbona" per rafforzare ulteriormente il coordinamento interno degli interventi connessi alla strategia.

La razionalizzazione dei processi di definizione e comunicazione delle politiche nel contesto del nuovo quadro per la *governance* dovrebbe contribuire a migliorare la coerenza fra le opinioni e gli obiettivi dei responsabili delle politiche e rendere più efficace la valutazione dei progressi compiuti in materia di riforme strutturali a livello dell'UE. Un aspetto importante della valutazione è rappresentato dal confronto fra paesi. A questo proposito, è stato chiesto al gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok di continuare a utilizzare questo strumento accrescendone tut-

tavia l'efficacia mediante la scelta di un numero limitato di indicatori sulla cui base costruire una sorta di classifica europea che stimoli gli Stati membri a migliorare i propri risultati. In tale contesto, e sempre sottolineando l'importanza della responsabilizzazione a livello nazionale, la Commissione europea ha reso nota l'intenzione di continuare a valutare i progressi compiuti dagli Stati membri operando fra l'altro un confronto fra gli stessi⁸⁾. Tale prassi sembra di fatto utile a concentrare l'attenzione sulle sfide a livello nazionale e dovrebbe inoltre contribuire a garantire un follow-up adeguato da parte dell'UE degli impegni assunti dai singoli Stati membri nei rispettivi programmi nazionali di riforma.

6 LA BCE E LA STRATEGIA DI LISBONA

La BCE accoglie con favore e sostiene lo slancio impresso dal Consiglio europeo di Lisbona al processo di riforma economica. Un'opportuna riorganizzazione strutturale dei mercati dei beni e dei servizi, del lavoro e dei capitali nel senso indicato a Lisbona accrescerebbe la flessibilità dell'economia dell'area dell'euro, la resistenza della stessa agli shock di natura economica e, da ultimo, condurrebbe a più elevati livelli di occupazione e di crescita sostenibile nel lungo periodo.

Fra la politica monetaria e le riforme strutturali esiste un'interazione che agisce nei due sensi. Da un lato, garantendo la stabilità dei prezzi, la politica monetaria concorre alla stabilità del contesto macroeconomico e sostiene pertanto l'attuazione delle riforme. Dall'altro, queste ultime accrescono la flessibilità dell'economia e le prospettive di crescita non inflazionistica consentendo quindi una conduzione più agevole ed efficace della politica monetaria unica.

Per il tramite della politica monetaria, la BCE offre un contributo importante al conseguimento degli obiettivi fissati a Lisbona. Mantenemen-

8) *Working together for growth and jobs – A new start for the Lisbon strategy*, comunicazione della Commissione europea, COM (2005) 24, pag. 15.

do la stabilità dei prezzi sul medio periodo, la politica monetaria offre il migliore contributo possibile al raggiungimento di una crescita non inflazionistica sostenibile e di un elevato livello di occupazione. La stabilità dei prezzi influisce direttamente sulla crescita e sull'occupazione in quanto riduce il premio per il rischio di tasso di interesse e favorisce pertanto gli investimenti. Un contesto macroeconomico stabile può inoltre agevolare l'attuazione delle riforme strutturali agendo sui processi decisionali in ambito politico, in quanto dovrebbe indurre gli operatori a prestare più attenzione ai vantaggi di lungo periodo che ai possibili costi a breve derivanti dalle riforme.

Di converso, le riforme facilitano la conduzione della politica monetaria unica. Una maggiore adattabilità dei mercati può consentire un aggiustamento più rapido dell'economia agli shock, il che dovrebbe a sua volta smorzare gli effetti di questi ultimi sul ciclo economico. Le riforme strutturali si accompagnano di fatto a una maggiore flessibilità dei prezzi e dei salari e a una più elevata mobilità dei fattori di produzione, due presupposti fondamentali per l'ordinato funzionamento della politica monetaria unica nell'area dell'euro. Di conseguenza, esse riducono il rischio che shock sui prezzi abbiano effetti duraturi in termini di inflazione. Ciò, a sua volta, agevola il compito della politica monetaria unica.

7 CONCLUSIONI

Cinque anni dopo, il quadro complessivo della strategia di Lisbona presenta tinte contrastanti. Benché siano stati compiuti dei progressi in alcuni ambiti, nell'insieme le riforme adottate non sono state sufficientemente ampie. Per raggiungere gli obiettivi fissati a Lisbona e affrontare le sfide della globalizzazione, del cambiamento tecnologico e dell'invecchiamento demografico sono necessari sforzi maggiori.

La valutazione intermedia ha posto le premesse per il necessario rilancio della strategia. Con un più razionale quadro per la *governance* e il riorientamento del programma verso la crescita e l'occupazione, l'Unione europea dispone ora di uno schema adeguato per realizzare il proprio potenziale di crescita e di occupazione e dovrebbe passare a concentrarsi sulla fase attuativa.

Il successo della revisione di medio termine dipenderà in larga misura dall'impegno dedicato all'attuazione delle riforme necessarie sul piano nazionale. Impegnandosi con decisione su questo fronte, gli Stati membri possono avviare un circolo virtuoso di riforme. Le notevoli difficoltà insite nel convincere l'opinione pubblica dell'importanza delle riforme rendono essenziale l'utilizzo di modalità comunicative adeguate. Per la fiducia dei consumatori e delle imprese è pertanto fondamentale che l'opinione pubblica comprenda chiaramente i vantaggi di lungo periodo che le riforme strutturali porteranno all'economia nel suo insieme.

Il migliorato quadro per la *governance* dovrebbe consentire all'Unione europea di definire i propri obiettivi prioritari e agevolarne il raggiungimento mediante la pressione reciproca e l'analisi comparativa. L'UE dovrebbe inoltre impegnarsi al massimo negli ambiti, come il completamento del mercato unico, nei quali può contribuire direttamente al successo della strategia di Lisbona.

La BCE condivide totalmente le ambizioni della rinnovata strategia di Lisbona e sostiene gli sforzi intrapresi in tale contesto dai governi, dai parlamenti e dalle parti sociali. Essa continuerà a contribuire al successo della strategia perseguendo una politica monetaria orientata verso la stabilità e informando i cittadini dei vantaggi delle riforme strutturali. L'attuazione decisa del programma fissato a Lisbona costituisce un presupposto fondamentale per la piena estrinsecazione dei benefici della politica monetaria unica nell'area dell'euro.

L'USO DELLE STATISTICHE ARMONIZZATE SUI TASSI DI INTERESSE DELLE IFM

Le statistiche armonizzate sui tassi di interesse applicati dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) ai prestiti e ai depositi denominati in euro sono state raccolte dalla BCE dall'inizio del 2003. Questo insieme di dati consente non solo di analizzare il meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse, inclusa la sensibilità delle famiglie e delle società non finanziarie alle variazioni dei tassi, la remunerazione degli aggregati monetari e gli sviluppi strutturali del sistema bancario, ma permette anche di effettuare un miglior confronto tra i tassi praticati nei diversi paesi.

I INTRODUZIONE

La disponibilità di informazioni affidabili e tempestive sui tassi di interesse che le IFM applicano alla clientela è essenziale per l'analisi e per le decisioni di politica monetaria principalmente in quattro aree¹⁾. In primo luogo, i tassi di interesse delle IFM (cosiddette statistiche MIR, *MFI interest rate*) rappresentano un elemento fondamentale della trasmissione della politica monetaria all'economia reale. È quindi importante analizzare come le variazioni dei tassi di riferimento della banca centrale si propaghino, direttamente e attraverso i mercati monetari e dei capitali, ai tassi che le IFM applicano alle operazioni di prestito e di deposito, influenzando così le decisioni di consumo, investimento e risparmio di famiglie e società non finanziarie e, in ultima analisi, i prezzi e la produzione. In secondo luogo, i tassi di interesse sui depositi contribuiscono a spiegare l'evoluzione degli aggregati monetari. In terzo luogo, i tassi di interesse delle IFM, unitamente al corrispondente volume di prestiti e depositi, forniscono dati utili per seguire gli sviluppi strutturali del sistema bancario e per analizzare aspetti inerenti la stabilità finanziaria. Infine, le statistiche armonizzate consentono di valutare il grado di convergenza dei tassi fra i paesi e il livello di integrazione raggiunto dai mercati dei servizi bancari al dettaglio nell'area dell'euro.

All'inizio del 2003, le statistiche sui tassi di interesse delle IFM hanno sostituito la precedente rilevazione sui "tassi di interesse al dettaglio" (cosiddette statistiche RIR, *retail interest rate*). Il nuovo schema di rilevazione, composto da 45 tassi armonizzati tra i paesi dell'area dell'euro, permette una migliore comparabilità tra i vari paesi e offre informazioni dettagliate su specifiche categorie di depositi e prestiti. Gli obblighi

di segnalazione armonizzata sono fissati nel Regolamento BCE/2001/18, relativo alle statistiche sui tassi di interesse che le IFM applicano ai depositi di famiglie e società non finanziarie, e ai prestiti erogati in loro favore²⁾. Il Regolamento, predisposto per un universo costituito in larga parte da istituzioni creditizie, definisce gli standard statistici per la raccolta e l'elaborazione delle statistiche sui tassi di interesse delle IFM.

Le ulteriori disaggregazioni contenute nelle nuove statistiche armonizzate migliorano le informazioni disponibili sotto diversi aspetti. Una novità fondamentale è costituita dal fatto che i tassi di interesse delle IFM sono suddivisi tra quelli sulle nuove operazioni (contratti stipulati nel mese di riferimento) e quelli sulle consistenze (i saldi dei conti registrati alla fine del mese di riferimento). I tassi delle IFM sulle nuove operazioni riflettono le condizioni della domanda e dell'offerta nei mercati dei depositi e dei prestiti al momento dell'accordo e risultano particolarmente utili per analizzare, ad esempio, la trasmissione della politica monetaria ai tassi applicati dalle IFM. Per contro, poiché i tassi di interesse delle IFM sulle consistenze sono riferiti a tutti i contratti (nuovi e vecchi) in essere al momento della segnalazione, essi sono connessi al livello storico dei tassi e riflettono anche le decisioni assunte dalle IFM nel passato. Questi dati forniscono informazioni sull'interesse corrisposto o ricevuto da famiglie e da società non finanziarie, il che agevola l'analisi dell'andamento del reddito disponibile e degli oneri per interessi. Dal punto di vista delle IFM, le stati-

1) Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *Miglioramenti delle statistiche sui bilanci e sui tassi di interesse delle IFM* nell'edizione di aprile 2002 di questo Bollettino.

2) GU L 10 del 12.01.02, pag. 24.

stiche sull'interesse corrisposto o ricevuto permettono di analizzare le variazioni dei margini medi di interesse delle banche.

Un secondo miglioramento è rappresentato dal fatto che i tassi di interesse delle IFM sono disaggregati tra tassi alle famiglie e tassi alle società non finanziarie, sia per i prestiti sia per i depositi. Ciò è importante al fine di valutare, ad esempio, se la politica monetaria influisce su questi settori in modi diversi.

Un terzo miglioramento riguarda il fatto che i tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni di prestito sono disaggregati in base al periodo di determinazione iniziale del tasso, che informa circa la durata del periodo per il quale non è prevista alcuna modifica del tasso. Il periodo di determinazione iniziale del tasso e, più in generale, la variabilità dei tassi di interesse, sono importanti per un'accurata valutazione degli effetti della politica monetaria. Infatti, i tassi sui prestiti a tasso variabile o con brevi periodi di determinazione iniziale del tasso possono essere confrontati con quelli del mercato monetario, mentre i tassi sui prestiti con un più esteso periodo di determinazione iniziale del tasso possono essere paragonati a quelli del mercato dei capitali. Informazioni dettagliate sul periodo di determinazione iniziale del tasso consentono pertanto di calcolare con maggiore esattezza il differenziale fra i tassi di interesse delle IFM sui depositi e sui prestiti e i tassi dei mercati finanziari. Inoltre, i dati sul volume delle nuove operazioni disaggregati tra diversi periodi di determinazione iniziale del tasso, unitamente alle informazioni sulle consistenze, permettono di analizzare la sensibilità delle famiglie e delle società non finanziarie alle variazioni dei tassi.

Un quarto miglioramento deriva dalla distinzione dei tassi di interesse sulle nuove operazioni di prestito alle società non finanziarie tra i prestiti fino a un milione di euro e quelli superiori a tale importo. L'entità del prestito è uno degli aspetti considerati quando un tasso di interesse è negoziato. Infine, un quinto miglioramento è costituito dal fatto che i tassi di interesse applicati

dalle IFM ai conti correnti attivi sono identificati separatamente dalle altre nuove operazioni di prestito.

Dopo oltre due anni di regolare segnalazione armonizzata sui tassi di interesse, questo articolo esamina, dal punto di vista della politica monetaria, l'importanza di tali statistiche per l'analisi economica. In primo luogo, si sofferma sui perfezionamenti apportati al quadro statistico e mostra i vantaggi che ne derivano per l'analisi economica; quindi valuta le differenze esistenti tra i paesi e ne fornisce le possibili spiegazioni. Nelle conclusioni si riassumono i principali risultati.

2 ANALISI DELLE STATISTICHE SUI TASSI DI INTERESSE DELLE IFM PER L'AREA DELL'EURO

SCHEMA DI RILEVAZIONE

I soggetti segnalanti le statistiche sui tassi di interesse delle IFM vengono selezionati a livello nazionale dalle rispettive banche centrali nazionali (BCN). Il regolamento consente alle BCN di raccogliere i dati o in modo censuario sull'intera popolazione oppure mediante una rilevazione campionaria. In quest'ultimo caso, sono definiti requisiti minimi per la selezione degli intermediari segnalanti, al fine di assicurare che le statistiche risultanti forniscano informazioni – sul livello e sull'evoluzione dei tassi di interesse – affidabili e comparabili sia nell'area dell'euro sia a livello nazionale. Date le diverse strutture istituzionali dei sistemi bancari nazionali al dettaglio e le differenze fra le tipologie di deposito e di prestito esistenti, piuttosto che imporre schemi di selezione uniformi per tutti gli Stati membri, sono stati fissati standard minimi per la procedura di campionamento dei soggetti segnalanti. Nel complesso, circa 1.700 operatori, pari a un tasso di campionamento superiore al 25%, forniscono statistiche sui tassi di interesse.

Lo schema delle segnalazioni definisce categorie comuni di strumenti e si basa, in larga misura, sui concetti elaborati per le statistiche della

BCE sui bilanci delle IFM³⁾. Questo approccio flessibile consente di tenere conto sia dei diversi prodotti al dettaglio sia delle innovazioni finanziarie. I dati sui tassi di interesse, al netto delle spese, riguardano 29 tipologie di strumenti per le nuove operazioni e 14 per le consistenze (la tavola fornisce una visione d'insieme di tali tipologie). Le nuove operazioni includono i nuovi contratti conclusi fra ogni IFM e la propria clientela durante il mese di riferimento, e comprendono tutti i contratti i cui termini e condizioni sono stati concordati per la prima volta o rinegoziati nel corso di tale periodo. Le consistenze sono costituite dallo stock di tutti i depositi dei clienti presso le IFM e dallo stock di tutti i prestiti concessi dalle IFM alla clientela in un punto nel tempo (osservazione di fine mese o media del mese).

I tassi di interesse vengono calcolati come media aritmetica ponderata, utilizzando come pesi il volume delle nuove operazioni o delle consistenze. I volumi delle nuove operazioni sono derivati dall'indagine stessa, mentre le consistenze in essere sono rese disponibili dalle statistiche della BCE sui bilanci delle IFM. Tre categorie di strumenti (i depositi a vista, i depositi rimborsabili con preavviso e i prestiti in conto corrente) formano un gruppo distinto: essi sono elencati quali nuove operazioni, ma sono assimilabili alle consistenze in essere. Al fine di valutare e tenere sotto osservazione gli oneri relativi alle nuove operazioni di prestito, per due tipologie di strumenti, il credito al consumo delle famiglie e i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, si raccolgono, oltre ai tassi di interesse al netto delle spese, i dati relativi al tasso annuo effettivo globale, che copre i costi totali del credito per i mutuatari, ossia i pagamenti per interessi e tutti gli altri oneri connessi al prestito.

ANALISI DEI VOLUMI

Secondo i dati medi relativi al periodo compreso tra gennaio 2003 e aprile 2005, il peso dei nuovi prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie rispetto al volume complessivo delle nuove operazioni di prestito, esclusi quelli in conto corrente, si è collocato rispettivamente al 30 e al 70 per cento. In termini di consistenze in essere,

tuttavia, il peso medio per lo stesso periodo è stato pari rispettivamente al 55 e al 45 per cento. La differenza strutturale fra le nuove operazioni e le consistenze in essere è dovuta alla più lunga durata media dei prestiti concessi alle famiglie rispetto a quella dei prestiti erogati alle società non finanziarie. I prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono la categoria che spiega la differenza strutturale fra le nuove operazioni di prestito e le consistenze rispetto all'allocazione delle operazioni, dato che essi vengono concessi solitamente con scadenze lunghe.

Per quanto riguarda le nuove operazioni di prestito alle famiglie, più della metà di tutti i nuovi prestiti (esclusi quelli in conto corrente) è stata erogata per l'acquisto di abitazioni, mentre quelli rimanenti sono stati distribuiti più o meno uniformemente fra il credito al consumo e i finanziamenti per altri scopi. Circa la metà del volume delle nuove operazioni di prestito per l'acquisto di abitazioni è stata erogata a tassi variabili o con un breve periodo iniziale di determinazione del tasso. Al contempo, il carattere a lungo termine degli investimenti per l'acquisto di abitazioni risulta particolarmente evidente dalle consistenze in essere, poiché la grande maggioranza di tali prestiti ha una scadenza originaria di più di cinque anni.

In riferimento alle nuove operazioni di prestito alle società non finanziarie, l'importanza dei tassi variabili o con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno è stata maggiore che nel caso dei prestiti alle famiglie e ha caratterizzato più dell'85 per cento di tutti i nuovi prestiti alle società non finanziarie (esclusi i prestiti in conto corrente). Nel contempo, meno di un terzo dei prestiti in essere alle società non finanziarie ha una scadenza originaria fino a un anno. Ciò indica una preferenza per prestiti con una scadenza originaria superiore a un anno e un breve periodo di determinazione del tasso. Non si può escludere che parte dell'elevato volume

3) Definiti nel Regolamento (CE) n. 2423/2001 della Banca centrale europea relativo al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (BCE/2001/13) e successivi emendamenti, GU L 333 del 17.12.01, pag. 1.

Tavola Statistiche sui tassi di interesse delle Istituzioni Finanziarie Monetarie

(medie per il periodo gennaio 2003 - aprile 2005)

			Tassi di interesse delle IFM		Importi
			Medie nel periodo (valori percentuali su base annua)	Coefficiente di variazione tra paesi ¹⁾	(miliardi di euro)
NUOVE OPERAZIONI					
Depositi					
Da famiglie	A vista ²⁾		0,74	0,48	1.304,4
	Con durata prestabilita	fino a 1 anno oltre 1 e fino a 2 anni oltre 2 anni	2,01 2,29 2,53	0,08 0,14 0,28	103,2 2,9 7,9
	Rimborsabili con preavviso	fino a 3 mesi ²⁾ oltre 3 mesi ²⁾	2,03 2,74	0,36 0,08	1.424,3 90,7
Da società non finanziarie	A vista ²⁾		0,94	0,46	588,2
	Con durata prestabilita	fino a 1 anno oltre 1 e fino a 2 anni oltre 2 anni	2,09 2,38 3,46	0,03 0,13 0,19	167,3 0,6 2,5
	Operazioni di pronti contro termine		2,13	0,04	135,8
Prestiti					
Alle famiglie	Conti correnti attivi ²⁾		9,91	0,16	174,3
	Credito al consumo	tasso variabile e determinazione iniziale del tasso			
		fino a 1 anno	6,79	0,27	5,5
		determinazione iniziale del tasso oltre 1 e fino a 5 anni	6,91	0,13	10,9
		determinazione iniziale del tasso oltre 5 anni	8,27	0,11	5,7
	Prestiti per acquisto di abitazione	tasso variabile e determinazione iniziale del tasso			
		fino a 1 anno	3,59	0,11	24,7
		determinazione iniziale del tasso oltre 1 e fino a 5 anni	4,14	0,09	7,5
		determinazione iniziale del tasso oltre 5 e fino a 10 anni	4,80	0,07	8,8
		determinazione iniziale del tasso oltre 10 anni	4,70	0,06	8,4
Altri prestiti	tasso variabile e determinazione iniziale del tasso				
	fino a 1 anno	4,12	0,15	19,6	
	determinazione iniziale del tasso oltre 1 e fino a 5 anni	5,01	0,07	3,2	
	determinazione iniziale del tasso oltre 5 anni	5,02	0,11	3,4	
A società non finanziarie	Conti correnti attivi ²⁾		5,54	0,20	469,3
	Altri prestiti fino a 1 milione di euro	tasso variabile e determinazione iniziale del tasso			
		fino a 1 anno	4,12	0,12	61,6
		determinazione iniziale del tasso oltre 1 e fino a 5 anni	4,80	0,08	5,7
		determinazione iniziale del tasso oltre 5 anni	4,73	0,06	4,0
	Altri prestiti oltre 1 milione di euro	tasso variabile e determinazione iniziale del tasso			
		fino a 1 anno	3,11	0,08	132,9
determinazione iniziale del tasso oltre 1 e fino a 5 anni		3,44	0,13	12,4	
	determinazione iniziale del tasso oltre 5 anni	4,26	0,10	10,3	
CONSISTENZE					
Depositi					
Da famiglie	Con durata prestabilita	fino a 2 anni	2,05	0,11	512,6
		oltre 2 anni	3,36	0,14	604,4
Da società non finanziarie	Con durata prestabilita	fino a 2 anni	2,22	0,08	247,0
		oltre 2 anni	4,14	0,21	60,6
	Operazioni di pronti contro termine		2,13	0,07	85,4
Prestiti					
Alle famiglie	Prestiti per acquisto di abitazione	fino a 1 anno	4,97	0,12	14,7
		oltre 1 e fino a 5 anni	4,84	0,07	65,6
		oltre 5 anni	5,10	0,14	2.302,1
	Credito al consumo e altri prestiti	fino a 1 anno	8,31	0,16	246,9
		oltre 1 e fino a 5 anni	7,28	0,13	276,6
		oltre 5 anni	5,97	0,09	623,4
A società non finanziarie	fino a 1 anno	4,54	0,14	917,2	
	oltre 1 e fino a 5 anni	4,16	0,10	505,9	
	oltre 5 anni	4,70	0,13	1.495,1	

1) Il coefficiente di variazione tra paesi è misurato dalla deviazione standard ponderata tra paesi dei tassi di interesse divisa per il tasso di interesse medio dell'area dell'euro.

2) Gli importi relativi a queste categorie sono riferiti alle consistenze e non al volume delle nuove operazioni effettuate nel mese.

delle nuove operazioni di prestito con brevi periodi di determinazione del tasso rispecchi il fatto che i prestiti con scadenza originaria fino a un anno sono solitamente rinnovati più frequentemente degli altri.

Il volume delle nuove operazioni di prestito fornisce anche alcune indicazioni sull'evoluzione della sensibilità potenziale delle famiglie e delle società non finanziarie alle variazioni dei tassi di interesse. Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, la quota dei nuovi prestiti a tasso variabile e con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sul totale dei nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni è salita dal 45 per cento di gennaio 2003 al 58 per cento di aprile 2005. Supponendo che i tassi su tali prestiti rimangano fissi per un breve periodo anche dopo il primo periodo di determinazione del tasso, e considerando che questi prestiti hanno generalmente una scadenza originaria di oltre cinque anni, tale andamento indica che l'importanza dei prestiti a tasso variabile per l'acquisto di abitazioni è aumentata negli ultimi anni. In parte ciò vale anche per i prestiti alle società non finanziarie. Mentre queste ultime, negli anni più recenti, hanno allungato la scadenza dei loro prestiti bancari (come segnalato da una diminuzione della quota di prestiti in essere con scadenza originaria fino a un anno), parallelamente si è accresciuta la quota relativa di indebitamento con brevi periodi di determinazione del tasso.

Per quanto concerne i depositi, se si raffrontano le nuove operazioni e le consistenze, i dati medi relativi al periodo compreso tra gennaio 2003 e aprile 2005 mostrano una struttura per scadenze molto differente. Nei nuovi depositi con scadenza prestabilita predomina la categoria dei depositi con scadenza fino a un anno, che rappresenta il 95 per cento del volume totale di depositi con durata prestabilita, mentre solo il 4 per cento rientra nella categoria dei nuovi depositi con scadenza superiore a due anni. Ciò può riflettere il fatto che i depositi a breve termine vengono rinnovati più frequentemente di quelli a più lungo termine. Le operazioni pronti contro

positi per cui le nuove operazioni superano le consistenze, conseguenza della scadenza media inferiore a un mese.

ANALISI DEGLI ANDAMENTI DEI TASSI DI INTERESSE DELLE IFM

Le disaggregazioni dei tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni di prestito e deposito forniscono chiarimenti ulteriori su diversi aspetti. Uno dei principali vantaggi deriva dalla disaggregazione aggiuntiva delle nuove operazioni di prestito in diverse categorie, sulla base della determinazione iniziale del tasso. La tavola illustra che, in media, i tassi praticati sui nuovi prestiti crescono all'aumentare della durata del periodo iniziale di determinazione del tasso. Ciò riflette l'inclinazione mediamente positiva della curva dei rendimenti privi di rischio (misurata, ad esempio, dalla differenza fra il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni e l'Euribor a tre mesi) nel periodo sotto rassegna. Di conseguenza, la nuova disaggregazione permette di calcolare in modo più preciso il differenziale fra i tassi di interesse delle IFM e i tassi di interesse dei mercati finanziari con analoghe scadenze.

Per quanto riguarda le variazioni dei tassi di interesse, anche considerando solo il breve periodo intercorso da gennaio 2003, i tassi sui prestiti con brevi periodi di determinazione del tasso hanno generalmente mostrato la tendenza a diminuire gradualmente, mentre l'evoluzione dei tassi sui prestiti con lunghi periodi di determinazione del tasso è stata più volatile. Questi andamenti sono anche riscontrabili nelle variazioni osservate per i tassi di interesse di mercato a breve e a lungo termine. Ciò suggerisce che un'analisi accurata della trasmissione dei tassi di interesse richiede informazioni sulla durata dei tassi esaminati⁴⁾. Per il periodo fino a dicembre 2002, ossia prima della raccolta delle nuove statistiche, questa analisi poteva essere solo parziale, poiché per i tassi di interesse al dettaglio

4) Per maggiori dettagli, cfr., ad esempio, l'articolo *La trasmissione dei tassi di interesse di mercato ai tassi sui prestiti applicati dalle IFM dall'avvio della terza fase dell'UEM*, pubblicato nel Bollettino Mensile di marzo 2005.

(statistiche RIR) non si disponeva, per i prestiti, di una distinzione fra periodi di determinazione del tasso brevi e lunghi.

La tavola dimostra altresì l'importanza di differenziare fra prestiti in conto corrente e altri prestiti con brevi periodi di determinazione del tasso. Per le famiglie, il tasso sui prestiti in conto corrente è oltre 310 punti base maggiore di quello sul credito al consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. Per le società non finanziarie, la differenza fra il tasso sui prestiti in conto corrente e quello sugli altri prestiti (fino a un milione di euro) con tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno è stata considerevolmente inferiore, pur ammontando in media a 140 punti base. I tassi più elevati sui prestiti in conto corrente riflettono un premio per la disponibilità di fondi e possono anche includere sanzioni qualora lo scoperto ecceda un limite concordato fra la banca e il cliente.

La tavola illustra inoltre che, in media, i prestiti più elevati vengono erogati a tassi inferiori rispetto a quelli di importo più contenuto. Il livello dei tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni di prestito fino a un milione di euro ha superato il tasso su quelle oltre un milione di euro di circa 50-135 punti base nel periodo in esame. In molti casi, i prestiti di maggiore importo vengono concessi a grandi società non finanziarie, che hanno un potere negoziale più forte nei confronti delle banche, in quanto sono meno dipendenti dal finanziamento bancario.

Anche i tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni di deposito evidenziano alcune differenze fra le società non finanziarie e le famiglie, sebbene in misura minore che nel caso dei prestiti. In media, le IFM remunerano i depositi delle società non finanziarie più generosamente di quelli delle famiglie. Nel caso dei depositi a vista, questa differenza è pari in media a 20 punti base. La differenza fra i tassi applicati alle società non finanziarie e alle famiglie per depositi con durata prestabilita fino a un anno, che ammonta a 8 punti base, è considerevolmente inferiore.

I tassi di interesse delle IFM sulle consistenze, disponibili da gennaio 2003, indicano che i margini bancari complessivi, misurati dalla differenza fra i tassi medi sulle consistenze dei prestiti e dei depositi, sono calati in misura lieve negli ultimi anni. Ciò può riflettere il fatto che una componente significativa dei prestiti viene erogata a tasso variabile, o con un breve periodo di determinazione del tasso, e che i margini possono restringersi in una fase di diminuzione dei tassi di interesse, in conseguenza della tipica lentezza con cui i diversi tassi sui depositi si adeguano a tali diminuzioni.

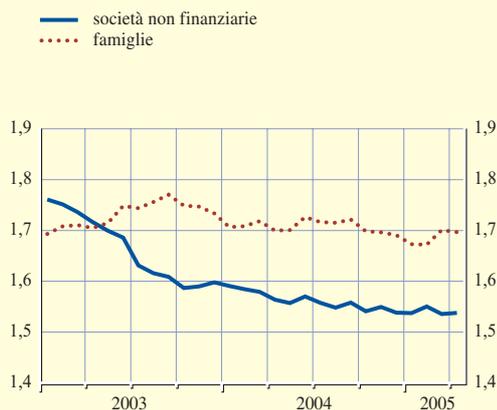
In media, le IFM hanno praticato alle famiglie tassi di interesse più elevati sulle consistenze dei prestiti e corrisposto tassi inferiori sulle consistenze dei depositi. Va anche notato che non è possibile trarre conclusioni definitive sulla redditività delle banche considerando esclusivamente i tassi di interesse delle IFM, poiché una parte significativa della raccolta delle IFM deriva dall'emissione di titoli (la cui quota è aumentata da gennaio 2003) e perché le commissioni e le altre fonti di reddito delle IFM non sono desumibili dai tassi di interesse.

La figura 1 illustra gli oneri netti per interessi delle società non finanziarie e delle famiglie, calcolati come differenza fra gli interessi corrisposti sulle consistenze dei prestiti denominati in euro erogati dalle IFM e gli interessi ricevuti sulle consistenze dei depositi denominati in euro presso le IFM. Poiché le società non finanziarie sono debitori netti nei confronti delle IFM (nel senso che le consistenze dei loro prestiti superano di gran lunga le consistenze dei loro depositi)⁵⁾, il contesto di bassi tassi di interesse ha determinato una riduzione degli oneri netti per interessi, malgrado l'incremento dell'indebitamento delle imprese negli ultimi anni, contribuendo così a un miglioramento dei flussi di cassa del settore delle società non finanziarie.

5) Informazioni sulle attività e passività finanziarie di famiglie e società non finanziarie sono disponibili anche nelle statistiche dei conti finanziari. Ad ogni modo, le statistiche sui tassi di interesse e sui bilanci delle IFM contengono maggiori dettagli e hanno una periodicità più frequente.

Figura 1 Oneri netti per interessi ¹⁾

(in percentuale del PIL)

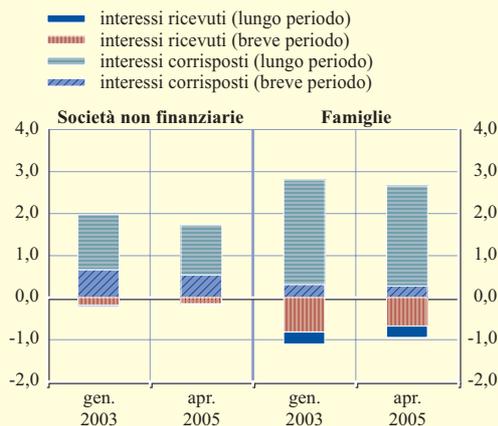


Fonte: BCE

1) Interessi corrisposti sulle consistenze dei prestiti delle IFM denominati in euro meno gli interessi ricevuti sulle consistenze dei depositi denominati in euro presso le IFM.

Figura 2 Interessi corrisposti e ricevuti ¹⁾

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE

1) Gli interessi ricevuti sono stati moltiplicati per -1 per una migliore rappresentazione grafica.

Per contro, le famiglie sono creditrici nette nei confronti delle IFM (nel senso che la loro consistenza di prestiti è inferiore a quella dei depositi). Di conseguenza, la diminuzione dei pagamenti per interessi derivante da tassi più bassi è stata in parte compensata da inferiori entrate per interessi, determinando complessivamente un livello di oneri netti per interessi più o meno invariato (cfr. anche la figura 2).

3 RAGIONI ALLA BASE DELLE DIFFERENZE FRA PAESI

Le statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM consentono un migliore raffronto dei tassi applicati nei diversi paesi. La tavola mostra che la dispersione fra i paesi dei tassi di interesse delle IFM, misurata dal coefficiente di variazione, cambia considerevolmente da uno strumento all'altro, malgrado la significativa convergenza dei tassi che ha avuto luogo negli ultimi anni nell'area dell'euro. Questa sezione prende in esame i fattori all'origine di tale dispersione, incentrandosi sulle nuove operazioni, poiché queste si riferiscono a tassi di interesse fissati nello stesso periodo nei vari paesi.

In primo luogo, le diversità fra i paesi possono derivare da differenze di prodotto. Ad esempio, in alcuni paesi esistono piani per il finanziamento dell'acquisto di abitazioni che richiedono di accumulare risparmi per un certo periodo (a tassi di interesse inferiori a quelli del mercato al dettaglio); successivamente il risparmiatore ha il diritto di contrarre un prestito (per un ammontare predeterminato e a tassi di interesse inferiori a quelli attesi del mercato al dettaglio). Questi tipi di operazioni non esistono in tutti i paesi dell'area dell'euro o possono divergere in alcune caratteristiche fondamentali, influenzando in diversa misura i tassi di interesse che le IFM applicano alle famiglie sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni e sui prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Anche diverse convenzioni e prassi nazionali possono dare luogo a differenze fra i paesi. I depositi a vista, ad esempio, possono non essere remunerati a causa di pratiche operative vigenti a livello nazionale. Nel caso dei prestiti in conto corrente, notevoli differenze sono generate dal fatto che questa categoria di prestito è soggetta in alcuni paesi a elevate sanzioni. Inoltre, le pratiche esistenti relative al rimborso anticipato dei prestiti differiscono da paese a paese.

I tassi di interesse delle IFM possono essere influenzati da normative nazionali che predefiniscono per legge un certo livello di interessi. Ciò può influire su depositi a vista, depositi con durata prestabilita e depositi rimborsabili con preavviso. Nel caso dei depositi a vista, ad esempio, un motivo alla base dell'elevata dispersione fra i paesi è rintracciabile nell'esistenza, ancora in tempi recenti, di tassi nazionali amministrati, oltre che nelle diversità relativamente significative delle caratteristiche di tali strumenti. Le normative possono altresì richiedere che i tassi di interesse su certi prestiti siano soggetti a un limite massimo. Nella misura in cui questi limiti sono vincolanti, essi possono spiegare le differenze fra paesi ed, eventualmente, anche le asimmetrie nella trasmissione dei tassi.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM non tengono conto delle imposte e dei sussidi diretti concessi dal governo su alcuni prestiti e depositi di famiglie e società non finanziarie. Tuttavia, poiché influenzano i prezzi relativi dei diversi prodotti bancari e, quindi, la domanda e l'offerta, le imposte e i sussidi possono indirettamente incidere sul peso assunto dai singoli prodotti sussidiati o tassati. Dal momento che le imposte e i sussidi dipendono dalle politiche dei governi nazionali, essi possono contribuire alle divergenze riscontrate fra i tassi di interesse delle IFM nei vari paesi. Inoltre, i sussidi potrebbero anche essere concessi indirettamente dal governo, ad esempio sotto forma di garanzia sui prestiti erogati a certe famiglie per l'acquisto di abitazioni, facendo sì che ai mutuatari vengano richiesti tassi di interesse inferiori.

L'attuale schema di rilevazione non richiede una disaggregazione dei prestiti basata sulle garanzie. La presenza di garanzie può ripercuotersi sul livello dei tassi di interesse delle IFM. Pertanto, il diverso utilizzo delle garanzie (inclusi i differenti livelli del rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie) tra un paese e l'altro può dare luogo a divergenze nel livello dei tassi sui prestiti delle IFM.

Un altro fattore che può spiegare le differenze dei tassi di interesse fra i paesi è costituito dall'ampiezza delle attuali categorie di strumenti

rispetto alla scadenza e al periodo iniziale di determinazione del tasso, insieme alla diversa distribuzione delle scadenze nei vari paesi. Data un'inclinazione normalmente positiva della curva dei rendimenti, ciò può determinare livelli diversi dei tassi di interesse delle IFM nei vari paesi.

Più in generale, la teoria economica suggerisce che la determinazione dei tassi di interesse delle banche può essere influenzata da un'ampia gamma di altri fattori, come il grado di concorrenza fra le banche, la contendibilità del mercato, la concorrenza derivante da forme alternative di finanziamento e investimento basate sul mercato, il rischio di credito e di interesse percepito, i costi di finanziamento, i costi connessi al passaggio a un'altra banca, l'esistenza di informazioni asimmetriche sulla clientela e la forza della relazione fra banca e cliente. Ogni differenza significativa di tali fattori fra i paesi può dare luogo a diversità nei tassi di interesse nazionali delle IFM così come può, di fatto, spiegare differenze all'interno di un paese.

4 CONCLUSIONI

Le statistiche armonizzate sui tassi di interesse applicati dalle IFM su prestiti e depositi sono state raccolte dalla BCE dall'inizio del 2003. Questi dati consentono di monitorare il meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse, l'andamento degli aggregati monetari e gli sviluppi strutturali del sistema bancario e permettono, inoltre, un migliore raffronto fra i tassi di interesse dei vari paesi. Se l'analisi dei volumi delle operazioni può fornire indicazioni circa l'importanza relativa della rispettiva categoria di strumento a livello di area dell'euro, essa può anche essere utilizzata per valutare la rilevanza di prodotti differenti nei diversi paesi.

Dopo più di due anni di segnalazioni, le informazioni raccolte rivelano divergenze fra i paesi nel livello dei tassi di interesse per alcune categorie di strumenti. Le ragioni alla base di tale dispersione possono spesso essere ricondotte all'esistenza di diverse disposizioni regolamen-

ARTICOLI

L'uso
delle statistiche
armonizzate
sui tassi
di interesse
delle IFM

tari, alle differenti prassi nazionali e alle differenti caratteristiche di prodotto che possono anche manifestarsi in diversi livelli delle garanzie acquisite e in diverse scadenze/periodi medi di determinazione del tasso. Pertanto, anche se

grazie alle statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono stati ottenuti notevoli miglioramenti per vari tipi di analisi, è importante tenere conto di questi fattori quando si effettuano confronti fra paesi.

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

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	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	8,8	2,12	4,21
4° trim.	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 1° trim.	9,7	7,1	6,7	-	7,3	9,0	2,14	3,67
2° trim.	.	.	.	-	.	.	2,12	3,41
2005 gen.	9,6	7,1	6,8	6,7	7,3	8,6	2,15	3,63
feb.	10,2	7,3	6,7	6,6	7,3	8,9	2,14	3,62
mar.	9,3	7,1	6,5	6,6	7,6	11,7	2,14	3,76
apr.	9,3	7,4	6,8	6,9	7,4	13,2	2,14	3,57
mag.	10,1	7,6	7,3	.	7,6	.	2,13	3,41
giu.	.	.	.	.	.	.	2,11	3,25

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,8	0,7	0,3	81,1	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,6	2,0	1,9	81,7	0,6	8,9
2004 3° trim.	2,2	3,1	2,5	1,8	2,8	82,1	0,6	8,9
4° trim.	2,3	3,8	2,5	1,5	1,1	82,0	0,9	8,8
2005 1° trim.	2,0	4,1	3,1	1,3	1,0	81,4	1,0	8,8
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 gen.	1,9	3,9	-	-	2,4	81,9	-	8,8
feb.	2,1	4,2	-	-	0,5	-	-	8,8
mar.	2,1	4,2	-	-	0,1	-	-	8,9
apr.	2,1	4,3	-	-	1,0	80,9	-	8,9
mag.	1,9	3,5	-	-	.	.	-	8,8
giu.	2,1	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7		8
	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	105,9	1,2439
2004 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.	6,0	14,7	-25,2	0,2	284,9	105,7	107,8	1,3113
2° trim.	.	.	.	.	.	103,4	105,6	1,2594
2005 gen.	-8,0	0,2	-11,4	-17,1	289,0	105,8	108,0	1,3119
feb.	9,9	6,1	-4,9	21,7	283,2	105,1	107,2	1,3014
mar.	4,1	8,4	-9,0	-4,5	284,9	106,0	108,2	1,3201
apr.	-11,3	3,4	-6,4	-2,8	288,9	105,1	107,2	1,2938
mag.	.	.	.	.	291,6	104,0	106,2	1,2694
giu.	.	.	.	.	.	101,2	103,4	1,2165

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	10 giugno 2005	17 giugno 2005	24 giugno 2005	1 luglio 2005
Oro e crediti in oro	126.955	126.825	126.717	138.451
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	155.216	152.351	152.950	162.561
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	20.362	20.913	20.302	21.043
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.995	9.320	9.028	9.177
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	369.048	373.581	400.069	398.187
Operazioni di rifinanziamento principali	279.001	283.501	309.999	308.001
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	14	77	7	184
Crediti connessi a scarti di garanzia	31	1	61	2
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.541	2.907	3.124	3.229
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	83.966	83.448	84.230	85.746
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	41.182	41.198	41.198	40.731
Altre attività	129.700	130.296	130.250	129.316
Attività totali	937.965	940.839	967.868	988.441

2. Passività

	10 giugno 2005	17 giugno 2005	24 giugno 2005	1 luglio 2005
Banconote in circolazione	519.084	519.662	520.389	525.982
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	144.940	147.508	146.626	153.971
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	144.926	147.467	146.608	153.958
Depositi overnight	13	13	18	12
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	28	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	141	141	142	153
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	62.738	62.931	90.781	75.720
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.834	10.050	9.880	9.741
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	238	332	416	339
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.367	8.761	8.534	9.129
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.701	5.701	5.701	5.896
Altre passività	54.672	55.503	55.149	56.929
Rivalutazioni	71.961	71.961	71.961	92.292
Capitale e riserve	58.289	58.289	58.289	58.289
Passività totali	937.965	940.839	967.868	988.441

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2005 16 mar.	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
11	349.569	325	267.500	2,00	2,05	2,05	7
18	358.949	342	272.500	2,00	2,05	2,05	7
25	376.920	351	271.000	2,00	2,05	2,05	7
1 giu.	369.397	337	281.500	2,00	2,05	2,06	7
8	365.346	316	279.000	2,00	2,05	2,05	7
15	372.104	340	283.500	2,00	2,05	2,05	7
22	378.472	364	310.000	2,00	2,05	2,05	7
29	353.941	343	308.000	2,00	2,05	2,06	7
6 lug.	389.743	336	307.500	2,00	2,05	2,05	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 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
26 mag.	48.282	140	30.000	-	2,08	2,08	98
30 giu.	47.181	141	30.000	-	2,06	2,07	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
7 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.708	6	3.708	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
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004	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.	12.720,4	6.709,0	471,2	1.583,5	999,2	2.957,5	
mar.	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1	
apr.	13.081,7	6.888,4	496,7	1.607,3	1.067,3	3.022,1	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 1° trim.	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
2005 12 apr.	142,6	143,3	0,6	0,0	2,05
10 mag.	143,1	144,0	0,9	0,0	2,05
7 giu.	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
12 lug.	147,2				

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					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	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
10 mag.	287,0	276,5	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	505,5	62,9	-58,9	144,0	649,7
7 giu.	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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	1.197,3	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.	1.240,6	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.	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,6	12,5	183,7
apr.	1.286,3	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,7	13,1	186,7
mag. (p)	1.275,5	581,0	21,5	0,6	558,9	173,6	156,3	1,8	15,4	-	13,9	304,1	13,1	189,8
IFM escluso l'Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.826,3	812,4	7.557,4	4.456,5	3.187,8	1.299,9	465,3	1.422,6	72,5	943,1	2.942,8	159,6	1.219,7
2005 gen.	21.658,5	12.909,4	817,2	7.596,9	4.495,3	3.236,6	1.339,8	469,5	1.427,2	75,7	961,5	3.070,3	157,4	1.247,8
feb.	21.824,0	12.967,4	807,9	7.622,8	4.536,7	3.287,6	1.367,7	479,7	1.440,2	75,4	965,3	3.122,4	157,6	1.248,3
mar.	22.045,3	13.054,7	805,7	7.674,4	4.574,6	3.294,1	1.357,3	480,7	1.456,1	72,5	974,8	3.189,1	156,7	1.303,4
apr.	22.474,6	13.229,2	811,3	7.720,7	4.697,2	3.339,1	1.371,8	489,7	1.477,6	76,2	1.043,9	3.300,3	156,5	1.329,5
mag. (p)	22.694,2	13.330,9	809,2	7.786,7	4.735,0	3.342,5	1.369,2	496,3	1.477,0	75,5	1.047,4	3.347,3	157,2	1.393,5

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											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 gen.	1.240,6	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.	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
apr.	1.286,3	523,2	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	25,9	173,5
mag. (p)	1.275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
IFM escluso l'Eurosistema											
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	0,0	11.487,4	137,7	6.641,7	4.708,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 gen.	21.658,5	0,0	11.534,4	122,9	6.656,2	4.755,2	692,1	3.527,3	1.201,3	2.968,7	1.734,8
feb.	21.824,0	0,0	11.602,6	138,7	6.659,8	4.804,1	691,0	3.579,7	1.205,8	3.008,3	1.736,7
mar.	22.045,3	0,0	11.659,2	125,0	6.707,6	4.826,7	687,7	3.614,7	1.212,6	3.084,6	1.786,6
apr.	22.474,6	0,0	11.838,2	120,2	6.759,8	4.958,2	704,1	3.667,3	1.225,7	3.198,0	1.841,3
mag. (p)	22.694,2	0,0	11.895,8	125,9	6.810,2	4.959,8	710,2	3.696,7	1.234,6	3.285,2	1.871,6

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											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.720,3	8.391,9	833,9	7.558,0	1.906,8	1.439,9	466,9	666,4	3.234,5	173,6	1.347,1
2005 gen.	15.987,6	8.436,2	838,7	7.597,5	1.954,6	1.483,4	471,2	678,1	3.368,4	172,1	1.378,0
feb.	16.101,3	8.452,8	829,4	7.623,5	1.995,6	1.514,3	481,3	681,5	3.416,7	170,1	1.384,6
mar.	16.278,0	8.502,3	827,2	7.675,0	1.991,4	1.509,1	482,3	686,9	3.485,8	169,2	1.442,4
apr.	16.555,8	8.554,1	832,7	7.721,3	2.016,1	1.524,9	491,3	741,1	3.601,0	169,6	1.474,0
mag. ^(p)	16.744,7	8.618,0	830,7	7.787,3	2.023,6	1.525,5	498,1	741,4	3.651,4	170,3	1.540,1
Transazioni											
2003	766,9	384,3	12,1	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	225,2	-3,6	-28,6
2004	1.267,0	500,0	-5,9	505,9	92,0	58,1	33,9	34,5	435,2	2,7	202,7
2005 gen.	201,4	42,3	3,8	38,5	42,5	38,2	4,3	10,9	82,1	-1,3	24,9
feb.	133,4	17,4	-9,2	26,6	43,0	32,5	10,6	1,5	66,2	-2,1	7,4
mar.	135,2	49,8	-1,9	51,7	-4,8	-5,8	1,0	6,1	43,7	-0,9	41,2
apr.	263,9	52,5	5,5	47,0	20,7	12,6	8,1	56,0	105,6	-0,1	29,2
mag. ^(p)	108,8	60,5	-2,3	62,8	2,8	-3,1	5,9	-3,0	-15,9	0,7	63,7

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 ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.720,3	468,4	162,4	6.656,8	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.843,0	34,0
2005 gen.	15.987,6	459,9	180,6	6.672,2	616,4	2.086,6	1.049,8	2.994,5	1.899,0	28,6
feb.	16.101,3	463,6	210,1	6.678,3	615,5	2.125,7	1.053,9	3.030,1	1.903,3	21,0
mar.	16.278,0	471,7	186,1	6.725,2	615,2	2.144,7	1.060,6	3.109,5	1.957,9	7,1
apr.	16.555,8	481,0	179,5	6.775,6	627,9	2.175,6	1.061,7	3.224,0	2.014,8	15,7
mag. ^(p)	16.744,7	485,8	172,1	6.827,4	634,6	2.204,8	1.074,7	3.309,9	2.046,9	-11,6
Transazioni										
2003	766,9	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,5	59,8
2004	1.267,0	70,5	6,1	377,1	22,3	197,1	50,4	276,8	229,3	37,3
2005 gen.	201,4	-8,5	18,2	9,0	12,4	6,8	-0,4	104,7	73,5	-14,3
feb.	133,4	3,7	29,5	4,7	-1,7	43,5	5,6	52,4	-1,0	-3,1
mar.	135,2	8,2	-24,0	44,2	-0,3	14,2	5,3	57,6	49,5	-19,5
apr.	263,9	9,3	-6,6	49,5	13,2	28,7	-2,4	107,9	56,7	7,6
mag. ^(p)	108,8	4,8	-7,4	45,0	7,5	16,9	6,3	32,5	44,5	-41,3

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie

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

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	908,5	6.142,4	-	4.133,3	2.226,1	8.156,0	7.097,8	230,6
2004	2.912,6	2.662,8	5.575,3	963,2	6.538,5	-	4.452,7	2.298,1	8.692,3	7.552,8	373,3
2005 gen.	2.961,1	2.665,2	5.626,3	949,4	6.575,7	-	4.494,0	2.328,2	8.752,6	7.600,8	373,8
feb.	2.993,0	2.666,6	5.659,6	949,1	6.608,7	-	4.530,9	2.342,3	8.794,2	7.633,6	392,2
mar.	3.007,3	2.675,7	5.683,0	942,6	6.625,6	-	4.574,8	2.326,4	8.835,0	7.675,3	391,0
apr.	3.025,6	2.694,7	5.720,3	954,8	6.675,1	-	4.608,7	2.352,1	8.910,2	7.705,0	409,9
mag. (p)	3.049,2	2.704,4	5.753,7	975,3	6.728,9	-	4.654,7	2.338,7	8.979,7	7.770,9	362,2
Transazioni											
2003	259,4	113,4	372,9	32,6	405,5	-	236,5	131,9	445,9	372,3	96,3
2004	240,4	111,9	352,2	56,1	408,3	-	340,6	54,5	574,3	505,4	160,6
2005 gen.	46,1	-0,4	45,6	-13,5	32,1	-	19,5	23,8	58,5	46,9	-3,8
feb.	32,2	-0,6	31,6	-6,9	24,7	-	49,0	15,7	40,9	33,6	19,5
mar.	13,8	7,7	21,4	-6,3	15,2	-	36,8	-16,3	41,7	41,8	-4,7
apr.	17,9	18,6	36,5	13,7	50,2	-	27,1	22,5	76,8	30,5	15,9
mag. (p)	20,8	6,7	27,5	21,0	48,5	-	26,2	-17,3	62,3	62,6	-60,5
Variazioni percentuali											
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	96,3
2004 dic.	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,1	160,6
2005 gen.	9,6	4,5	7,1	4,8	6,8	6,7	8,0	3,6	7,3	7,3	115,1
feb.	10,2	4,3	7,3	2,8	6,7	6,6	8,7	4,1	7,3	7,3	120,1
mar.	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,6	2,3	7,5	7,6	98,0
apr.	9,3	5,3	7,4	3,2	6,8	6,9	8,3	2,9	7,7	7,4	88,9
mag. (p)	10,1	4,9	7,6	6,0	7,3	.	8,4	1,5	7,8	7,6	61,3

F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

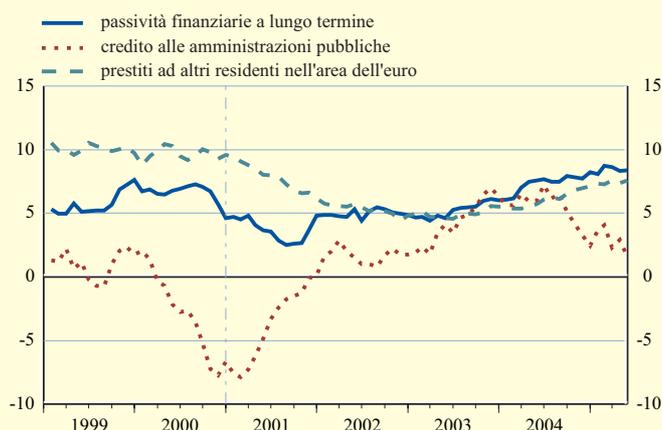


Fonte: BCE.

- 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.

F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.3 Statistiche monetarie

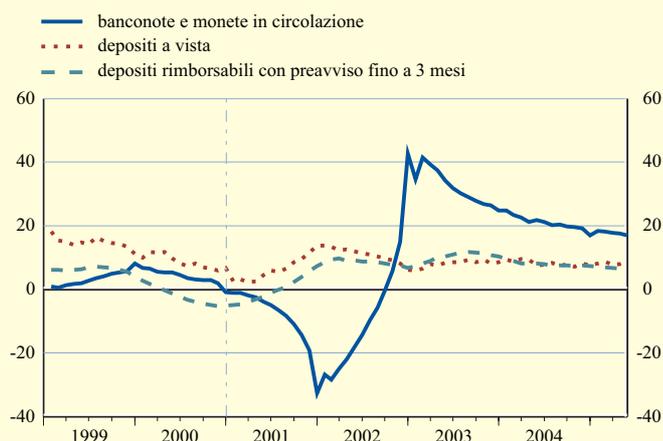
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,6	597,3	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.459,9	1.028,1	1.634,7	240,6	620,3	102,3	1.962,6	89,6	1.355,5	1.044,9
2005 gen.	466,7	2.494,4	1.025,6	1.639,5	230,5	619,7	99,2	1.993,4	90,0	1.364,4	1.046,2
feb.	471,6	2.521,4	1.021,0	1.645,6	220,8	612,3	116,1	2.013,8	90,4	1.370,4	1.056,2
mar.	477,5	2.529,8	1.019,7	1.656,0	224,5	610,3	107,8	2.036,2	90,9	1.387,2	1.060,5
apr.	481,5	2.544,2	1.030,6	1.664,1	216,7	617,9	120,2	2.056,2	91,3	1.395,1	1.066,1
mag. ^(p)	486,9	2.562,3	1.025,3	1.679,1	234,1	626,7	114,5	2.086,0	91,4	1.396,1	1.081,2
Transazioni											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	58,0	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,5
2004	65,7	174,6	-0,7	112,6	22,9	21,9	11,2	185,2	-1,1	106,5	50,0
2005 gen.	14,0	32,1	-5,1	4,7	-10,2	0,3	-3,5	13,1	0,4	8,0	-2,0
feb.	4,9	27,3	-7,5	6,9	-9,6	-8,2	11,0	30,7	0,4	6,3	11,6
mar.	5,9	7,8	-1,8	9,5	3,6	-1,9	-8,0	17,3	0,0	16,6	2,9
apr.	3,9	14,0	10,6	8,0	-7,8	8,0	13,4	16,8	0,5	7,8	2,0
mag. ^(p)	5,5	15,4	-8,1	14,8	17,3	9,6	-5,9	17,6	0,0	0,1	8,5
Variazioni percentuali											
2003 dic.	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 dic.	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,6	3,7	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 gen.	18,5	8,1	0,5	7,1	6,8	4,3	3,2	9,9	-0,4	8,6	4,8
feb.	18,3	8,8	0,3	6,9	-0,9	2,6	11,9	11,1	0,4	8,5	5,4
mar.	17,8	7,8	1,6	6,8	4,0	1,8	7,0	10,5	0,5	9,3	5,2
apr.	17,5	7,9	3,2	6,6	0,1	2,6	13,8	10,3	1,2	8,8	4,7
mag. ^(p)	17,0	8,8	1,9	6,8	8,5	4,2	10,9	10,6	1,7	8,4	5,0

F3 Componenti degli aggregati monetari

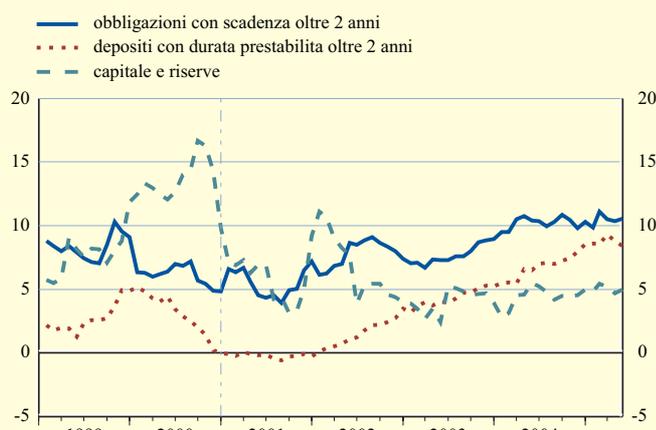
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,7	334,8	3.153,8	974,4	546,8	1.632,7
2005 gen.	55,5	38,6	547,5	339,2	3.171,1	980,6	555,3	1.635,2
feb.	59,1	41,3	551,2	345,0	3.174,5	982,2	551,0	1.641,4
mar.	58,2	40,1	561,4	351,3	3.193,5	987,4	555,5	1.650,6
apr.	59,3	41,1	557,8	344,5	3.216,0	994,3	559,8	1.662,0
mag. ^(p)	62,1	43,5	569,0	352,8	3.235,9	996,2	564,6	1.675,1
Transazioni								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,9	-7,9	15,9	94,9
2004	13,1	9,1	50,5	26,2	164,0	24,2	31,1	108,7
2005 gen.	6,6	7,0	-1,3	3,1	17,1	6,3	8,4	2,4
feb.	3,0	2,0	4,4	6,2	2,3	-1,3	-4,0	7,6
mar.	-1,0	-1,1	8,4	5,7	19,9	5,6	4,9	9,5
apr.	1,1	1,0	-3,3	-6,3	24,1	7,1	5,6	11,4
mag. ^(p)	2,7	2,3	8,9	6,9	19,2	1,3	4,4	13,5
Variazioni percentuali								
2003 dic.	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 dic.	36,9	41,5	10,1	8,5	5,4	2,5	6,0	7,1
2005 gen.	16,3	11,9	10,1	10,8	5,7	3,0	7,3	7,0
feb.	24,2	21,5	9,2	10,7	5,7	3,6	6,3	6,9
mar.	23,6	21,8	12,5	17,4	6,0	4,2	6,9	6,8
apr.	14,3	7,8	9,9	11,1	6,0	4,5	6,8	6,7
mag. ^(p)	8,9	0,6	10,4	11,7	6,3	5,2	6,5	6,9

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

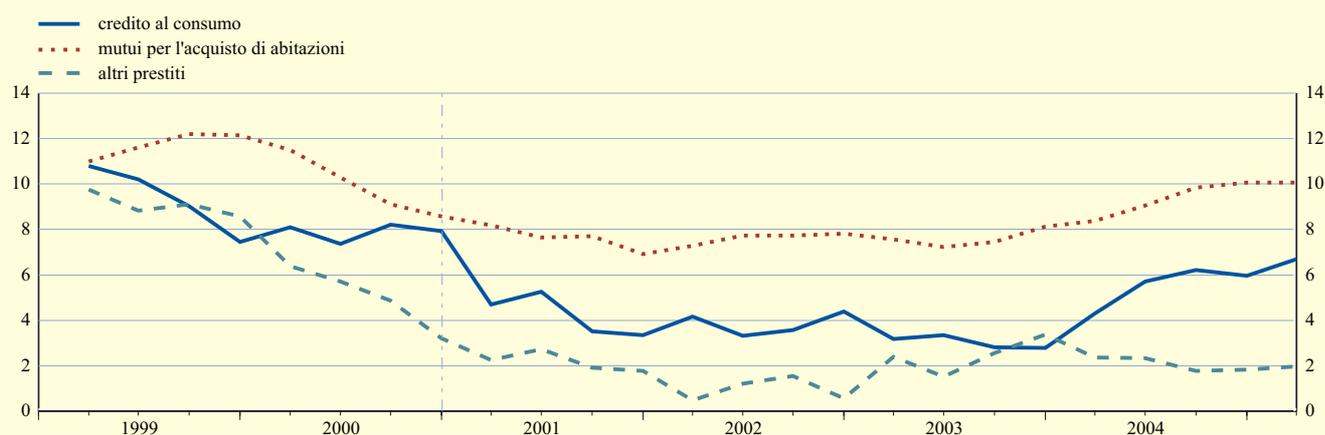
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,2	514,5	118,3	190,5	205,7	2.592,3	15,5	65,8	2.511,1	701,4	144,4	99,6	457,4
2005 gen.	3.822,9	514,1	119,2	189,3	205,6	2.607,9	15,0	65,6	2.527,3	700,8	143,8	98,4	458,6
feb.	3.837,9	513,8	119,0	188,9	206,0	2.622,8	14,9	65,7	2.542,2	701,3	143,6	98,4	459,4
mar.	3.861,4	519,7	120,2	191,5	208,0	2.641,0	15,0	67,1	2.559,0	700,7	144,1	98,9	457,7
apr.	3.887,6	522,7	120,2	192,3	210,1	2.662,1	14,2	65,0	2.583,0	702,8	142,6	100,4	459,8
mag. ^(p)	3.919,7	527,2	121,7	194,2	211,3	2.687,2	14,1	65,0	2.608,1	705,3	140,7	102,8	461,8
Transazioni													
2003	211,7	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004	278,3	28,8	6,8	8,6	13,3	237,0	0,9	2,9	233,1	12,5	-0,9	2,0	11,5
2005 gen.	16,1	-0,2	0,4	-0,9	0,3	15,7	-0,4	-0,2	16,2	0,7	-0,2	-1,1	1,9
feb.	16,8	0,1	0,1	-0,7	0,7	15,4	-0,1	0,1	15,3	1,3	0,1	-0,1	1,2
mar.	24,4	5,9	1,3	2,6	2,0	18,4	0,1	1,4	16,9	0,1	0,8	0,6	-1,2
apr.	25,1	3,5	0,2	0,9	2,4	20,7	-0,8	-0,8	22,3	0,9	-1,4	0,1	2,1
mag. ^(p)	31,9	4,9	1,6	2,0	1,3	24,3	0,0	0,2	24,2	2,7	-1,8	2,5	2,0
Variazioni percentuali													
2003 dic.	6,4	2,8	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 dic.	7,9	6,0	6,1	4,8	7,0	10,0	6,4	4,7	10,2	1,8	-0,6	2,1	2,6
2005 gen.	8,1	6,5	7,8	5,2	7,0	10,1	6,0	6,0	10,3	2,3	0,6	1,8	3,0
feb.	8,1	6,4	8,7	4,3	7,0	10,2	6,1	6,3	10,3	2,2	1,9	1,4	2,5
mar.	8,0	6,7	9,3	4,3	7,4	10,1	4,3	8,1	10,1	2,0	1,5	1,0	2,3
apr.	8,0	6,5	8,6	4,0	7,8	10,1	-1,0	6,2	10,2	1,9	1,0	0,3	2,6
mag. ^(p)	8,2	7,3	10,6	5,0	7,7	10,1	-1,4	5,9	10,3	2,3	0,6	2,8	2,6

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	1.724,6	1.146,2	578,4	64,6	513,8
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004 1° trim.	821,2	132,5	261,4	388,5	38,9	1.950,4	1.308,6	641,8	61,1	580,8
2° trim.	815,8	127,2	253,5	391,4	43,7	1.959,2	1.321,7	637,5	60,8	576,7
3° trim.	810,0	124,5	252,4	394,4	38,8	1.960,9	1.317,3	643,5	60,9	582,6
4° trim.	812,4	130,6	252,3	405,6	23,8	1.974,6	1.342,2	632,4	61,3	571,1
2005 1° trim. ^(p)	805,7	131,9	248,1	404,1	21,6	2.136,6	1.468,7	667,9	62,9	605,1
Transazioni										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	168,8	135,3	34,3	-1,2	35,5
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004 1° trim.	5,2	5,1	-3,8	0,0	3,9	164,0	107,4	56,5	1,8	54,7
2° trim.	-7,0	-6,2	-8,5	2,8	4,8	6,2	11,5	-5,3	-0,5	-4,8
3° trim.	-5,5	-2,5	-1,0	3,0	-5,0	23,4	8,8	14,7	0,1	14,6
4° trim.	2,4	6,7	-0,6	11,3	-14,9	81,8	67,3	14,5	0,4	14,1
2005 1° trim. ^(p)	-7,5	1,1	-4,2	-2,0	-2,2	124,8	103,3	21,5	1,5	20,0
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,4	12,9	5,8	-1,9	6,7
2003 dic.	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 mar.	2,4	-0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,1	4,0	16,4
giu.	2,6	0,1	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	12,0	2,9	13,0
set.	1,7	-1,8	-4,1	4,8	26,9	15,8	16,1	15,2	1,9	16,8
dic.	-0,6	2,4	-5,2	4,4	-32,0	15,6	16,4	13,9	3,0	15,2
2005 mar. ^(p)	-2,1	-0,8	-5,5	3,9	-44,5	12,4	14,9	7,3	2,6	7,8

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														
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	637,5	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	120,7
2005 gen.	595,7	67,3	50,9	451,2	1,4	1,3	23,6	666,3	210,8	130,6	188,5	11,6	0,1	124,8
feb.	590,4	60,6	48,9	456,0	1,3	1,3	22,3	677,4	213,7	133,5	191,1	11,5	0,1	127,4
mar.	597,0	65,7	48,6	460,2	1,3	1,3	19,8	693,2	212,9	134,0	205,2	11,5	0,1	129,6
apr.	602,6	65,6	50,7	462,5	1,3	1,3	21,1	703,7	208,1	143,7	210,7	13,1	0,1	128,0
mag. ^(p)	602,2	65,1	50,6	461,8	1,6	1,3	21,8	729,6	216,2	144,8	215,3	12,7	0,1	140,6
Transazioni														
2003	19,0	1,6	3,8	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,6	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	71,9	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,4
2005 gen.	12,2	8,0	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	25,6	29,6	-9,0	-0,4	1,4	0,0	4,0
feb.	-5,2	-6,7	-1,9	4,8	-0,1	0,0	-1,3	8,0	3,3	-0,8	2,8	-0,1	0,0	2,6
mar.	5,6	5,1	-0,4	3,3	0,1	0,0	-2,5	14,5	-1,2	0,2	13,5	-0,1	0,0	2,1
apr.	5,5	-0,1	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	10,2	-4,9	9,6	5,4	1,6	0,0	-1,5
mag. ^(p)	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	0,3	0,0	0,7	23,6	7,2	0,5	4,1	-0,6	0,0	12,4
Variazioni percentuali														
2003 dic.	3,6	2,8	9,8	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,3	36,4	70,4	-	17,1
2004 dic.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	16,7
2005 gen.	7,3	3,5	18,9	6,6	5,1	36,2	8,2	16,5	16,3	-0,6	33,4	69,0	-	12,6
feb.	5,8	-2,9	16,9	7,2	-2,8	-51,5	-11,6	16,5	16,4	5,9	33,3	38,2	-	6,1
mar.	6,8	2,2	16,7	7,5	1,9	-51,5	-10,4	17,5	8,3	9,2	40,1	50,0	-	11,5
apr.	6,7	6,0	23,1	6,7	-9,2	-52,2	-16,2	16,7	6,9	8,6	41,2	60,1	-	8,1
mag. ^(p)	6,5	14,4	11,5	5,5	11,5	-53,8	-3,9	21,2	12,2	9,1	44,3	60,3	-	17,9

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

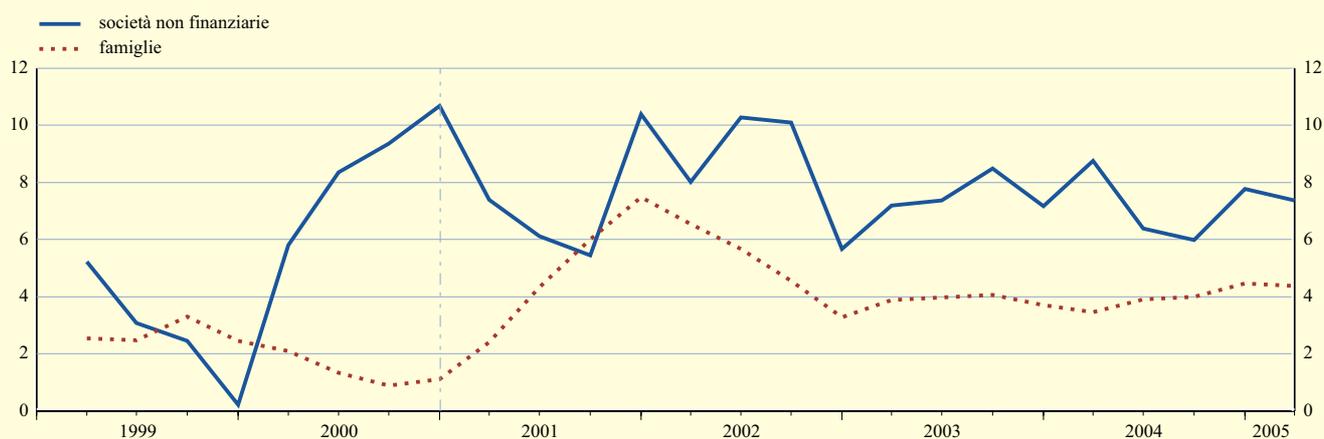
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.116,6	674,6	293,6	73,4	44,2	1,1	29,7	4.159,9	1.403,1	514,2	632,8	1.466,2	88,0	55,6
2005 gen.	1.077,2	658,1	278,5	71,6	43,0	1,1	24,9	4.166,3	1.400,5	514,5	634,6	1.476,8	87,7	52,2
feb.	1.069,1	655,5	274,6	71,5	43,7	1,1	22,8	4.175,1	1.406,5	515,4	634,6	1.478,7	88,3	51,6
mar.	1.098,4	675,0	282,8	72,2	44,0	1,1	23,4	4.175,4	1.409,7	511,0	633,0	1.481,8	88,7	51,2
apr.	1.101,8	678,4	285,3	69,1	44,7	1,1	23,2	4.206,2	1.434,2	514,5	633,5	1.485,0	88,2	50,8
mag. ^(p)	1.113,1	691,5	284,5	69,0	45,6	1,1	21,4	4.215,9	1.440,6	514,1	630,9	1.490,4	87,8	52,1
Transazioni														
2003	70,4	40,9	19,8	3,8	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-44,9	9,5	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,2	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,0	90,5	-29,6	31,0	85,2	-1,9	2,8
2005 gen.	-41,0	-17,6	-16,2	-1,2	-1,2	0,0	-4,8	5,0	-2,9	-0,5	1,7	10,4	-0,3	-3,5
feb.	-7,1	-2,1	-3,5	-0,1	0,7	0,0	-2,1	9,3	5,4	1,3	0,0	2,7	0,6	-0,6
mar.	28,3	19,0	7,8	0,6	0,3	0,0	0,6	0,9	3,6	-4,2	-0,3	2,3	-0,1	-0,4
apr.	3,1	3,3	2,3	-3,1	0,7	0,0	-0,1	30,6	24,4	3,4	0,5	3,1	-0,4	-0,4
mag. ^(p)	8,5	11,7	-1,9	-0,4	0,8	0,0	-1,8	8,3	6,0	-1,3	-2,6	5,4	-0,5	1,3
Variazioni percentuali														
2003 dic.	7,2	6,7	7,5	6,1	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,6	1,6	9,3	-13,2	-29,2
2004 dic.	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 gen.	7,9	8,9	5,8	7,2	15,2	14,4	-2,0	4,2	6,4	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
feb.	6,7	9,8	0,4	5,8	16,1	71,1	-12,2	4,4	6,6	-3,0	4,4	5,8	-0,1	-4,7
mar.	7,4	9,3	3,9	4,9	15,1	68,0	-9,2	4,4	6,7	-3,0	4,1	5,6	0,1	-1,3
apr.	7,5	9,2	6,3	-1,1	15,3	66,5	-12,1	4,7	7,3	-1,5	3,9	5,4	0,9	-2,9
mag. ^(p)	6,9	10,1	2,6	-2,7	16,2	69,5	-17,6	4,6	6,6	-1,0	3,3	5,5	1,3	3,2

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

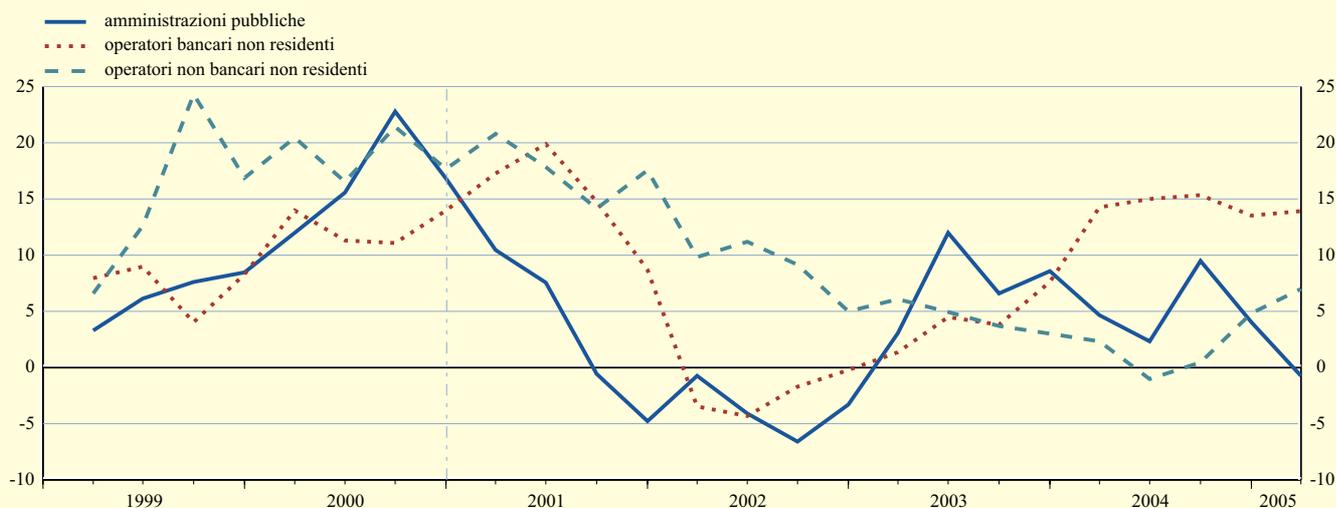
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	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	2.470,4	1.787,8	682,6	102,0	580,6
3° trim.	288,2	146,3	33,0	66,2	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
4° trim.	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 1° trim. ^(p)	268,6	125,0	33,4	67,3	42,9	2.667,8	1.934,6	733,3	105,1	628,1
Transazioni										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 1° trim.	-0,6	6,2	-1,1	-4,5	-1,3	155,4	129,6	25,8	4,8	21,0
2° trim.	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,4	41,4	-20,1	1,2	-21,3
3° trim.	-4,9	-10,3	2,3	1,8	1,3	8,0	-3,5	11,5	3,1	8,4
4° trim.	-4,6	-8,7	-1,0	3,4	1,7	62,4	47,2	14,9	-2,1	17,0
2005 1° trim. ^(p)	-13,5	-12,7	2,8	-2,2	-1,4	190,5	149,5	41,0	1,7	39,3
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 dic.	8,6	21,3	-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	3,2	11,5	10,8	15,4	0,4	12,5	-1,5
dic.	4,0	2,1	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 mar. ^(p)	-0,8	-11,5	19,5	8,0	9,1	11,9	13,9	7,0	3,9	7,6

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.

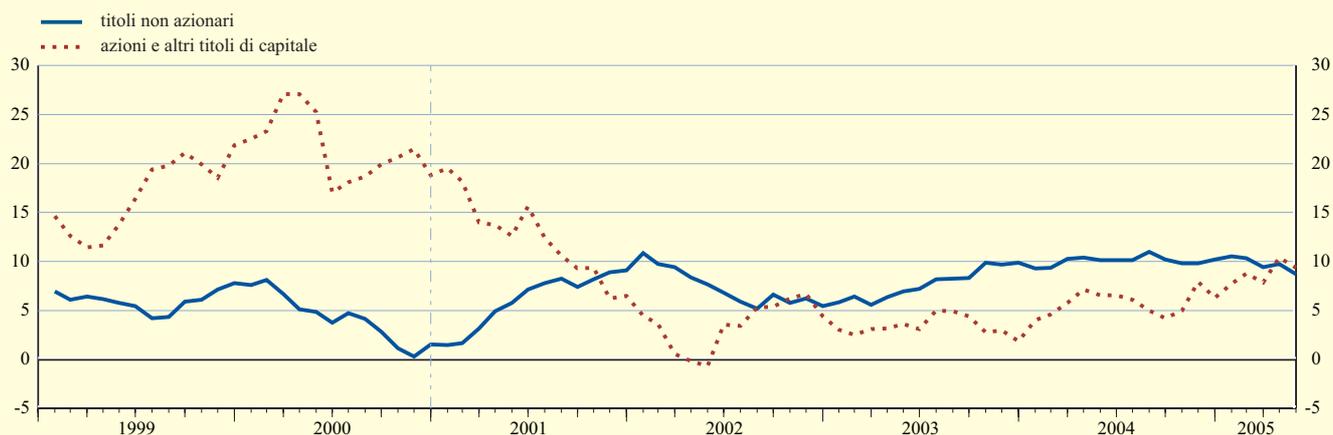
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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												
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	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 gen.	4.031,9	1.361,6	65,6	1.321,0	18,9	453,1	16,4	795,3	1.189,9	292,7	668,8	228,4
feb.	4.069,5	1.375,5	64,7	1.349,8	17,9	463,8	15,9	781,8	1.211,4	293,3	672,0	246,1
mar.	4.096,6	1.389,7	66,4	1.341,5	15,8	464,6	16,1	802,5	1.223,5	297,5	677,4	248,7
apr.	4.161,4	1.412,5	65,1	1.353,9	17,9	472,1	17,6	822,3	1.282,0	312,0	731,9	238,1
mag. ^(p)	4.192,1	1.409,8	67,3	1.350,9	18,3	477,1	19,2	849,6	1.284,2	315,5	731,9	236,8
Transazioni												
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	368,5	148,1	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,4	67,4	2,2	34,4	30,8
2005 gen.	78,9	2,7	3,9	33,4	2,5	4,7	-0,4	32,3	31,0	6,1	11,5	13,4
feb.	44,6	13,7	-0,4	29,5	-0,7	11,0	-0,3	-8,3	18,7	0,0	1,4	17,3
mar.	17,6	13,5	1,1	-8,8	-2,3	1,0	0,0	13,2	13,7	4,6	6,1	3,0
apr.	58,5	23,0	-1,8	10,2	1,9	6,8	1,3	17,1	61,2	14,9	56,0	-9,7
mag. ^(p)	9,1	-2,4	0,5	-5,7	-0,3	4,7	1,0	11,2	-5,6	2,7	-3,0	-5,3
Variazioni percentuali												
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 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 gen.	10,5	11,1	10,6	4,7	23,7	9,7	-3,2	20,9	7,7	1,6	6,2	22,4
feb.	10,3	10,4	16,2	5,5	18,7	11,2	-7,2	18,8	8,8	1,6	6,1	28,6
mar.	9,4	9,1	13,8	3,8	-3,9	11,1	-5,4	19,8	7,9	2,4	4,4	27,5
apr.	9,8	10,1	8,8	4,0	10,5	11,5	-0,8	19,2	10,4	5,4	9,4	21,4
mag. ^(p)	8,7	9,0	10,8	1,3	8,1	11,3	10,2	20,6	9,4	5,0	9,0	17,2

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
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	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,6	-2,3	-0,3	-4,0
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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,2	0,0	-0,5
apr.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
mag. ^(p)	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,4	-1,6	-0,5	-1,1
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.	-1,3	-0,7	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0
apr.	-0,8	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
mag. ^(p)	-2,4	-0,5	0,0	-1,9	-0,2	0,0	-0,2

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	13,4	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,8	-0,1	0,6	8,4	1,3	3,6	3,5
2005 gen.	5,5	0,0	0,1	4,2	0,1	-0,2	0,1	1,3	2,9	0,4	1,1	1,4
feb.	-2,0	0,3	0,0	-1,4	0,0	-0,3	0,0	-0,4	2,8	0,5	1,8	0,5
mar.	2,4	0,7	0,0	1,0	0,0	-0,2	0,0	0,8	-1,1	-0,4	-0,2	-0,5
apr.	3,8	0,4	0,0	2,2	0,0	0,8	0,0	0,4	-3,1	-0,8	-1,5	-0,8
mag. ^(p)	5,8	0,4	0,1	2,7	0,1	0,3	0,1	2,1	7,8	0,8	3,0	4,1

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	6.409,9	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.	4.521,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
3° trim.	4.586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6.587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
4° trim.	4.708,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.779,4	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 1° trim. ^(p)	4.826,7	91,0	9,0	5,5	0,4	1,4	1,1	6.832,5	97,0	3,0	1,8	0,3	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,8	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.	1.787,8	45,1	54,9	36,7	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.	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 1° trim. ^(p)	1.934,6	46,9	53,1	36,1	2,1	2,9	9,0	733,3	54,9	45,1	29,1	1,5	2,1	9,2

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

	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 1° trim.	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
2° trim.	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
3° trim.	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
4° trim.	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 1° trim. ^(p)	3.795,1	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9

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	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	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.	4.295,0	-	-	-	-	-	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.	4.456,5	-	-	-	-	-	8.369,8	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 1° trim. ^(p)	4.574,6	-	-	-	-	-	8.480,1	96,5	3,5	1,5	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	9,0	578,4	36,4	63,6	47,3	2,3	4,7	5,7
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
2004 1° trim.	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	641,8	40,2	59,8	41,6	2,5	4,4	8,1
2° trim.	1.321,7	49,3	50,7	30,8	4,7	2,4	9,2	637,5	38,7	61,3	42,3	2,5	4,5	8,9
3° trim.	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	643,5	40,3	59,7	41,9	2,5	4,4	7,4
4° trim.	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,4	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 1° trim. ^(p)	1.468,7	51,9	48,1	29,5	3,5	2,0	8,9	667,9	41,6	58,4	42,4	1,4	4,3	7,1

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ²⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.273,6	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.	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 1° trim. ^(p)	1.456,1	95,4	4,6	2,0	0,4	0,4	1,5	1.838,0	98,3	1,7	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.	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 1° trim. ^(p)	361,8	49,1	50,9	30,2	1,0	0,5	16,4	440,7	44,1	55,9	32,1	7,3	0,7	9,0

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2003 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

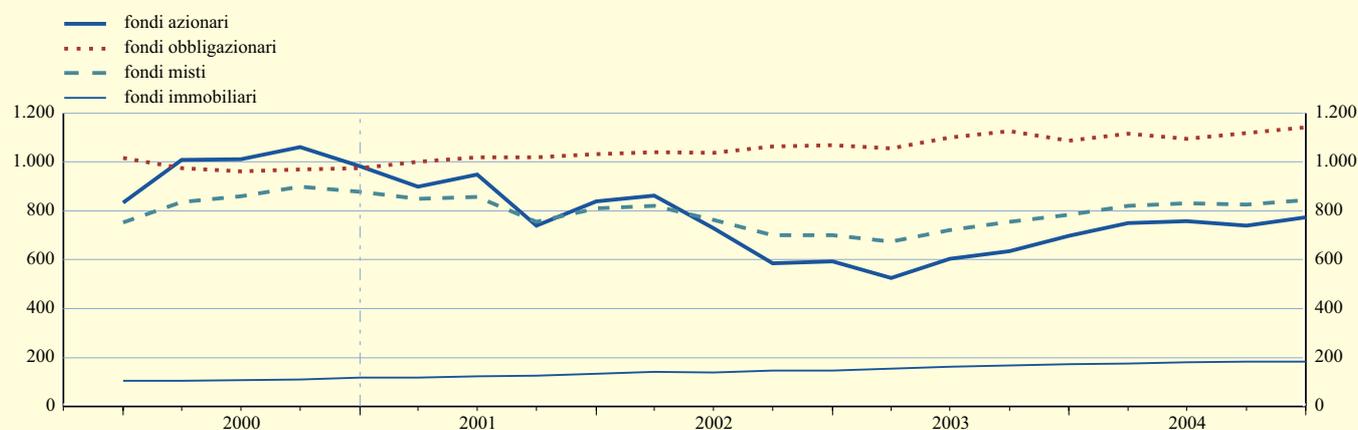
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
4° trim.	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 1° trim.	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
2° trim.	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
3° trim.	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
4° trim. ^(p)	3.510,7	48,6	3.322,5	139,6

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

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2003 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
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- nistrizioni 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 3° trim.	15.183,4	5.762,1	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	184,7	345,3
4° trim.	15.598,8	5.885,2	353,5	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	192,8	348,0
2004 1° trim.	15.810,8	5.915,0	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,8	397,6
2° trim.	16.078,1	6.052,4	372,1	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,7	398,0
3° trim.	16.158,8	6.077,0	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	205,1	395,3
4° trim.	16.513,4	6.236,7	414,5	5.434,9	2.165,1	1.577,7	1.603,8	88,2	162,4	224,9	385,3
Transazioni											
2003 3° trim.	128,3	12,5	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,8	17,1
4° trim.	168,8	128,6	30,8	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	10,9
2004 1° trim.	146,6	27,4	-2,7	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	7,0	44,1
2° trim.	286,5	139,7	21,2	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,1	-0,1
3° trim.	122,9	29,0	11,5	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,4	1,4
4° trim.	176,5	168,4	31,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,8	1,5
Variazioni percentuali											
2003 3° trim.	5,0	6,9	30,1	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,9	24,9
4° trim.	4,8	6,0	30,9	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	24,9
2004 1° trim.	4,5	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,6	25,9
2° trim.	4,8	5,4	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	5,0	21,9
3° trim.	4,8	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,0	16,3
4° trim.	4,7	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,7	13,5
Titoli non azionari											
Azioni ²⁾											
Riserve tecniche di assicurazione											
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Consistenze											
2003 3° trim.	1.951,1	186,5	1.764,6	3.638,0	1.769,9	1.868,1	408,7	3.832,2	3.460,8	371,5	
4° trim.	1.913,1	191,2	1.721,8	3.924,6	2.028,9	1.895,7	406,6	3.875,9	3.504,3	371,6	
2004 1° trim.	1.927,8	198,3	1.729,5	4.028,0	2.077,5	1.950,5	420,9	3.939,9	3.559,4	380,5	
2° trim.	1.958,0	214,6	1.743,4	4.076,1	2.133,7	1.942,4	424,3	3.991,6	3.607,6	384,0	
3° trim.	1.980,5	216,0	1.764,5	4.044,8	2.107,2	1.937,6	424,6	4.056,5	3.669,6	386,9	
4° trim.	1.979,9	207,0	1.772,9	4.180,0	2.228,5	1.951,5	406,7	4.116,7	3.727,1	389,7	
Transazioni											
2003 3° trim.	11,9	2,4	9,5	45,6	23,6	22,1	2,7	58,3	54,9	3,4	
4° trim.	2,0	9,9	-8,0	-18,6	-18,5	-0,1	-10,2	56,8	57,3	-0,5	
2004 1° trim.	9,4	6,5	2,9	37,9	7,9	30,0	15,1	71,9	62,0	9,9	
2° trim.	33,6	15,0	18,6	58,6	58,2	0,4	-0,6	54,6	50,1	4,5	
3° trim.	17,2	1,6	15,5	14,5	11,5	3,0	-2,3	62,1	58,2	3,9	
4° trim.	-9,8	-10,7	0,9	-49,0	-38,0	-11,0	-16,5	66,9	63,1	3,8	
Variazioni percentuali											
2003 3° trim.	-1,7	-9,1	-0,7	4,4	1,6	7,2	9,3	6,3	6,7	3,5	
4° trim.	-1,1	-4,7	-0,7	4,1	1,2	7,1	8,5	6,8	7,1	3,9	
2004 1° trim.	-0,8	-0,6	-0,8	3,7	2,2	5,1	2,8	6,7	6,9	4,8	
2° trim.	2,9	18,2	1,3	3,4	4,1	2,9	1,7	6,4	6,6	4,7	
3° trim.	3,2	17,7	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,4	6,6	4,8	
4° trim.	2,6	6,5	2,2	1,6	2,0	1,2	-1,1	6,6	6,7	6,0	

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)

	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 3° trim.	16.293,4	8.332,7	7.292,1	885,4	71,1	814,3	3.659,1	1.185,0	2.474,1	3.788,2	283,8	3.504,4	275,5
4° trim.	16.639,4	8.479,4	7.395,7	957,0	81,0	876,0	3.663,0	1.167,8	2.495,2	3.859,4	284,6	3.574,8	266,4
2004 1° trim.	16.988,0	8.528,6	7.464,5	962,3	85,0	877,3	3.654,7	1.163,2	2.491,5	3.911,7	278,6	3.633,1	308,2
2° trim.	17.187,5	8.675,7	7.595,2	954,6	90,4	864,2	3.698,7	1.171,5	2.527,1	4.022,5	290,5	3.732,0	308,0
3° trim.	17.292,1	8.753,5	7.672,9	950,2	89,0	861,2	3.701,0	1.153,2	2.547,8	4.102,3	287,7	3.814,6	285,3
4° trim.	17.662,5	8.887,4	7.796,6	952,3	79,7	872,6	3.749,2	1.174,2	2.575,0	4.185,9	292,1	3.893,9	290,3
Transazioni													
2003 3° trim.	143,5	86,1	57,3	7,3	1,1	6,3	8,1	-25,8	33,9	70,7	-5,7	76,4	22,8
4° trim.	133,2	117,2	118,4	23,3	9,9	13,4	16,1	-16,3	32,4	77,8	3,8	74,1	-1,4
2004 1° trim.	203,6	54,2	75,9	6,8	4,0	2,7	-10,2	-4,9	-5,3	57,6	-4,6	62,2	36,0
2° trim.	270,1	155,1	134,4	-9,3	5,4	-14,7	70,2	15,5	54,7	94,3	8,6	85,7	-0,5
3° trim.	148,7	79,7	86,1	-4,0	-1,4	-2,6	1,4	-15,9	17,3	82,3	-2,3	84,6	-19,5
4° trim.	123,3	147,6	140,0	2,0	-9,4	11,3	61,8	21,0	40,8	83,8	5,9	77,9	14,2
Variazioni percentuali													
2003 3° trim.	5,2	5,5	4,3	2,7	33,1	0,7	4,6	1,1	6,4	7,1	-2,3	7,9	16,1
4° trim.	4,9	5,1	4,6	3,6	36,5	1,1	3,4	0,2	5,0	7,2	-1,9	8,0	12,9
2004 1° trim.	4,6	4,6	4,7	3,7	26,6	1,8	1,9	-1,8	3,7	7,5	-0,7	8,2	23,3
2° trim.	4,6	5,0	5,3	3,2	29,1	1,0	2,3	-2,6	4,7	8,1	0,7	8,7	22,4
3° trim.	4,6	4,9	5,7	1,9	25,1	-0,1	2,1	-1,8	4,0	8,2	1,9	8,7	5,3
4° trim.	4,5	5,1	5,9	-0,5	-1,7	-0,4	3,4	1,3	4,3	8,2	2,7	8,7	11,4

	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 3° trim.	5.021,5	4.410,4	561,0	3.849,3	611,1	192,0	419,2	2.473,0	174,3	291,9		
4° trim.	4.959,5	4.336,5	548,4	3.788,1	623,0	196,7	426,4	2.726,3	181,7	292,5		
2004 1° trim.	5.139,7	4.520,7	590,8	3.929,9	619,0	208,9	410,1	2.834,1	189,0	296,5		
2° trim.	5.186,3	4.555,1	616,3	3.938,7	631,2	218,7	412,5	2.843,0	181,9	300,7		
3° trim.	5.276,1	4.638,5	614,2	4.024,3	637,6	216,7	421,0	2.763,5	194,0	305,0		
4° trim.	5.281,2	4.645,4	581,9	4.063,5	635,8	213,9	421,8	2.980,9	213,5	299,5		
Transazioni												
2003 3° trim.	48,0	39,0	-8,8	47,8	9,0	5,5	3,5	3,9	2,4	3,1		
4° trim.	4,0	-5,6	-15,6	10,0	9,6	0,8	8,8	0,2	7,4	4,4		
2004 1° trim.	137,1	143,7	42,1	101,6	-6,7	12,2	-18,8	2,1	7,3	2,9		
2° trim.	114,6	100,3	25,4	74,9	14,3	10,5	3,8	4,4	-7,1	3,1		
3° trim.	47,8	39,4	-0,8	40,1	8,4	-1,0	9,5	5,9	12,1	3,2		
4° trim.	-50,7	-48,0	-32,6	-15,4	-2,7	-3,9	1,2	3,2	19,4	3,8		
Variazioni percentuali												
2003 3° trim.	6,7	6,0	13,8	5,0	12,1	27,7	6,1	0,7	13,2	4,4		
4° trim.	6,5	5,7	12,3	4,8	13,0	22,2	9,1	0,8	8,9	4,9		
2004 1° trim.	6,1	6,1	9,9	5,6	6,0	13,8	2,5	1,0	7,5	4,8		
2° trim.	6,0	6,3	7,6	6,1	4,3	15,6	-0,7	0,4	4,8	4,7		
3° trim.	6,0	6,3	9,1	5,9	4,2	11,7	0,8	0,5	11,3	4,7		
4° trim.	5,0	5,4	6,2	5,3	2,1	9,1	-1,0	0,6	17,5	4,5		

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 3° trim.	3.504,5	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	341,5	61,3	280,2	1.422,4	59,7	1.362,7
4° trim.	3.598,1	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	336,6	61,6	275,0	1.459,4	59,1	1.400,3
2004 1° trim.	3.736,0	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	346,4	64,0	282,4	1.522,8	61,5	1.461,3
2° trim.	3.757,4	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	343,6	65,5	278,1	1.529,2	63,0	1.466,2
3° trim.	3.814,5	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	345,4	66,1	279,3	1.574,0	62,8	1.511,2
4° trim.	3.901,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	340,1	68,4	271,6	1.622,5	61,2	1.561,3
	Transazioni											
2003 3° trim.	33,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	0,9	-0,6	1,5	27,4	2,9	24,5
4° trim.	67,8	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-5,3	0,0	-5,4	48,9	-1,4	50,3
2004 1° trim.	90,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	9,8	2,6	7,2	45,9	2,1	43,8
2° trim.	30,2	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,7	1,6	-4,3	24,5	1,0	23,5
3° trim.	46,2	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	1,8	0,7	1,2	25,1	-0,6	25,7
4° trim.	54,5	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-5,6	2,2	-7,8	41,0	-0,8	41,8
	Variazioni percentuali											
2003 3° trim.	6,2	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,2	-17,4	5,2	10,2	25,8	9,6
4° trim.	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-3,2	-11,3	-1,2	11,1	14,1	11,0
2004 1° trim.	7,1	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	2,6	3,4	2,4	10,4	10,8	10,4
2° trim.	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,8	5,8	-0,3	10,5	8,1	10,6
3° trim.	6,7	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	1,1	8,0	-0,4	10,1	1,8	10,5
4° trim.	6,2	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	1,0	11,5	-1,3	9,4	2,9	9,6

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Azioni ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
	Consistenze												
2003 3° trim.	1.092,1	483,9	608,2	60,6	115,2	3.794,9	62,7	44,3	19,0	164,8	3.548,4	3.022,8	525,7
4° trim.	1.151,9	520,6	631,3	64,1	107,8	3.851,0	51,9	35,4	21,0	189,9	3.588,1	3.061,6	526,5
2004 1° trim.	1.198,2	537,0	661,2	63,4	111,3	3.936,5	61,6	46,3	21,5	190,9	3.662,5	3.123,6	538,9
2° trim.	1.207,0	535,8	671,2	63,6	112,2	3.993,4	69,6	53,7	22,0	193,3	3.708,6	3.165,5	543,1
3° trim.	1.207,6	528,3	679,2	63,1	114,0	4.038,1	69,5	52,5	20,4	185,7	3.762,5	3.214,7	547,7
4° trim.	1.240,7	550,8	689,9	68,3	115,0	4.106,7	64,1	48,6	21,3	207,1	3.814,2	3.264,0	550,2
	Transazioni												
2003 3° trim.	9,6	4,6	5,0	-4,3	1,4	57,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,7	49,9	4,8
4° trim.	21,3	5,9	15,4	4,1	-7,2	45,9	-10,8	-8,9	1,9	5,0	49,8	49,5	0,2
2004 1° trim.	16,6	-0,4	17,0	-0,8	3,6	80,6	9,6	10,8	0,4	0,8	69,8	56,4	13,4
2° trim.	0,0	-7,4	7,4	-0,1	1,1	58,7	7,6	7,0	0,5	0,1	50,5	45,3	5,2
3° trim.	9,0	3,4	5,6	-0,5	2,0	59,3	-0,1	-1,1	-1,3	2,1	58,6	52,9	5,7
4° trim.	7,6	2,1	5,5	5,3	1,5	49,9	-5,1	-3,6	0,6	0,1	54,3	50,8	3,5
	Variazioni percentuali												
2003 3° trim.	4,0	-0,6	7,6	17,7	4,6	6,2	6,7	9,4	2,8	2,8	6,4	6,9	3,6
4° trim.	5,1	1,9	7,6	11,3	-1,0	6,9	12,9	12,7	13,4	6,2	6,8	7,3	4,2
2004 1° trim.	6,5	3,2	8,8	5,9	-0,1	6,7	0,9	8,5	16,3	8,3	6,7	7,1	4,9
2° trim.	4,5	0,6	7,5	-1,7	-0,9	6,5	14,0	18,8	18,4	3,5	6,4	6,8	4,5
3° trim.	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,4	10,2	17,5	8,4	4,8	6,4	6,8	4,7
4° trim.	2,9	-0,4	5,6	6,2	7,6	6,5	23,3	36,9	1,5	1,6	6,5	6,7	5,3

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	351,8	1.136,1	-797,1	12,8	0,0	1.937,6	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	36,0
1998	417,0	1.201,3	-823,6	39,2	0,2	2.407,0	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	42,3
1999	451,2	1.290,9	-863,7	23,8	0,2	3.111,1	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	41,3
2000	500,0	1.394,2	-913,1	35,6	-16,7	2.897,2	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	10,0
2001	482,1	1.449,3	-973,6	4,4	2,0	2.574,7	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-35,3
2002	395,8	1.439,7	-1.035,0	-10,0	1,1	2.295,6	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	36,4
2003	409,6	1.464,9	-1.064,6	8,9	0,5	2.394,9	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	11,7

	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	457,7	1.482,8	-1.035,0	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	411,8	1.471,4	-1.064,6	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	171,9	757,6	-581,0	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,6	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,9	746,4	-597,8	360,6	69,3	-57,9	107,6	191,3	80,3	647,2	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	167,8	374,7	-210,3	427,7	69,3	-20,8	192,5	217,6	425,7	615,5	169,7	168,3	3.852,4	16,0
1998	183,6	387,8	-215,1	440,7	92,9	-119,0	287,4	209,3	409,7	593,4	214,6	213,3	3.954,9	15,0
1999	192,2	418,2	-230,2	472,2	122,6	-28,5	195,8	245,2	395,9	580,1	268,4	266,9	4.105,3	14,1
2000	213,0	442,2	-240,3	420,3	66,2	35,3	122,6	245,9	406,9	607,5	226,4	224,7	4.329,8	14,0
2001	206,9	452,3	-257,6	398,2	180,7	82,7	45,4	229,1	429,0	650,1	176,2	174,3	4.619,4	14,1
2002	167,9	464,2	-291,3	472,6	220,6	83,1	-1,0	211,3	427,3	675,8	213,2	211,1	4.762,5	14,2
2003	184,6	485,0	-299,9	508,1	224,2	16,6	83,6	229,8	432,4	696,2	260,2	257,9	4.902,6	14,2

Fonte: BCE.

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

4

MERCATI FINANZIARI

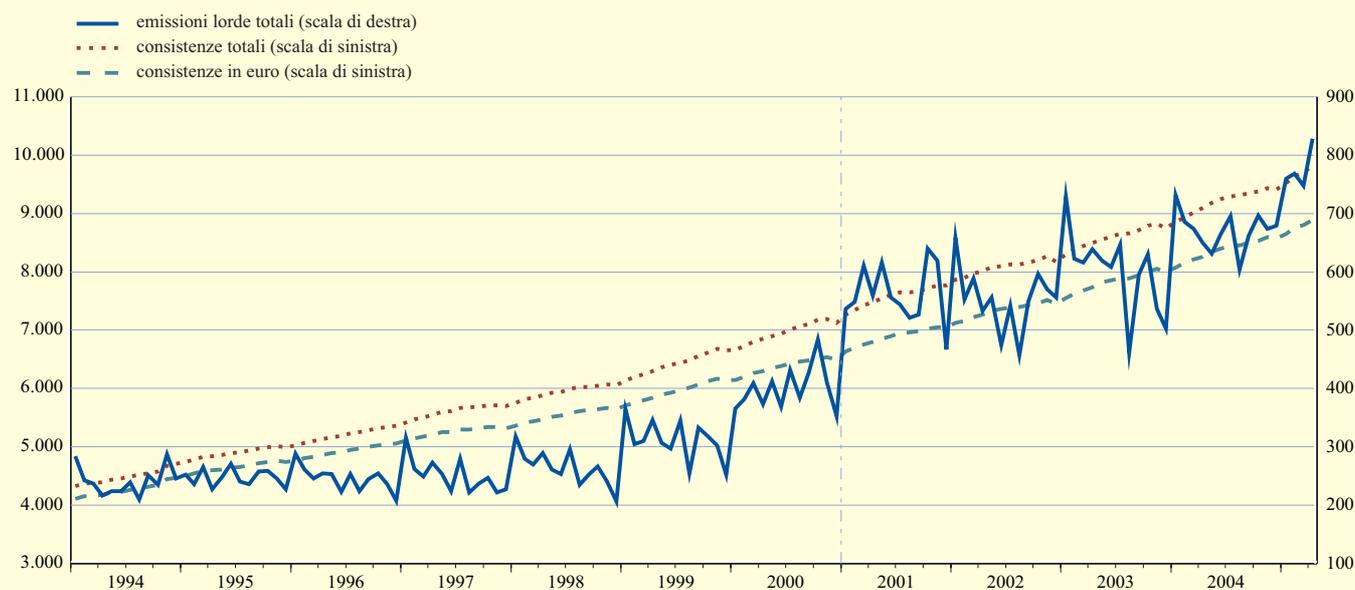
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2004 apr.	9.523,3	649,5	624,5	25,0	9.095,0	649,4	587,0	62,5	90,8	93,2	95,0	47,7
mag.	9.625,5	649,2	549,6	99,6	9.179,2	630,8	543,6	87,3	90,9	93,9	94,9	76,4
giu.	9.736,3	711,3	602,1	109,2	9.249,3	664,7	598,0	66,8	90,8	94,3	94,7	60,3
lug.	9.759,0	707,8	686,3	21,5	9.294,3	695,2	653,9	41,3	90,8	94,1	94,6	35,5
ago.	9.791,8	619,8	590,5	29,3	9.309,8	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
set.	9.904,7	725,1	616,4	108,7	9.342,6	661,2	621,5	39,6	91,0	94,9	94,5	40,2
ott.	9.930,4	712,2	690,2	22,0	9.379,6	696,7	656,0	40,7	91,0	93,7	94,9	30,4
nov.	10.021,0	703,7	618,7	85,0	9.435,6	673,9	615,1	58,8	91,1	94,3	94,3	55,9
dic.	10.024,5	705,8	701,2	4,6	9.407,8	679,6	702,3	-22,7	91,1	95,2	95,2	-21,5
2005 gen.	10.090,5	763,2	709,4	53,8	9.522,0	759,5	675,9	83,6	90,8	93,8	95,6	66,1
feb.	10.210,6	792,4	675,4	117,0	9.635,4	768,4	654,2	114,2	90,9	94,5	95,1	103,8
mar.	10.318,9	795,6	687,9	107,7	9.704,0	747,5	692,4	55,1	90,7	93,9	94,9	44,7
apr.	.	.	.	.	9.817,4	828,6	727,5	101,2	90,6	94,4	95,9	84,9
A lungo termine												
2004 apr.	8.613,2	163,8	123,9	39,9	8.144,8	155,6	110,1	45,5	91,2	88,5	94,7	33,4
mag.	8.718,7	174,7	72,0	102,8	8.234,7	156,5	67,6	88,9	91,1	89,3	90,8	78,3
giu.	8.806,3	204,2	120,3	83,9	8.309,0	181,2	112,6	68,6	91,2	92,9	92,2	64,4
lug.	8.845,6	190,3	153,1	37,1	8.348,5	173,4	139,1	34,4	91,1	91,8	93,7	28,8
ago.	8.873,0	87,2	61,9	25,3	8.364,1	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
set.	8.967,5	191,4	101,9	89,5	8.413,7	156,7	104,6	52,1	91,2	91,6	89,0	50,4
ott.	9.004,4	174,0	140,0	34,1	8.435,0	158,1	131,9	26,2	91,2	88,0	93,7	15,6
nov.	9.079,6	168,7	98,3	70,3	8.488,6	155,1	95,3	59,7	91,2	89,1	92,2	50,3
dic.	9.104,1	147,6	123,0	24,6	8.495,6	135,2	119,2	16,0	91,4	91,6	90,4	16,1
2005 gen.	9.174,5	198,5	137,7	60,8	8.584,9	195,0	130,7	64,3	91,1	89,7	93,8	52,2
feb.	9.290,3	220,3	106,9	113,3	8.687,6	198,7	95,5	103,1	91,2	90,4	89,5	94,2
mar.	9.366,9	201,7	125,7	76,0	8.756,5	182,4	123,2	59,1	91,0	88,9	90,0	51,2
apr.	.	.	.	.	8.838,7	176,8	104,5	72,4	90,9	90,0	94,0	61,0

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	8.748	3.353	665	589	3.923	219	91,4	85,0	87,5	88,3	97,7	95,4
2004	9.408	3.710	734	593	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2004 2° trim.	9.249	3.574	688	604	4.144	239	90,8	84,0	88,2	87,4	97,4	95,5
3° trim.	9.343	3.641	690	600	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
4° trim.	9.408	3.710	734	593	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2005 1° trim.	9.704	3.844	753	612	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
2005 gen.	9.522	3.742	738	601	4.184	256	90,8	83,6	90,3	87,6	97,6	95,6
feb.	9.635	3.800	742	606	4.229	259	90,9	83,6	90,6	87,7	97,6	95,7
mar.	9.704	3.844	753	612	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
apr.	9.817	3.902	773	620	4.260	263	90,6	83,0	90,7	87,7	97,6	95,7
	A breve termine											
2003	861	390	6	94	367	3	89,3	78,4	100,0	94,1	99,6	88,0
2004	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2004 2° trim.	940	420	5	108	402	5	88,0	76,3	100,0	95,2	98,2	83,7
3° trim.	929	412	6	100	405	6	88,9	77,8	96,2	95,5	98,5	85,8
4° trim.	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2005 1° trim.	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
2005 gen.	937	453	7	99	373	5	88,1	77,2	95,2	96,2	99,1	86,2
feb.	948	456	8	106	372	6	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	87,4
mar.	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
apr.	979	481	8	111	374	5	87,4	76,5	97,4	96,7	98,5	81,1
	Totale a lungo termine ¹⁾											
2003	7.887	2.963	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.496	3.263	727	503	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2004 2° trim.	8.309	3.154	683	495	3.742	234	91,2	85,0	88,1	85,7	97,3	95,8
3° trim.	8.414	3.229	683	500	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	95,9
4° trim.	8.496	3.263	727	503	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 1° trim.	8.757	3.389	745	507	3.861	254	91,0	84,2	90,6	86,0	97,5	95,9
2005 gen.	8.585	3.290	731	502	3.811	251	91,1	84,5	90,2	85,9	97,4	95,8
feb.	8.688	3.344	734	500	3.858	253	91,2	84,4	90,5	85,8	97,5	95,9
mar.	8.757	3.389	745	507	3.861	254	91,0	84,2	90,6	86,0	97,5	95,9
apr.	8.839	3.421	765	509	3.887	257	90,9	83,9	90,6	85,8	97,5	96,0
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2003	6.115	1.885	406	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.376	1.927	416	411	3.435	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2004 2° trim.	6.362	1.942	414	416	3.413	177	91,5	84,5	81,1	84,9	97,3	95,6
3° trim.	6.388	1.950	408	414	3.436	180	91,6	84,1	82,2	85,2	97,5	95,8
4° trim.	6.376	1.927	416	411	3.435	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2005 1° trim.	6.516	1.966	426	413	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,2	97,4	95,8
2005 gen.	6.439	1.942	418	410	3.478	191	91,5	83,6	83,7	85,1	97,4	95,6
feb.	6.493	1.956	418	407	3.518	193	91,6	83,6	84,1	85,0	97,4	95,8
mar.	6.516	1.966	426	413	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,2	97,4	95,8
apr.	6.554	1.971	430	413	3.541	199	91,4	83,0	84,1	85,0	97,4	95,9
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2003	1.579	959	249	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.867	1.147	308	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2004 2° trim.	1.715	1.049	266	65	278	57	90,8	86,7	98,8	89,7	97,5	96,2
3° trim.	1.771	1.101	273	73	269	56	90,6	86,7	98,9	87,6	97,5	96,3
4° trim.	1.867	1.147	308	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,0	97,7	96,6
2005 1° trim.	1.955	1.210	316	80	291	58	90,5	86,3	99,0	89,2	98,0	96,3
2005 gen.	1.879	1.149	309	79	283	59	90,7	86,6	99,0	89,1	97,7	96,5
feb.	1.919	1.181	313	79	287	59	90,6	86,5	99,0	89,1	97,7	96,5
mar.	1.955	1.210	316	80	291	58	90,5	86,3	99,0	89,2	98,0	96,3
apr.	2.003	1.232	331	81	301	58	90,4	86,1	99,0	88,5	98,0	96,3

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)

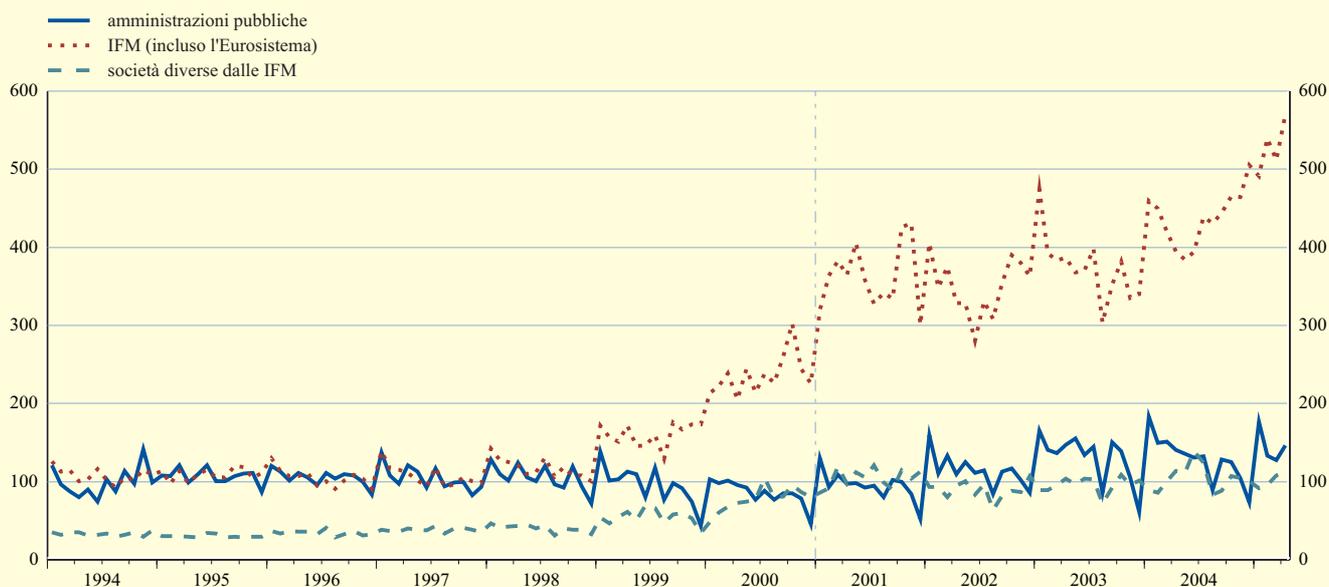
2. Emissioni lorde

(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	7.206,3	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	87,4	1.284,7	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.045,4	5.249,8	221,4	1.027,9	1.463,6	82,8	1.191,4	405,7	69,7	60,4	619,7	35,9
2004 2° trim.	1.945,0	1.173,3	64,0	300,5	387,5	19,6	306,8	90,3	21,8	19,7	166,8	8,1
3° trim.	1.960,1	1.313,3	40,7	255,5	334,2	16,3	248,1	86,6	9,2	14,3	131,9	6,1
4° trim.	2.050,2	1.434,1	83,5	228,4	283,9	20,4	259,2	92,7	26,1	14,7	117,1	8,5
2005 1° trim.	2.275,5	1.541,4	48,8	247,9	412,5	25,0	385,3	136,2	20,1	15,1	198,9	14,9
2005 gen.	759,5	490,9	9,8	82,3	166,2	10,4	142,1	44,7	4,0	3,6	82,9	6,9
feb.	768,4	539,0	15,0	81,1	125,8	7,6	127,3	50,9	5,1	3,3	63,6	4,6
mar.	747,5	511,6	23,9	84,5	120,5	7,0	115,8	40,6	11,0	8,2	52,5	3,4
apr.	828,6	569,6	28,2	84,3	138,5	8,0	104,7	30,0	7,1	3,2	60,8	3,8
	Di cui a breve termine						A lungo termine con tasso variabile					
2003	5.332,7	3.698,2	41,3	796,1	767,6	29,4	507,8	336,8	89,5	11,7	53,3	16,5
2004	6.147,2	4.383,4	43,9	930,9	755,6	33,4	616,9	403,5	107,6	31,8	60,5	13,5
2004 2° trim.	1.451,7	969,5	11,1	271,1	191,3	8,8	160,7	98,0	31,1	7,8	21,1	2,7
3° trim.	1.554,7	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,7	136,0	95,2	20,7	10,0	8,6	1,6
4° trim.	1.601,9	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,5	173,8	105,0	45,3	7,4	11,7	4,4
2005 1° trim.	1.699,4	1.261,3	12,4	228,7	188,4	8,6	166,9	129,0	16,1	3,4	16,9	1,5
2005 gen.	564,5	408,3	4,2	77,3	72,1	2,5	44,8	33,4	1,6	1,3	7,5	1,0
feb.	569,7	429,4	4,6	76,7	56,1	2,9	64,6	54,0	5,3	0,7	4,5	0,1
mar.	565,2	423,6	3,5	74,7	60,2	3,2	57,5	41,7	9,2	1,4	4,9	0,3
apr.	651,8	501,7	3,2	78,9	65,2	2,8	64,4	33,2	17,9	1,6	10,3	1,5

F14 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



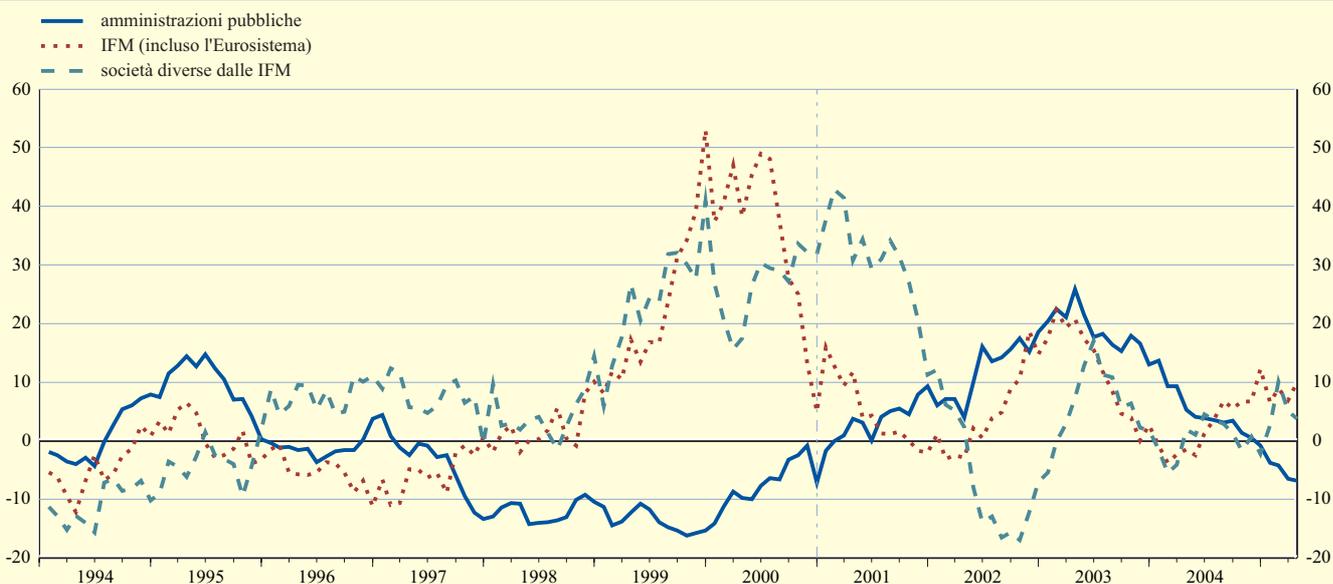
Fonte: BCE.

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

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

	Totale						A breve termine					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre 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	6,7	5,1	25,1	8,6	4,5	26,0	14,0	12,2	1,1	5,7	19,2	-2,2
2004	6,9	7,8	13,4	3,7	5,0	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 2° trim.	6,9	7,9	13,7	2,2	5,1	18,5	1,7	-1,5	-16,6	2,1	5,2	16,9
3° trim.	7,1	8,5	11,4	3,6	5,4	16,4	3,9	4,6	-10,7	4,0	3,1	32,4
4° trim.	6,8	8,8	9,9	3,0	4,8	14,6	3,7	7,4	8,9	-1,0	0,5	66,9
2005 1° trim.	7,2	9,0	11,5	3,3	5,1	13,7	2,6	8,3	34,1	3,1	-4,3	35,4
2004 nov.	6,7	8,5	10,4	3,3	4,7	14,5	3,2	6,7	7,7	0,3	-0,2	77,9
dic.	7,1	9,3	11,0	1,6	5,0	14,4	5,0	12,3	22,3	-3,9	-1,3	51,2
2005 gen.	7,0	8,7	10,9	3,1	5,1	15,1	1,7	6,6	23,3	1,4	-4,1	32,7
feb.	7,4	9,3	11,1	3,4	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,2	-4,6	31,5
mar.	7,1	8,7	14,2	5,1	4,6	12,0	0,8	6,9	47,6	2,8	-7,0	36,2
apr.	7,5	8,9	16,1	6,1	4,7	12,8	2,0	10,0	44,0	1,7	-7,1	16,2
	Euro											
2003	6,4	3,8	30,6	9,4	4,4	25,0	15,6	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,2
2004	6,6	6,6	16,8	2,9	5,1	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	29,5
2004 2° trim.	6,5	6,6	17,0	1,4	5,1	18,1	1,5	-2,4	-15,5	1,7	5,0	14,6
3° trim.	6,7	7,0	15,0	2,4	5,5	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,4	3,0	28,8
4° trim.	6,4	7,6	13,1	1,9	4,8	14,6	3,6	7,7	3,9	0,0	0,6	72,7
2005 1° trim.	6,7	7,6	14,8	2,6	5,0	13,8	2,8	9,7	28,5	5,1	-4,2	33,2
2004 nov.	6,3	7,3	13,7	2,1	4,6	14,4	3,3	7,3	2,6	1,3	-0,1	91,5
dic.	6,8	8,4	14,1	0,4	5,0	14,6	5,1	14,5	15,1	-2,5	-1,4	49,7
2005 gen.	6,6	7,3	14,1	2,4	5,0	15,2	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
feb.	6,8	7,8	14,2	2,8	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,6
mar.	6,7	7,3	17,9	4,8	4,6	12,2	0,8	7,9	42,8	5,0	-6,8	39,2
apr.	7,1	7,6	19,6	5,8	4,8	13,0	2,0	11,4	40,3	3,6	-6,9	10,1

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.

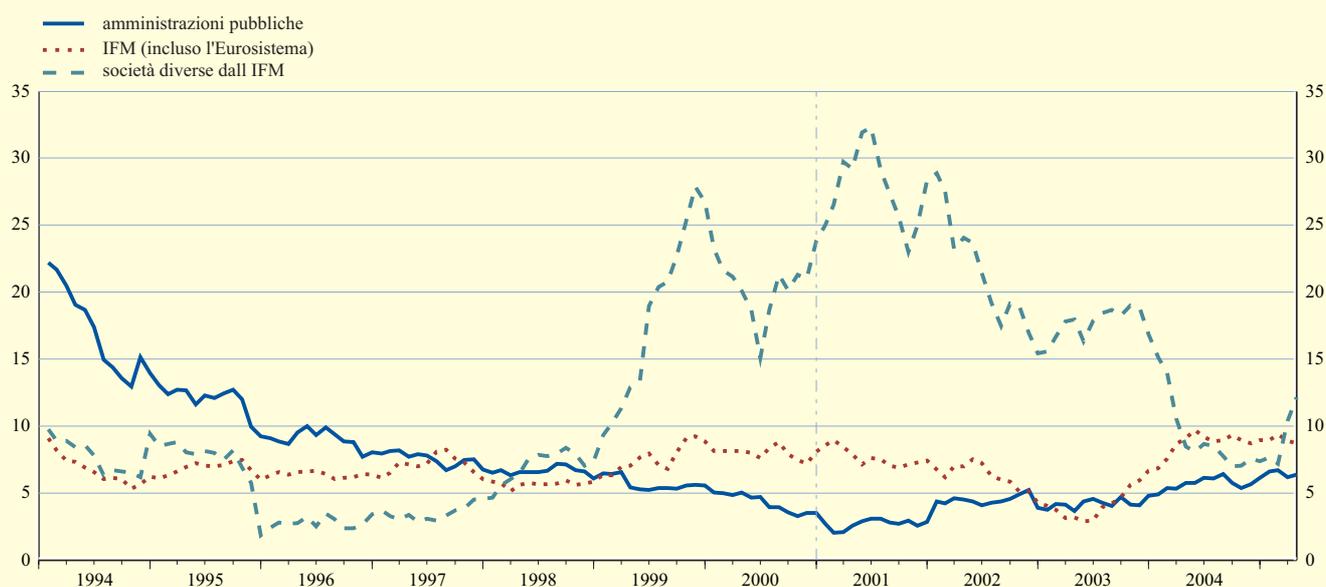
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,0	6,5	3,1	5,8	14,7	16,2	18,4	27,1	8,3	0,6	26,5
2004 2° trim.	5,4	3,8	8,3	2,5	5,9	15,2	15,8	18,9	25,1	-2,3	1,1	30,2
3° trim.	4,9	3,0	3,5	1,1	6,2	13,5	17,5	19,1	27,0	18,4	3,3	25,2
4° trim.	4,3	2,3	2,7	0,7	5,7	12,3	17,7	20,2	22,4	29,5	2,3	18,8
2005 1° trim.	4,7	2,7	4,0	-0,8	6,3	13,7	18,3	19,4	23,3	29,9	7,7	12,4
2004 nov.	4,1	1,8	3,4	0,4	5,6	11,9	18,3	20,5	22,4	32,6	3,8	19,1
dic.	4,5	2,5	3,3	-1,1	6,0	12,8	18,0	19,2	23,5	33,1	5,1	17,2
2005 gen.	4,8	2,9	3,8	-0,7	6,2	14,9	17,9	18,5	22,3	30,2	9,4	14,4
feb.	4,9	2,8	3,8	-1,8	6,8	12,9	18,3	20,3	22,1	28,1	6,5	11,9
mar.	4,5	2,3	5,7	1,4	5,6	13,7	19,0	19,5	27,8	29,6	9,3	5,1
apr.	5,1	2,4	5,4	3,0	6,4	15,1	18,9	18,8	33,5	28,7	7,2	5,4
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,5	12,2	4,2	21,3	8,6	7,7	51,2	-8,9	-9,3	43,8
2004	4,8	1,3	10,4	1,8	5,9	14,7	15,6	17,7	27,2	8,6	0,5	25,4
2004 2° trim.	5,1	2,0	12,4	1,0	6,0	15,0	15,4	18,2	25,1	-0,3	1,1	28,9
3° trim.	4,7	1,2	7,5	-0,5	6,4	13,8	16,9	18,2	27,3	16,0	3,3	24,1
4° trim.	4,0	0,3	6,4	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,5	22,7	27,1	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	8,0	-2,4	6,2	13,8	17,5	18,2	23,6	29,1	7,8	13,0
2004 nov.	3,7	-0,3	7,5	-1,2	5,6	12,0	17,7	19,8	22,8	29,9	3,9	18,2
dic.	4,2	0,7	7,0	-3,0	6,0	12,9	17,4	18,3	23,8	32,1	5,1	18,0
2005 gen.	4,4	0,7	7,7	-2,3	6,1	14,9	17,4	17,5	22,6	29,4	9,5	15,1
feb.	4,5	0,4	7,7	-3,5	6,7	13,0	17,4	18,9	22,4	27,4	6,6	12,4
mar.	4,2	0,2	10,1	0,3	5,6	13,9	18,1	17,9	28,1	29,2	9,7	5,3
apr.	4,8	0,2	9,1	2,2	6,4	15,4	18,3	17,6	33,8	27,0	7,6	5,6

Fl6 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)

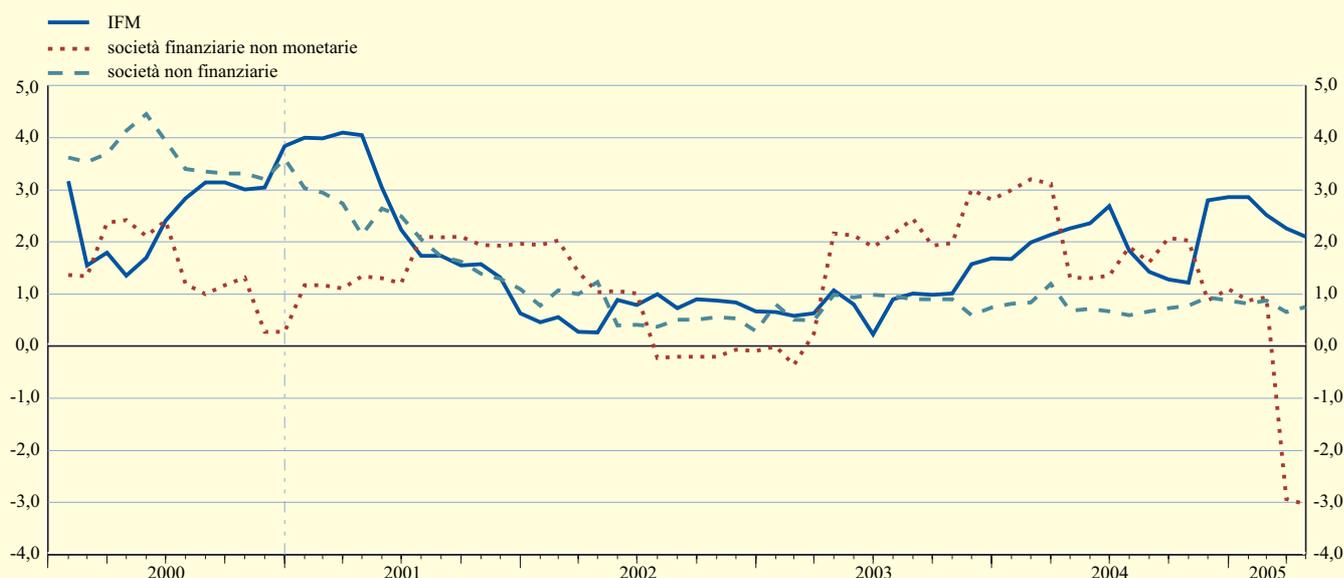
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	1,4	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	0,9	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.	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,9	3.063,3	0,8
feb.	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3.141,5	0,9
mar.	4.242,4	102,3	0,5	677,7	2,3	421,8	-2,9	3.142,9	0,7
apr.	4.094,1	102,5	0,6	655,5	2,1	400,6	-3,0	3.038,1	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⁾

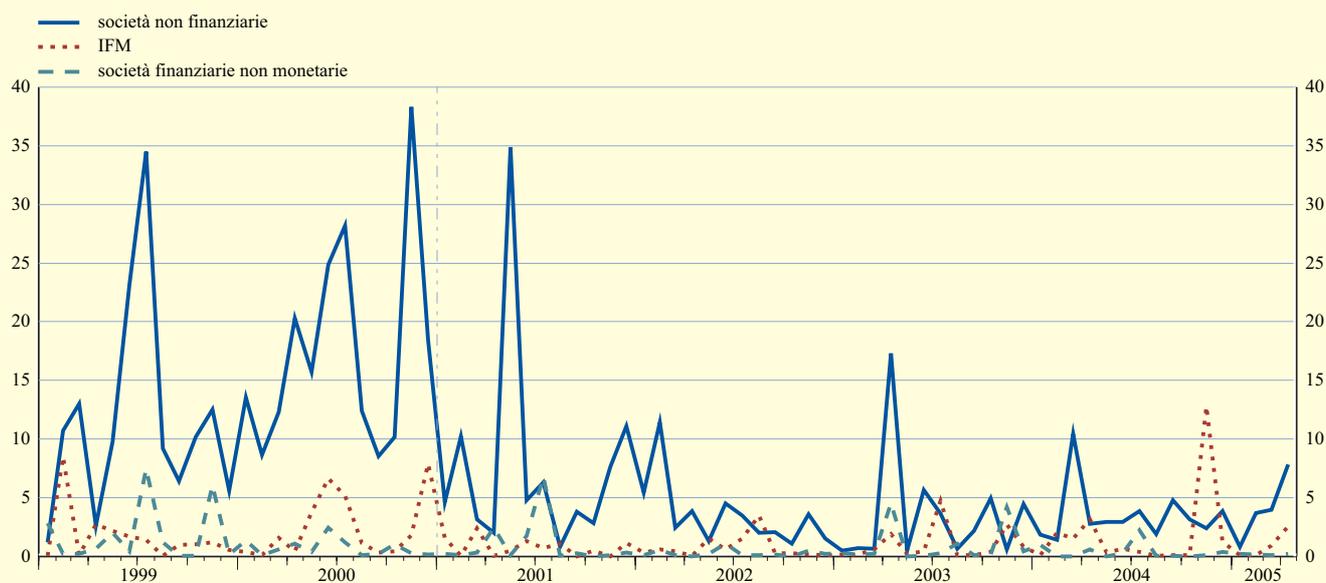
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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.	6,5	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	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.	5,5	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	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.	3,9	0,6	3,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	0,5	3,2
mar.	5,0	18,5	-13,5	0,9	0,9	0,0	0,1	16,8	-16,7	3,9	0,8	3,1
apr.	10,6	2,4	8,2	2,5	0,0	2,5	0,2	0,1	0,1	7,8	2,3	5,6

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					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2004 mag.	0,71	1,86	2,15	2,43	1,94	2,56	0,86	1,96	2,07	3,74	1,95		
giu.	0,70	1,87	2,21	2,42	1,96	2,55	0,87	1,99	2,32	3,76	1,97		
lug.	0,70	1,90	2,21	2,54	1,94	2,55	0,86	1,99	2,60	4,00	1,98		
ago.	0,72	1,91	2,18	2,67	1,95	2,53	0,87	1,98	2,37	3,99	1,98		
set.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,32	3,68	1,99		
ott.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,34	3,56	2,00		
nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,23	3,39	2,02		
dic.	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,70	3,51	2,02		
2005 gen.	0,73	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,26	2,05		
feb.	0,74	1,95	2,19	2,32	1,97	2,49	0,92	2,03	2,25	3,47	2,03		
mar.	0,74	1,93	2,16	2,40	1,97	2,47	0,94	1,99	2,35	3,15	1,99		
apr.	0,74	1,94	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,90	2,00		

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					oltre 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 mag.	9,81	6,72	6,73	8,28	7,83	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
giu.	9,79	6,59	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	6,64	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	7,08	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	6,92	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	6,80	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	6,89	6,84	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
dic.	9,53	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	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	3,99	4,73	4,49
mar.	9,62	6,62	6,72	8,12	7,83	3,40	3,89	4,35	4,27	3,97	3,84	4,60	4,57
apr.	9,63	6,60	6,65	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,29	3,95	3,97	4,71	4,62

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6	7
2004 mag.	5,41	4,00	4,62	4,59	3,00	3,31	4,21
giu.	5,40	3,97	4,81	4,71	2,99	3,29	4,08
lug.	5,42	4,02	4,85	4,65	3,02	3,29	4,27
ago.	5,44	4,06	4,89	4,73	2,98	3,12	4,30
set.	5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,41	4,46
ott.	5,39	4,02	4,87	4,64	2,99	3,30	4,27
nov.	5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,41	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	4,76	4,36	3,02	3,34	3,82
mar.	5,28	3,88	4,51	4,32	3,03	3,48	4,11
apr.	5,22	3,87	4,51	4,34	3,00	3,54	4,02

Fonte: BCE.

- Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 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.
- 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)

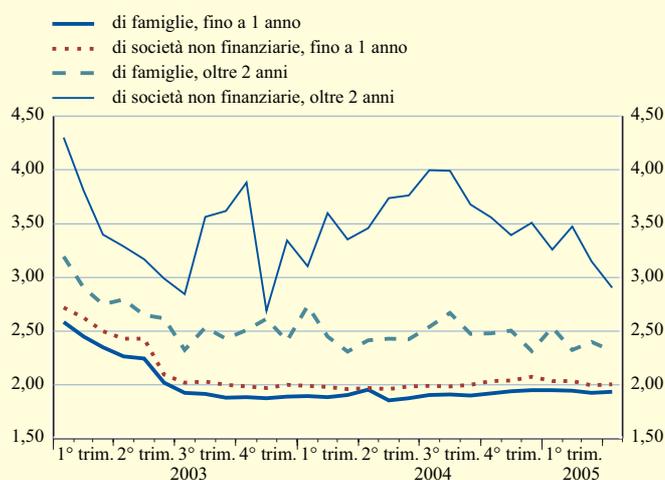
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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	3,77	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	3,65	2,00
mar.	0,74	1,91	3,22	1,97	2,47	0,94	2,09	3,71	1,99
apr.	0,74	1,92	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99

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 mag.	4,87	4,73	4,99	8,22	7,14	5,83	4,41	3,99	4,54
giu.	4,83	4,72	4,97	8,14	7,15	5,90	4,43	4,00	4,54
lug.	4,84	4,64	4,94	8,16	7,10	5,85	4,43	4,00	4,52
ago.	4,81	4,61	4,91	8,17	7,06	5,86	4,42	3,97	4,51
set.	4,82	4,58	4,90	8,06	7,13	5,85	4,45	3,99	4,52
ott.	4,69	4,54	4,88	8,05	7,07	5,80	4,41	3,97	4,48
nov.	4,67	4,52	4,86	7,94	6,98	5,82	4,40	3,96	4,48
dic.	4,72	4,50	4,83	7,95	7,01	5,80	4,34	3,97	4,44
2005 gen.	4,69	4,45	4,79	8,07	6,96	5,77	4,42	3,90	4,41
feb.	4,65	4,45	4,76	8,08	7,03	5,76	4,40	3,92	4,46
mar.	4,74	4,41	4,78	8,09	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40
apr.	4,70	4,36	4,74	8,03	6,94	5,76	4,34	3,87	4,37

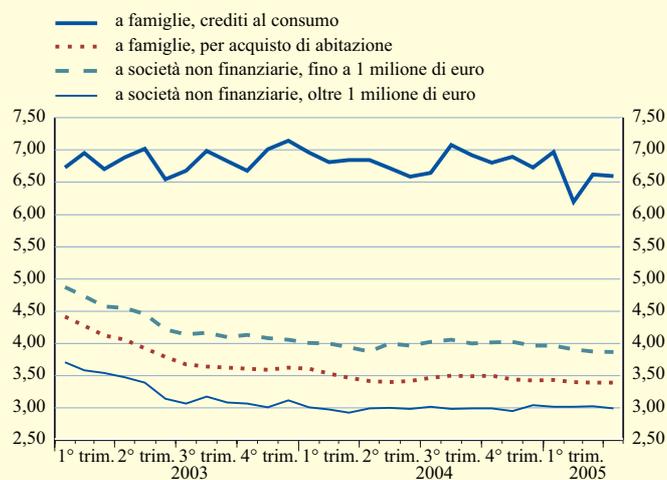
F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

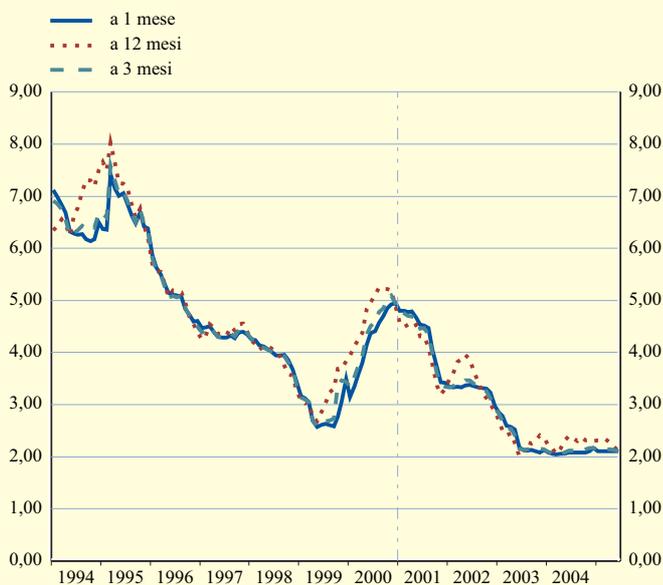
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 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
2° trim.	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
2004 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
mag.	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05
giu.	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05

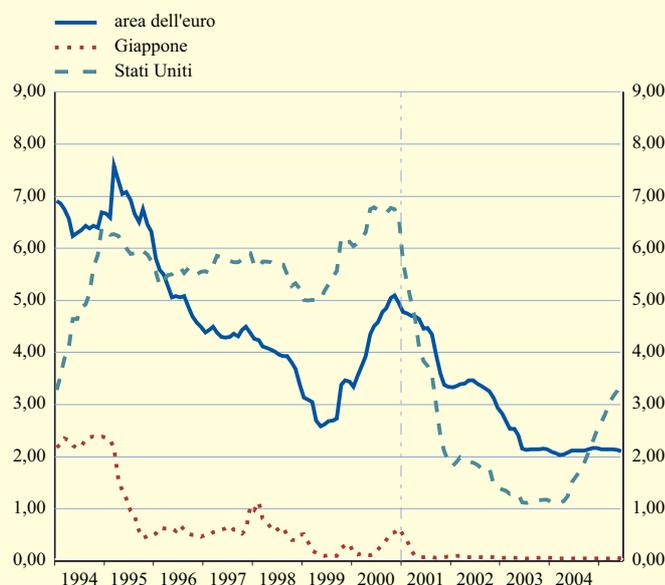
F21 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

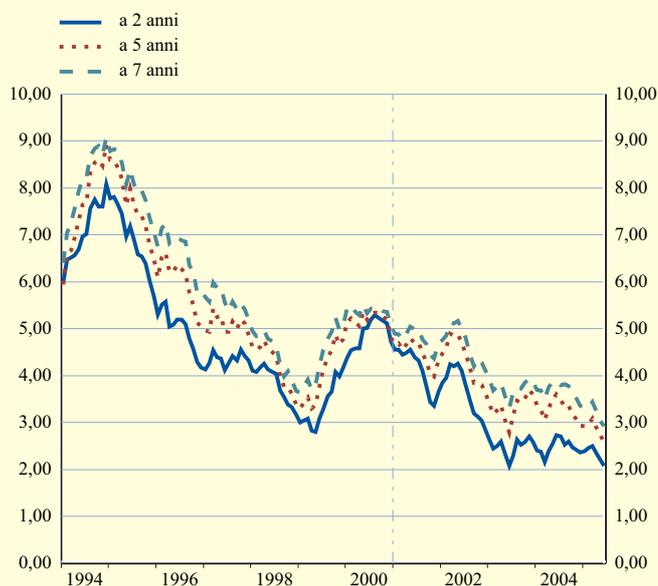
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	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 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
2° trim.	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
2004 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
mag.	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27
giu.	2,07	2,25	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24

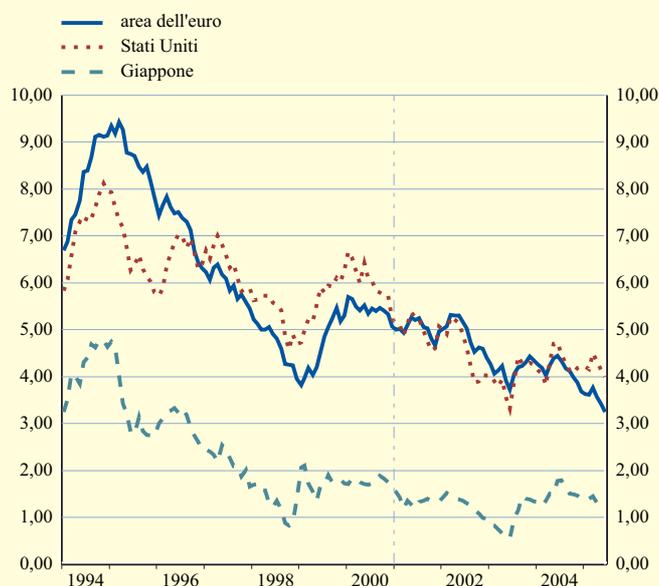
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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)



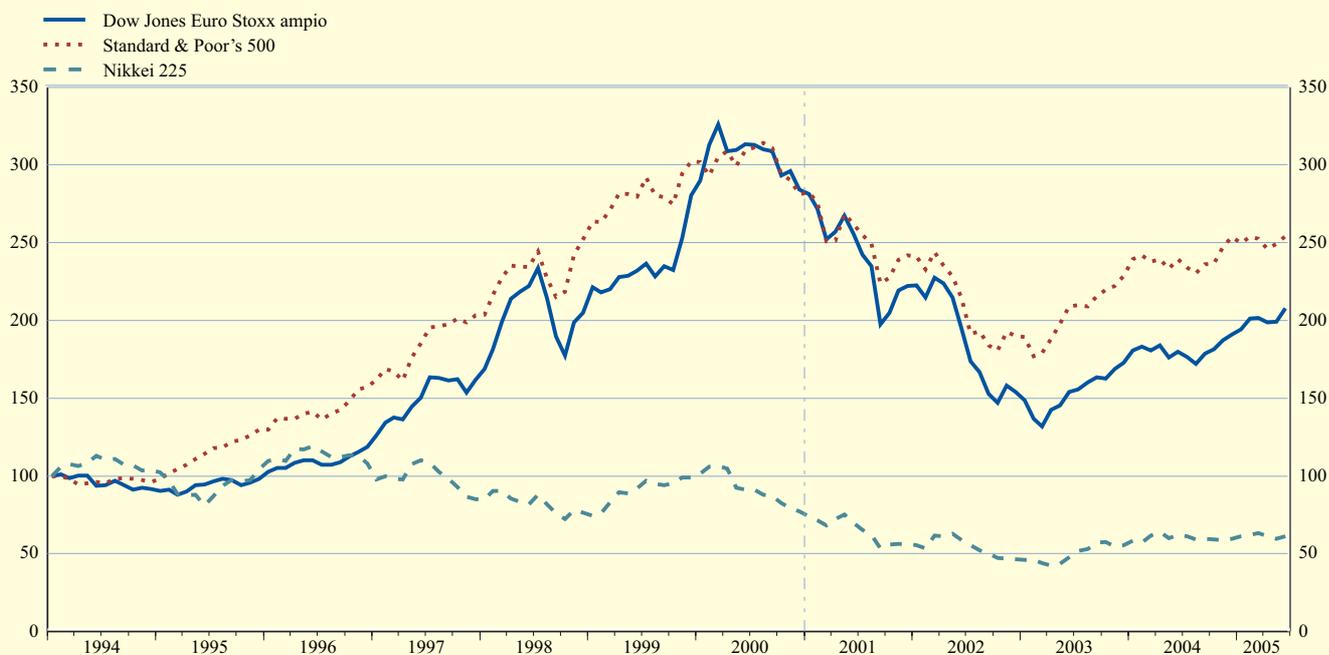
Fonte: BCE.

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 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
2° trim.	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
2004 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	11.390,7
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	11.401,1
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	11.812,4
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
mag.	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4
giu.	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,7

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



Fonte: BCE.

5

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici									
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	83,8	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	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 1° trim.	114,4	1,7	2,0	1,1	2,6	0,6	1,0	-0,6	0,3	1,2	0,7
2° trim.	115,8	2,3	2,1	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,1	0,2	3,3	0,6
3° trim.	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,1	1,9	0,7
4° trim.	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,3	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 1° trim.	116,7	2,0	1,6	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2005 gen.	116,2	1,9	1,7	1,6	2,4	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,3	0,1
feb.	116,6	2,1	1,6	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,7	-0,1	1,4	0,2
mar.	117,4	2,1	1,6	1,9	2,5	0,4	0,1	0,5	0,1	2,4	0,3
apr.	117,9	2,1	1,4	2,0	2,1	0,2	0,2	-0,4	0,0	2,3	-0,1
mag.	118,1	1,9	1,6	1,6	2,5	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,6	0,5
giu. 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⁾	41,0	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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
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	0,3	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,5	3,4
apr.	1,3	1,6	0,8	2,4	0,3	10,2	2,6	2,1	2,3	-1,7	1,9	3,5
mag.	1,3	1,5	1,0	1,7	0,3	6,9	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,8	3,5
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
Totale	Durevoli	Non durevoli													
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			Totale	Totale al netto dell'energia	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	6,0	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,2	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,7	7,2	18,4	10,8	30,5
2004 2° trim.	105,3	2,0	2,5	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,7	3,7	2,1	6,8 ⁶⁾	28,8	20,9	29,3
3° trim.	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	2,8	-	26,9	11,9	33,3
4° trim.	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,7	7,4 ⁶⁾	22,9	1,3	34,5
2005 1° trim.	108,2	4,1	3,8	2,8	5,0	1,6	1,2	1,4	1,1	10,1	.	-	22,9	1,9	36,6
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	22,4	2,2	42,2
2005 gen.	107,7	3,9	3,7	3,0	5,5	1,6	1,3	1,3	1,3	8,4	-	-	20,7	3,1	33,6
feb.	108,1	4,2	3,9	2,9	5,2	1,7	1,3	1,5	1,3	10,0	-	-	23,7	3,1	35,2
mar.	108,9	4,2	3,9	2,5	4,5	1,7	0,9	1,4	0,8	11,8	-	-	24,1	-0,4	40,4
apr.	109,4	4,3	3,5	2,1	3,6	1,5	0,8	1,4	0,7	13,2	-	-	22,2	-1,9	41,4
mag.	109,2	3,5	2,6	1,9	3,0	1,5	0,9	1,4	0,8	9,7	-	-	13,2	1,2	39,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	31,9	7,6	45,7

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	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	
2001	103,9	3,9	4,1	3,3	3,8	4,2	4,0	2,6
2002	107,7	3,7	3,5	4,3	3,3	4,4	3,9	2,7
2003	110,8	2,8	2,7	3,4	2,8	3,3	2,8	2,4
2004	113,7	2,6	2,5	3,0	2,8	2,7	2,4	2,2
2004 1° trim.	112,6	3,1	3,1	3,0	3,6	3,3	2,7	2,3
2° trim.	113,3	2,5	2,4	2,6	2,5	2,4	2,4	2,2
3° trim.	114,0	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	2,3	2,0
4° trim.	114,9	2,5	2,2	3,4	2,9	2,5	2,1	2,1
2005 1° trim.	115,8	3,1	2,8	4,3	3,5	1,3	2,9	2,2

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 13 e 14), Thomson Financial Datastream (colonna 15), 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 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 1) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
- 2) Indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, sulla base di fonti non armonizzate.
- 3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
- 4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 5) Nel 2000.
- 6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.
- 7) 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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾								
2001	102,3	2,3	1,9	1,3	2,8	1,6	3,1	2,6
2002	104,7	2,3	1,2	1,2	3,4	1,9	3,3	2,6
2003	106,6	1,8	4,6	1,3	3,3	2,1	1,3	2,1
2004	107,6	0,9	-6,5	-0,9	2,7	0,9	1,2	2,7
2003 4° trim.	106,8	1,4	0,8	0,6	3,0	2,8	1,2	1,1
2004 1° trim.	107,2	1,2	-6,7	0,3	1,5	1,4	1,1	2,8
2° trim.	107,6	0,8	-9,2	-2,2	1,0	0,2	0,7	3,6
3° trim.	107,6	0,6	-5,3	-1,9	4,6	1,2	1,9	1,6
4° trim.	108,0	1,2	-4,7	0,2	3,5	0,6	1,1	2,6
Redditi per occupato								
2001	102,7	2,7	1,3	2,7	3,4	2,5	1,9	3,0
2002	105,3	2,6	2,7	2,7	3,2	2,5	2,2	2,8
2003	107,7	2,3	2,6	2,8	3,7	2,3	1,6	2,1
2004	110,0	2,1	-0,3	2,4	2,9	1,8	1,1	2,9
2003 4° trim.	108,4	2,1	1,2	2,8	3,7	2,0	1,5	2,0
2004 1° trim.	109,4	2,4	-2,6	3,4	3,3	1,8	0,9	3,2
2° trim.	110,0	2,4	-1,3	2,5	2,4	1,6	1,0	4,1
3° trim.	110,1	1,8	2,4	1,8	3,1	2,0	1,6	1,7
4° trim.	110,4	1,8	0,5	1,8	2,6	1,8	0,8	2,5
Produttività del lavoro ²⁾								
2001	100,3	0,3	-0,5	1,3	0,5	0,9	-1,2	0,4
2002	100,6	0,2	1,5	1,5	-0,3	0,6	-1,1	0,2
2003	101,0	0,4	-1,9	1,5	0,3	0,2	0,3	0,0
2004	102,2	1,2	6,6	3,3	0,2	0,9	-0,1	0,2
2004 1° trim.	102,1	1,2	4,4	3,0	1,8	0,4	-0,1	0,4
2° trim.	102,2	1,6	8,7	4,7	1,4	1,4	0,3	0,5
3° trim.	102,3	1,2	8,1	3,9	-1,4	0,7	-0,2	0,1
4° trim.	102,2	0,6	5,4	1,6	-0,9	1,1	-0,3	-0,2
2005 1° trim.	102,5	0,4	0,7	2,0	-3,6	1,4	-0,7	-0,4

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,3	2,4	2,6	1,8	1,1	0,6
2002	105,0	2,5	2,2	2,1	2,6	1,8	-0,6	-1,8
2003	107,1	2,0	1,7	1,8	2,6	1,3	-0,8	-1,6
2004	109,1	1,8	2,0	2,1	0,7	2,7	1,3	1,5
2004 1° trim.	108,3	1,9	1,4	1,7	1,1	1,9	-0,6	-2,5
2° trim.	109,0	2,1	2,1	2,3	1,1	2,6	1,4	1,4
3° trim.	109,3	1,6	2,0	2,2	-0,5	3,1	2,1	3,3
4° trim.	109,7	1,8	2,3	2,2	1,0	3,2	2,3	4,0
2005 1° trim.	110,4	1,9	2,4	1,9	1,5	3,2	2,0	3,3

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	6.898,4	6.795,9	3.970,4	1.373,8	1.450,3	1,5	102,5	2.560,0	2.457,5
2002	7.139,2	6.965,6	4.088,3	1.445,8	1.442,3	-10,8	173,6	2.597,3	2.423,7
2003	7.334,0	7.187,9	4.207,5	1.501,8	1.466,6	12,0	146,2	2.591,5	2.445,3
2004	7.598,1	7.450,5	4.347,8	1.551,2	1.527,8	23,6	147,6	2.774,6	2.627,0
2004 1° trim.	1.876,3	1.830,0	1.073,3	382,8	372,9	1,0	46,3	667,5	621,2
2° trim.	1.897,1	1.853,6	1.081,6	388,6	380,2	3,2	43,5	693,0	649,5
3° trim.	1.907,7	1.875,7	1.090,9	389,2	385,0	10,6	32,0	704,9	673,0
4° trim.	1.916,9	1.891,1	1.102,0	390,6	389,7	8,8	25,8	709,1	683,2
2005 1° trim.	1.938,2	1.901,9	1.108,0	394,7	388,4	10,8	36,3	709,3	672,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	98,1	57,2	20,4	20,1	0,3	1,9	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2004 1° trim.	0,7	0,2	0,5	0,3	-0,5	-	-	1,5	0,3
2° trim.	0,4	0,3	0,1	0,7	0,4	-	-	2,7	2,7
3° trim.	0,3	0,8	0,3	0,9	0,5	-	-	1,0	2,4
4° trim.	0,2	0,4	0,6	0,2	0,8	-	-	0,3	0,9
2005 1° trim.	0,5	0,0	0,3	-0,2	-0,7	-	-	0,2	-1,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,7	1,0	1,9	2,2	0,1	-	-	3,6	1,9
2002	0,9	0,3	0,9	2,6	-2,4	-	-	2,1	0,5
2003	0,7	1,4	1,1	1,3	0,4	-	-	0,6	2,5
2004	2,0	2,0	1,3	1,4	1,9	-	-	6,1	6,3
2004 1° trim.	1,5	1,3	1,2	2,7	1,0	-	-	3,3	2,7
2° trim.	2,1	1,4	1,1	2,7	1,6	-	-	7,8	6,3
3° trim.	1,8	2,3	1,0	2,9	1,8	-	-	6,2	7,8
4° trim.	1,5	1,7	1,6	2,1	1,2	-	-	5,5	6,4
2005 1° trim.	1,3	1,5	1,3	1,6	1,0	-	-	4,2	4,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,7	1,0	1,1	0,4	0,0	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,5	0,5	-0,5	-0,2	0,6	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,1	0,4	-0,7	-	-
2004	2,0	1,9	0,8	0,3	0,4	0,5	0,1	-	-
2004 1° trim.	1,5	1,2	0,7	0,5	0,2	-0,2	0,3	-	-
2° trim.	2,1	1,4	0,6	0,5	0,3	-0,2	0,7	-	-
3° trim.	1,8	2,2	0,6	0,6	0,4	0,7	-0,4	-	-
4° trim.	1,5	1,7	0,9	0,4	0,3	0,1	-0,2	-	-
2005 1° trim.	1,3	1,5	0,7	0,3	0,2	0,2	-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) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2001	6.366,1	159,7	1.383,4	360,5	1.341,7	1.718,9	1.401,8	184,8	717,1
2002	6.595,5	155,0	1.398,5	373,9	1.392,3	1.803,4	1.472,4	197,0	740,8
2003	6.776,8	155,1	1.411,0	389,2	1.423,8	1.867,9	1.529,7	208,6	765,8
2004	7.009,7	157,1	1.453,0	411,6	1.465,2	1.951,4	1.571,4	213,4	801,8
2004 1° trim.	1.731,1	39,2	358,7	100,4	361,6	480,4	390,7	53,6	198,8
2° trim.	1.754,1	39,5	364,6	102,5	366,3	486,9	394,3	54,8	197,8
3° trim.	1.758,3	38,8	365,2	103,2	368,5	490,8	391,7	52,1	201,6
4° trim.	1.766,2	39,5	364,4	105,5	368,8	493,3	394,7	52,9	203,6
2005 1° trim.	1.783,8	39,6	369,4	105,6	374,4	496,0	398,9	53,3	207,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2004	100,0	2,2	20,7	5,9	20,9	27,8	22,4	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2004 1° trim.	0,7	2,9	0,5	0,5	1,0	1,0	-0,2	2,8	1,4
2° trim.	0,8	2,4	1,0	0,6	0,9	0,9	0,3	2,3	-2,8
3° trim.	-0,1	-0,9	-0,2	-1,1	0,1	0,1	0,1	-6,2	1,2
4° trim.	0,1	1,2	-0,5	0,4	0,0	0,2	0,6	2,2	1,1
2005 1° trim.	0,4	-1,9	0,7	-2,2	1,4	0,5	-0,1	0,2	1,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	2,0	-1,3	1,3	0,9	2,5	2,8	1,8	5,5	0,9
2002	1,0	-0,2	-0,2	-0,4	1,2	1,4	2,2	2,6	0,5
2003	0,7	-3,9	-0,1	0,5	0,5	1,7	1,3	3,3	1,0
2004	2,1	6,1	2,4	1,4	2,0	2,1	1,6	2,9	1,3
2004 1° trim.	1,4	3,0	0,8	1,7	1,2	2,1	1,2	4,6	3,7
2° trim.	2,5	7,6	3,0	1,7	2,2	2,9	1,2	7,4	0,1
3° trim.	1,8	7,8	2,1	0,4	1,6	2,2	0,9	-0,7	1,2
4° trim.	1,6	5,7	0,8	0,4	2,1	2,2	0,8	0,7	0,8
2005 1° trim.	1,3	0,7	1,0	-2,3	2,5	1,7	0,9	-1,8	0,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	2,0	0,0	0,3	0,1	0,5	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,5	-	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,3	-	-
2004	2,1	0,1	0,5	0,1	0,4	0,6	0,3	-	-
2004 1° trim.	1,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	0,3	-	-
2° trim.	2,5	0,2	0,7	0,1	0,5	0,8	0,3	-	-
3° trim.	1,8	0,2	0,5	0,0	0,3	0,6	0,2	-	-
4° trim.	1,6	0,1	0,2	0,0	0,4	0,6	0,2	-	-
2005 1° trim.	1,3	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,5	0,2	-	-

Fonte: Eurostat.

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

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale ¹⁾	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo						
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,8	
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,3	3,0	0,0	
2004	2,2	102,2	1,9	2,0	1,9	1,8	2,9	0,5	-0,1	0,7	2,5	0,1	
2004 2° trim.	3,2	102,3	3,0	3,2	3,1	2,6	4,7	1,5	2,9	1,3	2,7	-0,2	
3° trim.	2,9	102,6	2,8	3,0	2,8	2,8	5,0	0,4	-0,6	0,5	2,5	-0,2	
4° trim.	1,2	102,4	1,1	0,7	0,5	1,1	1,6	-0,2	-3,6	0,4	2,7	-0,3	
2005 1° trim.	0,0	102,5	1,0	0,7	0,5	0,9	1,9	0,2	-3,6	0,8	1,4	-3,6	
2004 nov.	-0,1	102,2	0,8	0,2	0,0	0,8	0,7	-0,6	-4,2	0,0	3,9	0,2	
dic.	2,4	102,5	1,2	0,8	0,5	1,1	-0,5	1,0	-4,0	1,9	4,7	-0,5	
2005 gen.	3,2	103,0	2,4	3,0	2,9	3,2	2,9	2,4	-2,7	3,3	0,0	2,2	
feb.	-0,8	102,3	0,5	0,1	-0,2	0,2	1,3	-0,6	-3,8	0,0	2,1	-3,8	
mar.	-2,0	102,2	0,1	-0,6	-0,8	-0,5	1,6	-1,2	-4,0	-0,7	2,0	-8,7	
apr.	.	102,8	1,0	1,9	1,6	0,3	2,8	0,7	-1,0	1,0	-0,4	.	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 nov.	-0,7	-	-0,3	-0,5	-0,5	0,0	-1,8	-0,2	-1,1	0,0	0,5	0,6	
dic.	1,2	-	0,4	0,6	0,4	0,4	-0,4	1,1	0,0	1,2	1,2	0,7	
2005 gen.	0,4	-	0,5	0,9	1,1	0,9	1,2	0,6	0,7	0,6	-2,5	1,2	
feb.	-1,7	-	-0,7	-1,3	-1,4	-1,5	-0,6	-1,4	-0,2	-1,6	3,8	-3,6	
mar.	-0,9	-	-0,1	-0,3	-0,3	-0,9	1,1	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	-4,9	
apr.	.	-	0,6	1,8	1,7	1,1	0,0	1,1	1,9	1,0	-5,3	.	

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	13	
2002	98,3	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,1	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,0	8,2	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,8	0,4	2,4	922	1,1
2004 2° trim.	107,4	11,7	105,9	6,3	1,6	103,0	0,6	0,2	0,9	0,4	2,9	930	3,1
3° trim.	105,2	7,2	106,5	5,7	1,5	102,9	0,7	0,4	0,9	1,3	2,1	904	-3,4
4° trim.	110,1	10,0	107,1	5,1	1,8	103,2	1,1	1,2	0,8	0,8	2,0	941	3,6
2005 1° trim.	106,4	3,0	106,9	2,6	1,9	103,9	1,1	1,1	1,0	0,6	0,7	918	0,4
2004 dic.	116,5	17,1	108,5	5,7	2,1	103,2	1,4	1,4	1,2	1,1	2,6	924	1,9
2005 gen.	108,2	6,7	106,4	5,4	1,7	104,1	1,0	1,1	0,8	-1,1	0,5	920	1,5
feb.	105,7	3,3	106,9	3,3	2,2	103,8	1,4	1,7	1,0	-0,6	0,7	906	-2,3
mar.	105,4	-0,4	107,4	-0,2	1,9	103,9	1,4	1,4	1,5	3,6	0,6	928	1,7
apr.	107,2	1,6	111,0	4,2	0,8	102,7	-1,0	-2,0	-0,4	0,7	-0,2	935	1,0
mag.	.	.	.	.	2,7	103,9	2,1	2,4	1,6	.	.	900	-4,2
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 dic.	-	8,1	-	0,2	-0,1	-	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	0,6	-	-2,9
2005 gen.	-	-7,1	-	-2,0	0,7	-	0,9	0,7	0,7	1,2	0,2	-	-0,5
feb.	-	-2,3	-	0,5	-0,2	-	-0,4	-0,2	-0,3	-1,1	-0,4	-	-1,5
mar.	-	-0,3	-	0,4	0,0	-	0,1	-0,1	0,4	1,6	0,3	-	2,4
apr.	-	1,7	-	3,4	-0,2	-	-1,1	-1,8	-0,7	0,7	-0,1	-	0,8
mag.	-	.	-	.	0,7	-	1,1	2,2	0,5	.	.	-	-3,8

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 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 percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-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 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
2° trim.	96,3	-10	-20	13	4	.	-14	-3	-16	31	-7
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	4	80,9	-13	-3	-14	29	-8
mag.	96,1	-11	-21	14	3	-	-15	-4	-17	31	-7
giu.	96,3	-10	-21	13	4	-	-15	-4	-17	33	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale 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 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
2° trim.	-14	-20	-7	-8	-13	13	1	9	1	8	17
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	-21	-7	-8	-12	14	1	8	1	6	18
mag.	-13	-19	-8	-8	-13	11	1	10	1	11	16
giu.	-14	-20	-8	-9	-16	14	2	9	1	8	17

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

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

5.3 Mercato del lavoro 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	84,4	15,6	4,5	18,2	7,3	24,9	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,496	1,5	1,7	0,3	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,455	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,813	0,3	0,3	0,3	-1,8	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,571	0,6	0,4	1,3	-0,3	-1,6	0,9	0,8	2,5	0,8
2004 1° trim.	135,953	0,3	0,2	0,7	-1,3	-2,2	-0,2	0,8	2,5	0,8
2° trim.	136,305	0,5	0,4	1,2	-0,8	-1,7	0,6	0,9	2,7	0,7
3° trim.	136,609	0,6	0,3	1,7	0,2	-1,8	1,8	0,7	2,3	0,8
4° trim.	136,937	0,9	0,7	1,6	0,5	-0,8	1,5	1,0	2,4	1,0
2005 1° trim.	137,228	1,0	0,9	1,4	0,4	-0,9	2,2	0,9	2,5	1,3
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2004 1° trim.	0,176	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,7	-0,1	0,1	1,1	0,3
2° trim.	0,352	0,3	0,2	0,8	0,0	0,1	0,7	0,3	0,4	0,2
3° trim.	0,304	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,1
4° trim.	0,328	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	-0,4	0,2	0,5	0,3
2005 1° trim.	0,291	0,2	0,4	-0,8	-0,5	-0,8	0,1	0,2	0,9	0,6

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		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,018	7,9	8,092	6,6	2,925	16,1	5,037	6,3	5,981	9,9
2002	11,737	8,3	8,721	7,0	3,017	16,8	5,509	6,9	6,228	10,1
2003	12,515	8,7	9,397	7,5	3,117	17,6	5,963	7,4	6,552	10,5
2004	12,849	8,9	9,714	7,6	3,135	18,0	6,153	7,6	6,696	10,5
2004 1° trim.	12,829	8,9	9,644	7,6	3,186	18,1	6,131	7,5	6,698	10,6
2° trim.	12,869	8,9	9,683	7,6	3,186	18,2	6,140	7,5	6,728	10,6
3° trim.	12,860	8,9	9,745	7,6	3,114	17,9	6,123	7,5	6,736	10,6
4° trim.	12,840	8,8	9,749	7,6	3,091	17,9	6,245	7,6	6,595	10,3
2005 1° trim.	12,893	8,8	9,554	7,4	3,339	19,0	6,209	7,6	6,684	10,4
2004 dic.	12,789	8,8	9,637	7,5	3,152	18,2	6,127	7,5	6,661	10,4
2005 gen.	12,840	8,8	9,528	7,4	3,312	18,8	6,233	7,6	6,607	10,3
feb.	12,898	8,8	9,600	7,5	3,298	18,8	6,145	7,5	6,753	10,5
mar.	12,939	8,9	9,533	7,4	3,406	19,3	6,248	7,6	6,691	10,5
apr.	12,986	8,9	9,633	7,5	3,353	19,0	6,267	7,6	6,719	10,5
mag.	12,779	8,8	9,686	7,5	3,093	17,8	6,221	7,6	6,558	10,3

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	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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	47,2	46,9	12,9	9,9	2,7	14,1	0,6	16,0	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2001	46,4	46,2	12,5	9,7	2,5	13,7	0,6	15,9	8,3	4,7	2,2	0,3	0,3	42,4
2002	45,8	45,5	12,0	9,5	2,2	13,7	0,4	15,8	8,3	4,7	2,2	0,3	0,3	41,9
2003	45,9	45,2	11,7	9,3	2,1	13,7	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,7	0,6	41,9
2004	45,4	44,9	11,6	9,0	2,3	13,8	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,5	0,4	41,6

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	49,3	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	48,1	44,3	10,5	4,8	4,0	25,0	22,0	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,1	44,1
2001	48,2	44,2	10,4	4,8	3,9	25,1	22,1	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,3
2002	48,3	44,4	10,6	4,9	3,6	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
2003	48,8	44,8	10,6	4,9	3,4	25,8	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,3
2004	48,2	44,2	10,5	4,9	3,3	25,5	22,8	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,9

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-0,9	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,0	19,8	10,5	4,8	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,1	20,0	10,4	4,8	5,1	1,8	2,2	8,2	11,7
2002	-2,5	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,1	20,3	10,6	4,9	5,2	1,8	2,2	8,3	12,0
2003	-2,8	-2,3	-0,4	-0,1	0,0	0,6	20,6	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,4	12,2
2004	-2,7	-2,4	-0,4	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	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	-3,2	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,6	-4,1	-0,3	-3,1	-0,4	-2,7	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-3,2	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,6	-6,1	-0,3	-3,6	1,3	-3,2	-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	70,0	2,7	13,1	3,7	50,5	44,8	23,3	10,3	11,2	25,2
2001	68,9	2,7	12,4	3,9	49,9	42,8	21,9	9,7	11,2	26,2
2002	68,8	2,7	11,8	4,6	49,8	40,2	20,4	8,6	11,2	28,6
2003	70,1	2,0	12,4	4,9	50,9	39,7	20,9	9,3	9,6	30,4
2004	70,6	2,1	11,9	4,8	51,7	39,2	20,1	9,6	9,5	31,4

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
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	70,0	58,8	6,0	5,0	0,3	8,1	61,9	3,4	15,0	28,5	26,5	68,3	1,8
2001	68,9	57,6	6,2	4,8	0,3	8,6	60,3	2,1	15,6	26,6	26,7	67,4	1,5
2002	68,8	57,3	6,4	4,8	0,3	8,9	60,0	1,9	16,5	25,4	27,0	67,5	1,3
2003	70,1	57,7	6,7	5,2	0,6	8,9	61,2	1,8	15,3	26,5	28,3	69,1	1,0
2004	70,6	58,1	6,8	5,2	0,4	9,8	60,8	0,8	15,5	27,1	28,0	69,6	1,0

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	58,3	114,8	55,6	56,2	35,8	110,9	7,2	52,9	67,1	55,9	43,8
2002	105,4	59,7	112,2	52,7	58,2	32,6	108,3	7,5	52,6	66,7	58,5	42,5
2003	100,0	63,1	109,3	49,0	62,8	32,0	106,8	7,1	54,3	65,4	60,1	45,3
2004	95,6	65,1	110,5	46,6	64,6	29,9	106,6	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			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	3,0	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	0,9	0,0	0,7	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	Effetti di cambio	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	3,0	-2,8	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2
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.	44,2	43,6	10,8	13,4	16,0	2,0	0,7	0,6	0,2	40,4
2° trim.	48,2	47,7	13,5	13,6	16,2	2,1	1,4	0,6	0,3	43,6
3° trim.	45,3	44,8	11,9	13,1	16,1	2,0	0,8	0,5	0,3	41,4
4° trim.	51,4	50,7	14,4	14,7	16,9	2,9	0,9	0,7	0,3	46,3
2000 1° trim.	44,1	43,4	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,3
2° trim.	48,2	47,6	14,0	13,5	15,9	2,1	1,2	0,6	0,3	43,7
3° trim.	44,9	44,4	12,1	12,8	15,9	2,0	0,8	0,5	0,2	41,0
4° trim.	50,5	49,9	14,1	14,3	16,8	3,0	0,9	0,6	0,3	45,4
2001 1° trim.	43,0	42,5	10,6	12,9	15,4	1,8	0,9	0,5	0,2	39,2
2° trim.	47,5	47,0	13,6	13,1	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,7
3° trim.	44,3	43,9	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,5	0,3	40,5
4° trim.	49,9	49,4	13,7	14,1	16,5	3,0	1,1	0,6	0,3	44,6
2002 1° trim.	42,6	42,1	10,3	13,0	15,6	1,7	0,8	0,5	0,2	39,1
2° trim.	46,3	45,7	12,7	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,6
3° trim.	44,4	43,9	11,4	13,0	15,7	2,0	0,8	0,5	0,3	40,4
4° trim.	50,0	49,3	13,6	14,4	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,8
2003 1° trim.	42,6	42,1	10,0	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,2	39,1
2° trim.	46,9	45,3	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,4
3° trim.	43,7	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,6	0,3	40,0
4° trim.	50,3	49,1	13,3	14,5	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,7
2004 1° trim.	42,2	41,7	9,8	13,1	15,7	1,6	0,6	0,6	0,3	38,8
2° trim.	45,7	44,7	12,3	13,1	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,7
3° trim.	43,5	43,0	10,9	12,9	15,7	1,9	0,7	0,6	0,3	39,8
4° trim.	50,4	49,4	13,3	14,7	16,6	2,9	0,8	1,0	0,4	45,0
2005 1° trim.	42,7	42,2	10,2	13,3	15,6	1,5	0,6	0,6	0,3	39,3

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

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 1° trim.	47,8	44,5	10,5	4,4	4,5	25,0	21,7	1,3	3,3	2,0	1,4	-3,6	0,9
2° trim.	47,8	44,2	10,6	4,6	4,2	24,8	21,5	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,6
3° trim.	47,8	44,1	10,4	4,6	4,0	25,1	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
4° trim.	51,1	46,3	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,0
2000 1° trim.	46,6	43,2	10,3	4,5	4,1	24,3	21,1	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,5	1,6
2° trim.	47,0	43,5	10,4	4,6	3,9	24,5	21,1	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
3° trim.	43,7	43,3	10,2	4,6	4,0	24,5	21,1	1,5	0,4	2,5	1,1	1,2	5,2
4° trim.	50,2	46,3	11,1	5,3	3,8	26,1	22,2	1,6	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 1° trim.	46,1	42,6	10,2	4,1	4,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,1	0,9
2° trim.	47,0	43,5	10,4	4,7	3,9	24,4	21,0	1,4	3,6	2,4	1,2	0,5	4,4
3° trim.	47,1	43,2	10,1	4,6	3,9	24,6	21,2	1,5	3,8	2,5	1,3	-2,7	1,2
4° trim.	51,8	46,7	11,1	5,6	3,7	26,3	22,4	1,6	5,1	3,2	1,9	-1,9	1,8
2002 1° trim.	46,5	43,0	10,4	4,2	3,8	24,7	21,4	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,9	-0,2
2° trim.	47,4	43,9	10,5	4,9	3,6	24,9	21,4	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,1	2,5
3° trim.	47,7	43,9	10,2	4,7	3,6	25,4	21,7	1,5	3,8	2,5	1,3	-3,3	0,3
4° trim.	51,7	47,1	11,2	5,7	3,4	26,8	22,9	1,6	4,6	2,8	1,7	-1,7	1,7
2003 1° trim.	47,1	43,5	10,4	4,3	3,6	25,2	21,8	1,2	3,6	2,0	1,6	-4,5	-0,9
2° trim.	48,2	44,6	10,6	4,7	3,5	25,8	22,1	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,2
3° trim.	47,9	44,1	10,4	4,8	3,4	25,6	21,9	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,1	-0,8
4° trim.	52,0	47,1	11,2	5,7	3,2	27,0	23,1	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,4
2004 1° trim.	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,3
2° trim.	47,3	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,6
3° trim.	47,0	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	21,9	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
4° trim.	51,8	46,7	11,1	5,7	3,1	26,7	23,1	1,4	5,2	3,1	1,9	-1,4	1,7
2005 1° trim.	46,8	43,3	10,4	4,4	3,3	25,3	21,7	1,0	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,8

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
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
2005 1° trim.	4,9	14,7	2,3	-2,6	-9,4	1,0	6,0	35,4	-25,2	0,2	-9,6	65,3	4,9	-41,4
2004 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.	8,8	6,1	1,2	3,7	-2,2	1,1	9,9	21,9	-4,9	21,7	-0,3	0,3	5,0	-31,8
mar.	3,4	8,4	0,6	-1,6	-4,0	0,7	4,1	-12,3	-9,0	-4,5	-5,5	5,3	1,4	8,2
apr.	-11,6	3,4	1,7	-12,5	-4,2	0,3	-11,3	-12,2	-6,4	-2,8	-1,0	-1,3	-0,8	23,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2005 apr.	24,2	84,2	27,1	-29,0	-58,1	14,4	38,5	57,8	-54,5	60,5	-15,3	57,2	9,9	-96,3

F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

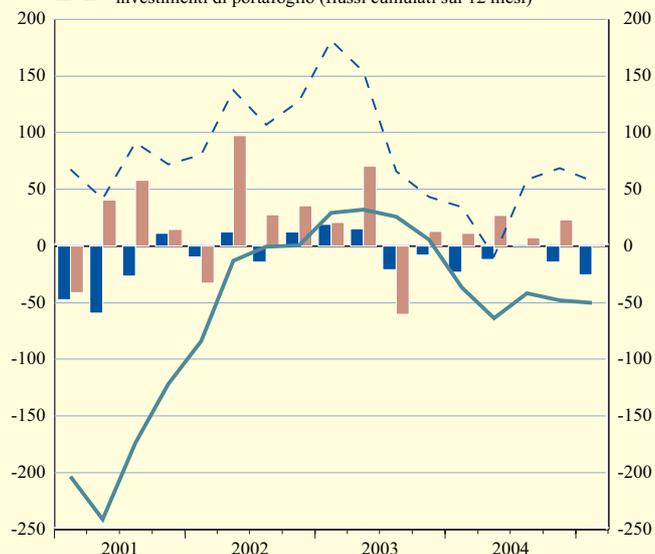
■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



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.

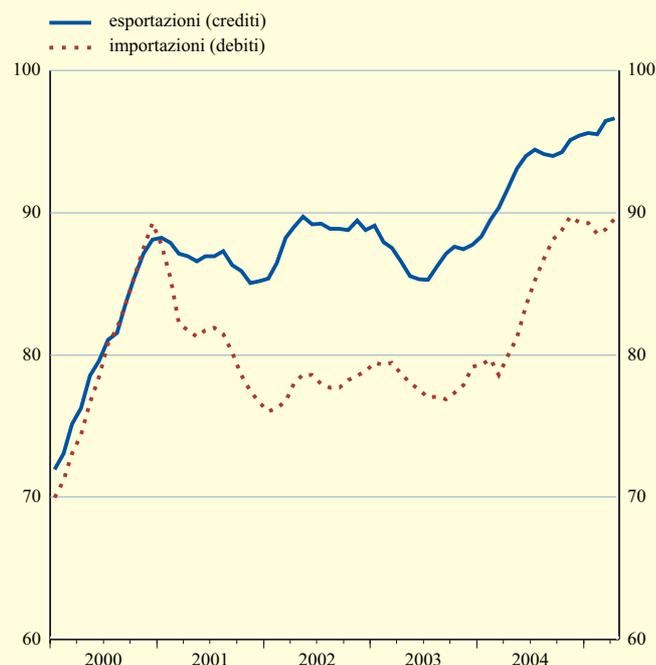
7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
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
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
2005 1° trim.	457,5	452,6	4,9	279,4	264,6	80,1	77,8	66,0	68,6	32,1	41,5	4,3	3,3
2005 feb.	147,2	138,4	8,8	90,8	84,7	25,8	24,6	23,0	19,3	7,7	9,8	1,5	0,4
mar.	160,1	156,7	3,4	101,3	92,9	27,8	27,2	24,1	25,7	6,8	10,9	1,3	0,6
apr.	159,1	170,7	-11,6	98,4	95,0	28,3	26,6	26,8	39,4	5,5	9,7	0,9	0,6
	Dati destagionalizzati												
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	.	.
2005 1° trim.	469,6	462,7	6,9	289,3	266,5	90,1	82,9	69,8	76,7	20,4	36,6	.	.
2004 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.	156,7	150,7	6,0	95,7	88,8	30,2	27,4	23,9	23,7	6,9	10,8	.	.
mar.	157,4	154,6	2,7	97,4	88,3	29,6	28,1	23,7	27,0	6,6	11,3	.	.
apr.	158,2	159,0	-0,8	96,8	91,7	28,2	27,2	25,6	29,5	7,6	10,5	.	.

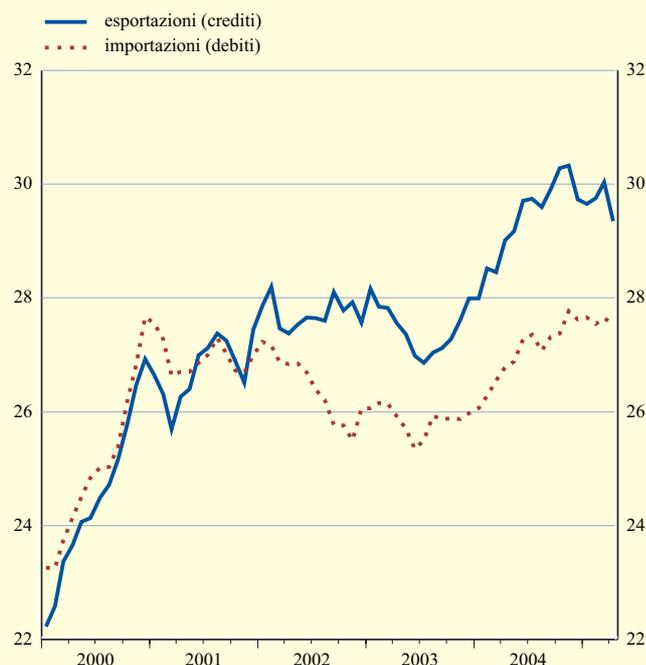
F28 Conto dei beni

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



F29 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

3. Conto dei redditi

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti 13	Debiti 14
					Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12		
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 1	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale 8	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale 2	IFM escluso l'euro-sistema 3	Non IFM 4	Totale 5	IFM escluso l'euro-sistema 6	Non IFM 7		Totale 9	IFM escluso l'euro-sistema 10	Non IFM 11	Totale 12	IFM escluso l'euro-sistema 13	Non IFM 14
	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
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
2005 1° trim.	-32,0	-16,0	-3,2	-12,9	-16,0	0,0	-15,9	6,8	9,9	0,5	9,4	-3,2	0,0	-3,2
2004 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.	-6,5	-3,8	-1,5	-2,3	-2,7	0,0	-2,7	1,7	3,0	0,2	2,9	-1,4	-0,1	-1,3
mar.	-14,3	-5,2	-0,8	-4,5	-9,0	0,0	-9,0	5,3	3,5	0,2	3,4	1,8	0,0	1,7
apr.	-12,3	1,9	-1,3	3,3	-14,2	0,0	-14,2	5,9	7,5	0,3	7,2	-1,6	0,1	-1,7

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
	Attività			Passività	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario						
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Passività	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM
				Amministrazioni pubbliche											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
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
2005 1° trim.	0,0	-25,1	-20,2	.	37,7	-0,6	-34,7	-37,2	.	44,2	0,4	6,2	-5,1	.	34,6
2004 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	-3,1	-	7,9	-0,2	-3,5	-16,4	-	36,7	0,1	17,1	-2,1	-	1,5
mar.	0,0	-1,7	-8,3	-	19,8	0,0	-5,2	-17,9	-	2,0	0,1	-7,8	2,0	-	12,6
apr.	0,0	11,3	-2,8	-	-38,9	-0,9	-8,3	-15,6	-	58,0	-0,3	-12,9	3,2	-	4,7

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
	Banconote, monete e depositi															
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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
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
2005 1° trim.	-163,4	228,7	0,8	4,7	3,0	3,5	0,6	-126,1	199,3	-30,1	11,4	-96,0	187,9	-41,1	-14,1	24,2
2004 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.	-60,6	61,0	0,2	-3,5	-1,5	0,6	-4,2	-58,4	59,9	-10,6	2,7	-47,8	57,2	-1,0	5,0	8,7
mar.	-51,9	57,1	0,0	4,2	5,8	3,9	2,2	-33,8	41,6	-4,4	-7,9	-29,4	49,5	-23,8	-5,7	9,1
apr.	-118,3	117,0	0,1	0,0	-5,7	-5,7	-4,0	-97,7	92,2	-10,4	0,2	-87,3	92,0	-15,1	10,7	28,8

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
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.

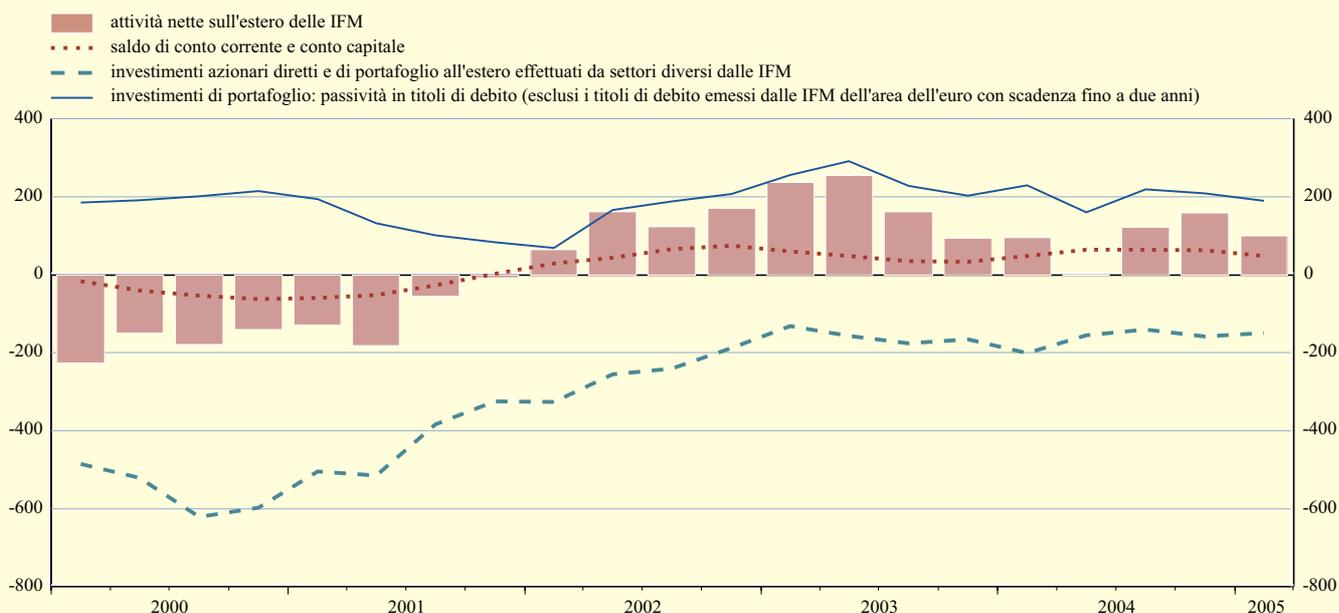
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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	170,8
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,4
2004	62,5	-98,8	68,2	-137,7	111,5	209,3	-30,1	29,2	-2,0	-86,9	125,1	158,3
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	36,2
2° trim.	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,1
3° trim.	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,6
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
2005 1° trim.	6,0	-28,8	6,7	-62,5	30,6	59,3	-38,1	24,8	-9,6	-41,4	-53,1	-22,6
2004 apr.	-1,0	-15,1	13,3	-6,4	-22,7	32,2	-1,3	-6,3	-2,7	16,6	6,8	7,0
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	14,3
lug.	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,6
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	26,9	1,1	-7,4	11,0	1,4	-31,5	4,5	10,6
dic.	9,6	2,2	-1,8	-10,3	33,7	-0,5	12,0	-4,4	-2,4	-19,0	18,8	26,4
2005 gen.	-8,0	-10,3	-0,2	-16,7	6,9	20,8	-17,6	8,9	-3,8	-17,8	-37,8	-22,5
feb.	9,9	-5,0	1,7	-21,6	15,0	34,7	-2,5	4,5	-0,3	-31,8	4,6	13,8
mar.	4,1	-13,5	5,3	-24,2	8,6	3,9	-18,0	11,3	-5,5	8,2	-19,9	-13,9
apr.	-11,3	-11,0	5,8	-15,3	-49,4	59,6	-20,8	24,8	-1,0	23,5	5,0	-2,2
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2005 apr.	38,5	-100,1	61,7	-157,0	111,2	217,0	-65,5	60,7	-15,3	-96,3	54,8	90,2

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	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 1° trim.	-693,6	-9,1	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	-10,7	74,2	-910,6	-13,6	-246,4	280,6
Attività							
2001	7.628,1	110,6	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	101,8	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,0	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 1° trim.	8.285,6	108,9	2.158,1	2.796,4	170,0	2.852,7	308,4
2° trim.	8.317,6	109,3	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
3° trim.	8.429,8	110,8	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
4° trim.	8.461,1	111,2	2.199,5	2.931,5	165,7	2.883,8	280,6
Passività							
2001	8.026,9	116,4	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,4	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 1° trim.	8.979,2	118,0	2.027,8	3.654,5	179,0	3.117,9	-
2° trim.	9.024,0	118,6	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
3° trim.	9.143,9	120,1	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
4° trim.	9.276,9	121,9	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				Passività	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività
			Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Amministrazioni pubbliche			Altri settori	Amministrazioni pubbliche				Altri settori		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4
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	228,4
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	225,1
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	211,9
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	194,3

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		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Titoli							Strumenti finanziari derivati
									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 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
apr.	288,9	129,6	385,428	4,0	17,1	138,1	9,4	29,8	99,0	-	-	-	-0,1	0,0	22,6	-18,9
mag.	291,6	129,3	384,622	4,2	17,3	140,9	9,9	29,5	102,0	-	-	-	-0,4	0,0	23,3	-17,3
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 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
apr.	36,5	7,8	23,145	0,2	0,0	28,6	2,2	4,2	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,1
mag.	37,8	7,8	23,145	0,2	0,0	29,9	1,8	5,4	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,4

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale	Beni			Per memoria: Manufatti	Totale	Beni			Per memoria:	
				intermedi	Beni di investimento	di consumo			intermedi	Beni di investimento	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	506,1	234,9	289,2	932,6	1.014,4	579,1	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,5	227,9	309,6	949,6	984,8	559,5	163,2	234,3	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,7	300,3	924,6	988,3	554,1	164,2	240,9	715,4	109,1
2004	8,6	8,8	1.146,3	540,2	242,4	310,2	989,0	1.073,2	596,5	178,3	252,5	760,3	128,4
2003 4° trim.	-0,4	1,5	269,2	125,7	57,4	76,3	233,1	250,0	138,9	42,0	61,5	180,5	27,0
2004 1° trim.	4,7	-0,1	278,3	131,0	58,9	76,1	241,6	252,1	138,0	42,1	62,3	182,8	26,3
2° trim.	11,9	9,0	286,9	134,6	59,8	78,7	246,1	262,9	145,7	44,7	62,4	186,5	29,4
3° trim.	8,9	14,5	289,0	136,9	61,1	78,5	249,8	277,4	156,3	45,0	63,9	194,0	36,3
4° trim.	8,9	12,3	292,0	137,7	62,6	77,0	251,5	280,8	156,5	46,5	63,9	197,1	36,5
2005 1° trim.	3,4	8,6	291,0	136,5	60,6	76,7	254,4	276,5	153,3	43,7	62,5	196,5	35,8
2004 nov.	14,6	18,5	98,3	46,2	20,8	26,1	84,3	94,5	53,1	15,9	21,4	66,8	12,1
dic.	9,4	11,4	97,5	46,0	20,9	25,3	84,3	92,8	52,1	15,3	20,9	65,2	11,4
2005 gen.	6,5	10,6	96,9	45,6	20,1	25,6	85,6	91,7	50,1	14,6	20,7	65,6	11,2
feb.	3,7	8,0	96,5	45,3	20,1	25,3	83,3	91,2	49,8	14,2	20,6	64,8	10,9
mar.	0,5	7,3	97,6	45,6	20,5	25,8	85,6	93,6	53,3	14,9	21,2	66,0	13,7
apr.	4,4	10,8	98,5	47,0	20,8	26,6	85,1	94,8	52,8	16,2	21,3	65,5	13,1
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	107,9	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	115,0	108,3	98,3	98,8	89,6	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,8	109,2	101,8	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,5	6,1	117,9	113,7	118,6	118,7	117,3	107,7	102,5	105,1	116,8	106,1	104,9
2003 4° trim.	3,0	5,4	111,8	107,2	111,9	117,2	111,2	104,1	101,7	97,9	113,5	101,8	106,7
2004 1° trim.	7,6	4,7	116,1	112,3	116,0	117,4	115,7	105,5	101,5	99,7	116,1	103,6	101,8
2° trim.	11,4	5,8	117,9	113,6	116,7	119,9	116,6	106,3	101,5	104,6	115,6	104,3	100,0
3° trim.	7,5	8,3	118,1	114,5	118,8	119,5	117,8	109,2	104,4	105,2	117,3	107,2	113,4
4° trim.	7,4	5,6	119,6	114,7	122,8	118,0	118,9	109,9	102,4	110,8	118,2	109,4	104,3
2005 1° trim.	1,2	2,3	118,8	112,8	119,6	116,9	119,7	108,9	101,6	105,2	115,0	108,9	.
2004 nov.	12,3	11,0	120,1	114,3	122,0	119,3	119,0	110,4	103,8	112,9	118,8	111,1	102,3
dic.	8,3	6,0	120,2	115,5	123,9	117,2	119,7	110,0	103,9	109,7	116,1	108,6	104,0
2005 gen.	4,9	5,8	119,1	113,9	118,5	117,2	121,0	110,0	102,6	105,1	114,5	109,4	109,9
feb.	1,2	1,6	118,3	112,2	118,7	116,0	117,8	108,1	99,1	102,9	113,8	107,7	98,5
mar.	-1,7	-0,3	119,0	112,2	121,7	117,5	120,4	108,8	103,1	107,5	116,8	109,5	.
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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 4° trim.	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,8	99,1	95,7	93,8	92,4	93,7	98,1	95,3	82,4
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,9	98,7	95,3	93,4	92,0	92,4	97,2	94,9	84,1
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,3	94,7	99,9	96,3	96,6	97,1	93,3	97,7	96,1	95,6
3° trim.	1,3	5,7	97,7	97,2	95,1	99,9	96,8	99,2	101,3	93,5	98,7	97,3	104,2
4° trim.	1,4	6,4	97,4	97,6	94,2	99,3	96,6	99,8	103,4	91,8	97,8	96,9	113,9
2005 1° trim.	2,1	6,2	97,8	98,3	93,7	99,9	97,0	99,1	102,1	90,8	98,3	97,0	.
2004 nov.	2,1	6,7	98,0	98,5	94,3	99,9	97,0	100,3	103,8	92,1	98,1	97,0	116,0
dic.	1,0	5,1	97,1	97,1	93,7	98,8	96,4	98,8	101,9	91,4	97,9	96,8	107,0
2005 gen.	1,6	4,5	97,4	97,6	94,0	99,6	96,8	97,7	99,2	90,8	98,2	96,7	99,7
feb.	2,5	6,4	97,6	98,4	93,8	99,8	96,9	98,8	102,1	90,6	98,3	97,0	108,4
mar.	2,3	7,7	98,2	99,0	93,2	100,3	97,3	100,9	105,0	91,0	98,6	97,2	.
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
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	93,3
2002	1.083,9	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1.058,7	24,9	38,7	194,8	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1.146,3	25,5	41,8	203,1	126,8	35,5	66,1	31,8	173,4	40,2	33,0	149,6	63,6	40,2	115,7
2003 4° trim.	269,2	6,1	9,8	49,5	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,2	15,0	8,9	27,5
2004 1° trim.	278,3	6,1	10,1	49,7	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,1	9,6	27,6
2° trim.	286,9	6,3	10,4	50,4	31,6	9,0	16,3	8,2	43,9	10,5	8,0	36,8	15,8	9,9	29,9
3° trim.	289,0	6,4	10,5	51,7	31,3	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,6	16,8	10,3	27,3
4° trim.	292,0	6,6	10,8	51,4	32,7	9,2	17,1	7,7	43,7	10,1	8,2	37,3	15,9	10,5	30,9
2005 1° trim.	291,0	6,6	10,8	49,9	32,9	9,7	17,4	7,9	43,4	10,3	8,5	38,9	16,9	11,0	26,7
2004 nov.	98,3	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.	97,5	2,2	3,6	16,4	10,7	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,4	3,4	10,4
2005 gen.	96,9	2,2	3,6	16,6	11,3	3,2	5,9	2,7	14,6	3,4	2,8	13,7	5,6	3,7	7,6
feb.	96,5	2,2	3,6	16,7	10,8	3,2	5,6	2,5	14,4	3,4	2,8	12,5	5,4	3,7	9,8
mar.	97,6	2,2	3,7	16,6	10,8	3,3	5,9	2,7	14,4	3,5	2,9	12,7	5,9	3,6	9,3
apr.	98,5	2,2	3,6	17,1	11,0	3,4	5,6	2,7	14,8	3,2	2,9	13,7	5,5	3,9	9,0
<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
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2001	1.014,4	22,0	35,6	154,6	88,8	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,6
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	988,3	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,3	52,2	141,4	68,9	39,8	82,6
2004	1.073,2	24,3	39,4	141,7	107,8	56,2	53,4	22,8	113,4	91,8	53,5	163,0	72,2	44,9	88,8
2003 4° trim.	250,0	5,9	9,3	34,5	26,8	11,9	12,3	4,9	26,7	20,0	12,9	35,7	16,5	10,6	22,0
2004 1° trim.	252,1	6,0	9,5	33,9	27,1	12,4	12,8	5,1	26,2	20,6	13,5	36,0	16,5	10,7	21,9
2° trim.	262,9	5,8	9,8	34,5	26,3	13,4	13,2	5,6	29,6	22,4	12,9	40,7	17,1	10,9	20,8
3° trim.	277,4	6,2	10,1	37,4	26,8	14,5	13,7	6,0	28,8	23,8	13,7	43,1	18,9	11,6	22,7
4° trim.	280,8	6,3	10,2	36,0	27,5	15,9	13,7	6,1	28,7	25,1	13,4	43,2	19,6	11,7	23,4
2005 1° trim.	276,5	6,1	9,9	35,3	27,0	16,8	13,4	6,3	29,0	26,2	13,0	40,1	19,9	11,9	21,7
2004 nov.	94,5	2,2	3,4	12,3	9,2	5,4	4,6	2,0	9,5	8,5	4,7	14,7	6,8	3,9	7,2
dic.	92,8	1,8	3,4	11,4	9,3	5,4	4,5	2,1	9,6	8,4	4,4	15,3	6,2	3,9	7,0
2005 gen.	91,7	2,0	3,3	11,7	9,2	4,9	4,5	2,1	9,5	8,5	4,4	12,8	6,3	4,0	8,4
feb.	91,2	2,0	3,2	11,6	9,0	5,9	4,4	2,0	9,6	8,6	4,2	13,8	6,4	4,0	6,4
mar.	93,6	2,1	3,3	11,9	8,8	6,0	4,5	2,1	9,8	9,0	4,5	13,5	7,2	4,0	6,8
apr.	94,8	2,2	3,4	12,7	9,3	5,7	4,5	1,9	9,9	8,7	4,2	14,6	7,1	3,9	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
<i>Saldo</i>															
2001	48,2	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	12,7
2002	99,2	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,5
2003	70,3	1,1	1,7	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	16,5
2004	73,1	1,2	2,3	61,3	19,0	-20,7	12,7	9,0	60,1	-51,6	-20,5	-13,5	-8,6	-4,7	26,9
2003 4° trim.	19,2	0,2	0,5	15,0	2,8	-4,5	3,6	1,8	14,7	-11,0	-4,8	-1,5	-1,5	-1,6	5,5
2004 1° trim.	26,2	0,1	0,6	15,8	4,0	-4,4	2,7	2,8	16,3	-10,9	-5,0	0,8	-1,4	-1,1	5,8
2° trim.	24,1	0,5	0,6	15,9	5,3	-4,4	3,1	2,6	14,3	-11,8	-4,9	-4,0	-1,3	-1,0	9,1
3° trim.	11,7	0,2	0,4	14,3	4,4	-5,2	3,6	2,0	14,5	-13,8	-5,3	-4,4	-2,2	-1,3	4,6
4° trim.	11,1	0,4	0,7	15,4	5,2	-6,7	3,4	1,6	15,0	-15,0	-5,3	-5,9	-3,7	-1,2	7,4
2005 1° trim.	14,4	0,5	1,0	14,7	5,9	-7,1	4,0	1,6	14,5	-15,9	-4,6	-1,2	-3,0	-1,0	5,0
2004 nov.	3,7	0,0	0,2	5,4	1,8	-2,3	1,1	0,4	5,1	-5,2	-1,9	-2,4	-1,6	-0,2	3,5
dic.	4,7	0,4	0,2	5,0	1,5	-2,3	1,3	0,5	5,2	-4,9	-1,6	-2,6	-0,8	-0,5	3,5
2005 gen.	5,2	0,1	0,3	4,9	2,1	-1,7	1,4	0,6	5,0	-5,1	-1,5	0,9	-0,8	-0,2	-0,8
feb.	5,3	0,2	0,4	5,0	1,8	-2,7	1,2	0,5	4,7	-5,3	-1,4	-1,3	-0,9	-0,3	3,3
mar.	4,0	0,1	0,3	4,8	2,0	-2,7	1,4	0,6	4,7	-5,5	-1,6	-0,8	-1,3	-0,4	2,5
apr.	3,7	0,0	0,2	4,4	1,7	-2,3	1,1	0,7	4,9	-5,4	-1,4	-0,9	-1,6	-0,1	2,2

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

8

TASSI DI CAMBIO

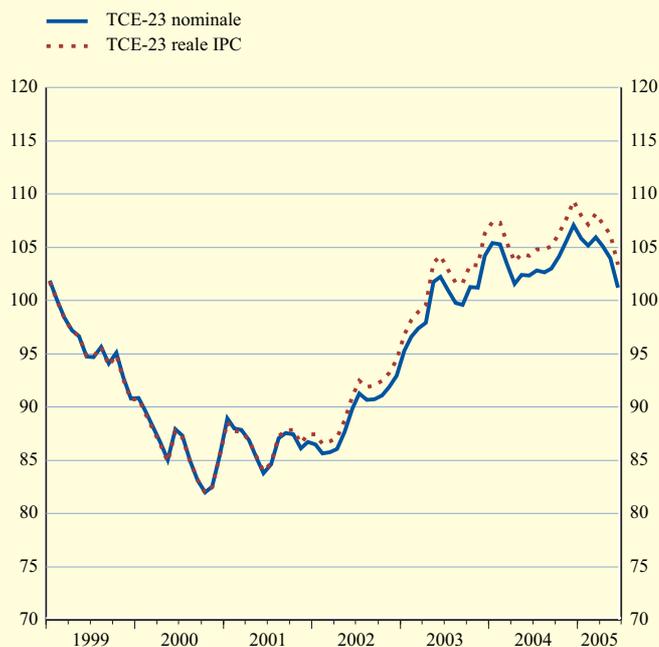
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(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	90,4	91,9	90,3	88,6	88,4	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,2	99,6	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,3	105,5	104,4	104,0	111,0	105,4
2004 2° trim.	102,1	104,1	103,7	104,1	102,7	102,4	109,2	103,7
3° trim.	102,8	104,9	104,4	104,4	102,6	103,1	110,1	104,5
4° trim.	105,7	107,8	106,7	107,0	106,5	105,5	113,0	107,2
2005 1° trim.	105,7	107,8	107,1	107,2	105,9	105,3	112,6	106,5
2° trim.	103,4	105,6	104,1	.	.	.	110,1	104,0
2004 giu.	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,1
lug.	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,5
ago.	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,4
set.	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,3	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,7	106,5	-	-	-	113,1	107,2
dic.	107,1	109,4	108,3	-	-	-	114,4	108,5
2005 gen.	105,8	108,0	107,2	-	-	-	112,9	106,9
feb.	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8
mar.	106,0	108,2	107,5	-	-	-	112,9	106,8
apr.	105,1	107,2	106,0	-	-	-	111,9	105,8
mag.	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6
giu.	101,2	103,4	101,6	-	-	-	107,6	101,7
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2005 giu.	-2,7	-2,6	-2,8	-	-	-	-2,7	-2,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2005giu.	-1,1	-0,8	-2,1	-	-	-	-1,8	-2,3

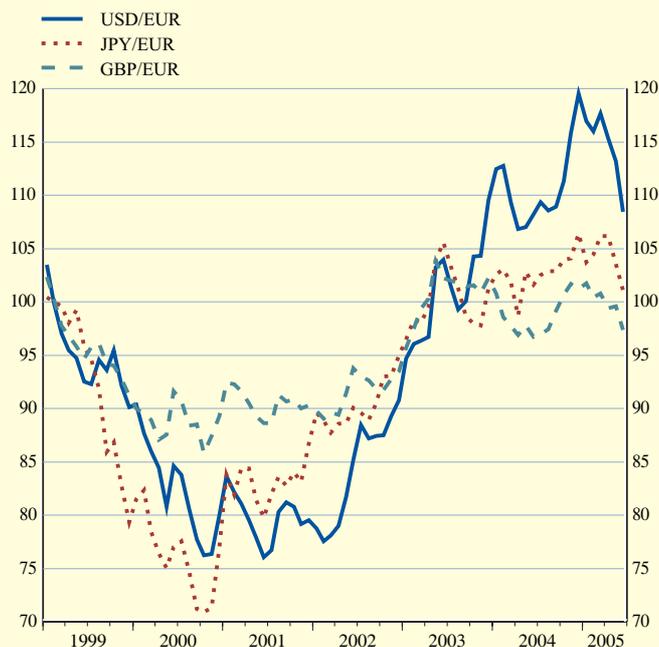
F31 Tassi di cambio effettivi

(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 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
2° trim.	7,4463	9,2083	0,67856	1,2594	135,42	1,5437	1.269,53	9,8090	2,0885	1,5677	8,0483	1,6389
2004 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
mag.	7,4443	9,1931	0,68399	1,2694	135,37	1,5449	1.272,34	9,8900	2,0962	1,5942	8,0814	1,6571
giu.	7,4448	9,2628	0,66895	1,2165	132,22	1,5391	1.231,12	9,4597	2,0342	1,5111	7,8932	1,5875
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 giu.	0,0	0,8	-2,2	-4,2	-2,3	-0,4	-3,2	-4,4	-3,0	-5,2	-2,3	-4,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 giu.	0,1	1,3	0,7	0,2	-0,5	1,3	-12,4	-0,1	-2,2	-8,4	-4,7	-9,2
	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 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
2° trim.	30,129	15,6466	0,57824	0,6960	3,4528	249,75	0,4295	4,1301	239,54	38,919	1,9558	36,195
2004 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
mag.	30,220	15,6466	0,57806	0,6960	3,4528	251,95	0,4293	4,1749	239,51	39,004	1,9561	36,175
giu.	30,034	15,6466	0,57405	0,6960	3,4528	249,04	0,4293	4,0606	239,47	38,535	1,9558	36,136
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 giu.	-0,6	0,0	-0,7	0,0	0,0	-1,2	0,0	-2,7	0,0	-1,2	0,0	-0,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 giu.	-5,0	0,0	-1,4	6,0	0,0	-1,6	0,9	-11,5	0,0	-3,5	0,1	-11,3
	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 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	
mag.	10,5062	7,3272	82,36	12.033,61	4,8237	1,7665	68,966	35,4730	8,0500	50,562	1,7396	
giu.	10,0683	7,3169	79,30	11.716,31	4,6234	1,7175	67,214	34,6951	8,2194	49,793	1,6560	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 giu.	-4,2	-0,1	-3,7	-2,6	-4,2	-2,8	-2,5	-2,2	2,1	-1,5	-4,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 giu.	0,2	-0,9	-9,4	2,8	0,2	-11,0	-1,1	-1,5	5,2	0,5	-	

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.

9

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

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 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	3,6	2,8	2,6	0,7	1,7
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	3,7	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	3,4	3,3	2,3	0,5	1,9
apr.	1,4	1,7	4,7	2,8	7,1	3,2	3,8	2,0	3,1	2,7	2,5	0,4	1,9
mag.	0,9	1,3	2,9	2,0	6,5	1,9	3,5	2,4	2,2	2,1	2,3	0,2	1,9
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,4	-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	-1,2	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,8	-4,2	-0,5	-1,4	-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	14,3	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 dic.	4,05	3,85	-	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
apr.	3,55	3,58	-	5,87	3,87	3,82	6,91	4,71	5,49	3,95	3,76	3,58	4,67
mag.	3,49	3,39	-	5,84	3,87	3,87	7,00	4,66	5,35	3,92	3,54	3,34	4,45
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
apr.	2,03	2,18	2,40	4,89	2,92	2,44	7,43	3,24	5,78	4,05	2,56	2,11	4,94
mag.	1,78	2,18	2,39	4,67	2,85	2,42	7,52	3,25	5,48	4,05	2,75	2,05	4,89
PIL a prezzi costanti													
2003	3,2	0,7	5,1	2,0	7,5	9,7	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,4	6,2	3,8	8,5	6,7	4,2	1,0	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 3° trim.	4,6	2,5	5,9	4,0	9,1	6,0	4,0	0,4	4,5	4,5	5,3	3,3	3,1
4° trim.	4,6	3,0	5,9	3,1	8,6	6,1	4,0	1,4	3,7	3,4	5,8	2,6	2,7
2005 1° trim.	4,4	1,9	.	3,9	7,4	5,6	3,6	-0,1	3,8	2,7	5,1	.	2,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2003	-6,3	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-8,8	-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	-8,4	-9,0	-1,1	-1,6	-3,4	8,2	-2,0
2004 2° trim.	-5,3	3,7	-17,9	-4,4	-18,3	-9,5	-10,9	-3,1	-3,1	-3,2	-7,5	8,7	-2,6
3° trim.	-7,4	2,5	-4,5	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,7	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,9
4° trim.	-7,8	0,5	-13,0	-12,6	-7,1	-2,5	-7,1	-19,0	0,5	-2,6	-3,6	7,3	-1,3
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	7,6	2,0	4,6	-	5,2	1,5	7,4	-	.	4,8	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	4,9	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	.
2004 3° trim.	1,4	1,1	5,2	-	.	.	.	-	.	.	3,5	-1,2	0,7
4° trim.	0,7	0,3	4,7	-	.	.	.	-	.	.	5,1	-0,4	.
2005 1° trim.	-0,2	1,9	.	-	.	.	.	-	.	.	5,7	3,1	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,6
2004 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	6,9	18,1	5,8	16,2	6,3	4,6
2° trim.	.	.	.	5,1	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.
2005 feb.	8,3	5,0	8,0	5,6	9,5	8,8	6,3	6,8	18,0	5,8	16,1	6,5	4,5
mar.	8,2	5,0	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	6,9	18,0	5,8	15,9	6,3	4,6
apr.	8,2	4,9	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,7	.	.
mag.	8,1	.	7,9	5,1	9,1	8,1	6,3	6,8	17,8	5,9	15,5	.	.
giu.	.	.	.	5,4	.	.	6,3	.	.	.	.	.	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

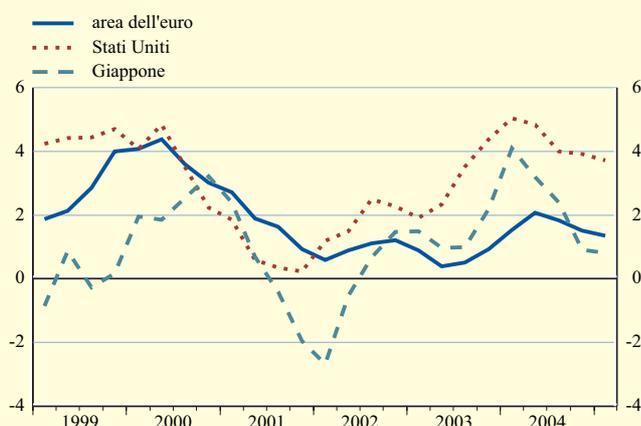
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ³⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	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	-0,5	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 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	0,4	3,9	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-3,9	48,7
2005 1° trim.	3,0	2,4	3,7	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	3,28	4,16	1,2594	.	.
2005 feb.	3,0	.	.	4,5	5,4	5,8	2,82	4,16	1,3014	.	.
mar.	3,1	.	.	4,0	5,2	5,2	3,03	4,49	1,3201	.	.
apr.	3,5	.	.	3,3	5,2	5,0	3,15	4,34	1,2938	.	.
mag.	2,8	.	.	3,2	5,1	4,3	3,27	4,14	1,2694	.	.
giu.	.	.	.	.	.	.	3,43	4,00	1,2165	.	.
Giappone											
2001	-0,7	4,4	0,2	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
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	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 2° trim.	-0,3	-6,7	3,2	7,2	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	-0,1	-5,7	2,4	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
4° trim.	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 1° trim.	-0,2	-1,0	0,8	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,28	135,42	.	.
2005 feb.	-0,3	-0,8	.	1,0	4,6	1,9	0,05	1,40	136,55	.	.
mar.	-0,2	-0,6	.	1,2	4,5	2,1	0,05	1,45	138,83	.	.
apr.	0,0	.	.	0,3	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	.	.
mag.	0,2	.	.	0,9	.	1,5	0,05	1,27	135,37	.	.
giu.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,24	132,22	.	.

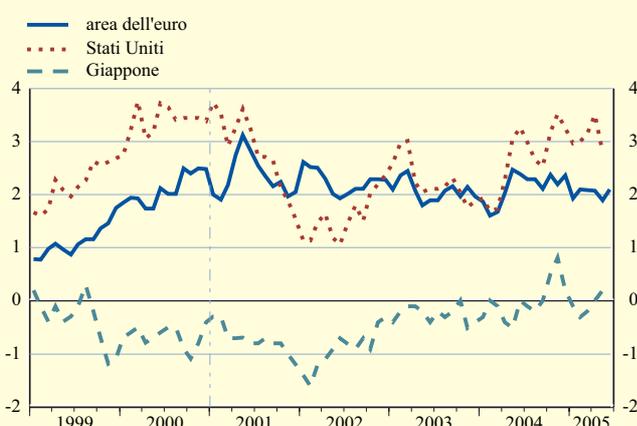
F33 PIL a prezzi costanti

(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

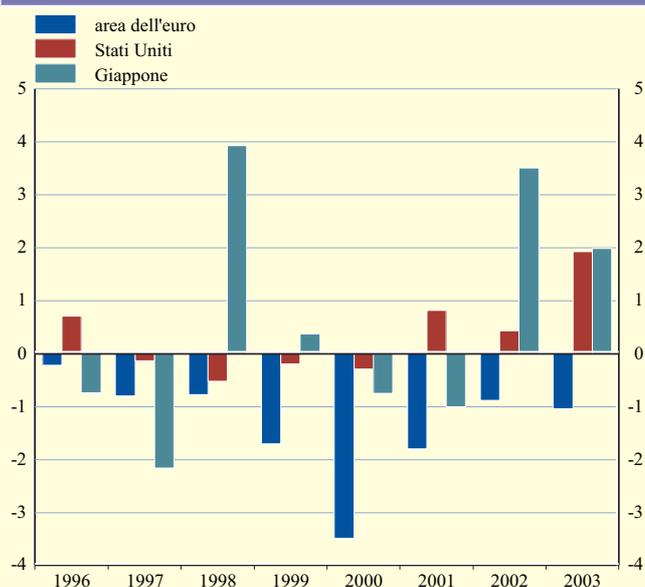
(in percentuale del PIL)

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	7,5	0,9	1,7	12,8	5,1	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,2	7,9	0,8	-0,1	12,9	3,6	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	3,3	8,3	1,3	0,8	13,2	7,1	10,6	8,1
2004	14,0	19,7	-5,4	7,7	7,4	5,1	8,5	3,2	0,6	13,4	6,1	10,5	9,6
2003 2° trim.	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	3,5	8,3	1,9	2,0	13,1	10,3	10,5	11,8
3° trim.	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	2,4	8,5	0,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,5
4° trim.	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	3,5	8,9	1,1	0,0	13,4	4,1	10,7	4,3
2004 1° trim.	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,1	8,7	4,0	1,0	13,1	6,0	10,2	10,2
2° trim.	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,9	8,6	2,9	-0,6	13,4	6,5	10,3	9,1
3° trim.	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,1	8,9	2,5	0,2	13,5	6,9	10,4	9,2
4° trim.	14,5	20,1	-6,0	7,9	7,6	5,4	8,0	3,3	1,8	13,5	4,9	11,2	9,8
2005 1° trim.	14,6	20,3	-6,2	8,1	7,6	5,5	8,4	4,4	1,3	13,5	4,6	10,1	8,0
Giappone													
2001	26,6	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,4	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,4	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,1	-2,1
2003	26,4	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,1	-5,3	-0,1	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,6	.	1,9	.	-0,7
2003 2° trim.	23,7	23,3	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
3° trim.	25,9	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
4° trim.	27,9	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,1	.	9,5	.	-1,4
2004 1° trim.	31,0	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,3	.	-7,2	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,3	.	8,0	.	-6,2
3° trim.	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,5	.	-2,1	.	1,5
4° trim.	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	1,9	.	8,3	.	-0,5
2005 1° trim.	.	24,4	.	.	.	12,5	.	0,7	-1,1	.	-11,5	.	4,1

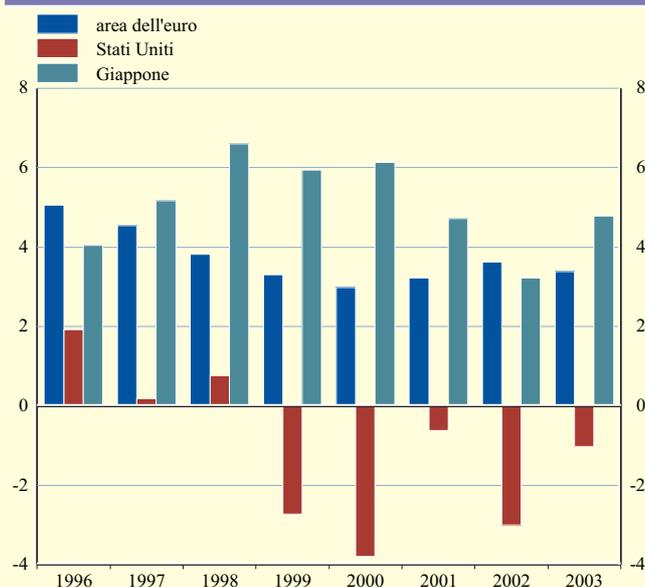
F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie

(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'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

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

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

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

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO 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:

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

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

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

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

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

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

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

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

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC 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 6 luglio 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 includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi 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.

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

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

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

mine”: 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

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).

consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

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

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

dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (EURIBOR) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal LIBOR.

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

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

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

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

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

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

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

Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (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, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

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

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

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

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

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle ope-

razioni 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, 4 MAGGIO,
2 GIUGNO E 7 LUGLIO 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 aprile e giugno 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.
L'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo: concetto, proprietà ed esperienza, luglio 2005.
La strategia di Lisbona cinque anni dopo, luglio 2005.
L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM, luglio 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 A. Enria e comprendente L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires e P. Poloni, aprile 2004.
- 14 *Measuring financial integration in the euro area*, di L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, aprile 2004.
- 15 *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, di Henning Ahnert e Geoff Kenny, maggio 2004.
- 16 *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, di F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, giugno 2004.
- 17 *Corporate "excesses" and financial market dynamics*, di A. Maddaloni e D. Pain, luglio 2004.
- 18 *The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents*, di A. Geis, A. Mehl e S. Wredenberg, luglio 2004.
- 19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell'MPC del SEBC, luglio 2004.
- 20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.

- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. 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. Mörntinen, 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 industries*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.
- 29 *Wealth and asset price effects on economic activity*, di F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. William, giugno 2005.
- 30 *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 31 *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, di M. Sturm e N. Siegfried, giugno 2005.
- 32 *Managing financial crises in emergine market economies*, a cura di una *Task force* del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 466 *Regulated and services prices and inflation persistence*, di P. Lünnemann 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.
- 482 *Forecasting macroeconomic variables for the new Member States of the European Union*, di A. Banerjee, M. Marcellino e I. Masten, maggio 2005.
- 483 *Money supply and the implementation of interest rate targets*, di A. Schabert, maggio 2005.
- 484 *Fiscal federalism and public inputs provision: vertical externalities matter*, di D. Martínez-López, maggio 2005.
- 485 *Corporate investment and cash-flow sensitivity: what drives the relationship?*, di P. Mizen e P. Vermeulen, maggio 2005.
- 486 *What drives productivity growth in the new EU Member States? The case of Poland*, di M. Kolasa, maggio 2005.
- 487 *Computing second-order-accurate solutions for rational expectation models using linear solution methods*, di G. Lombardo e A. Sutherland, maggio 2005.
- 488 *Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness?*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, maggio 2005.
- 489 *Persistence and nominal inertia in a generalised Taylor economy: how longer contracts dominate shorter contracts*, di H. Dixon e E. Kara, maggio 2005.
- 490 *Unions, wage-setting and monetary policy uncertainty*, di H. P. Grüner, B. Hayo e C. Hefeker, giugno 2005.
- 491 *On the fit and forecasting performance of New-Keynesian models*, di M. Del Negro, F. Schorfheide, F. Smets e R. Wouters, giugno 2005.
- 492 *Experimental evidence on the persistence of output and inflation*, di K. Adam, giugno 2005.
- 493 *Optimal research in financial markets with heterogeneous private information: a rational expectations model*, di K. Tinn, giugno 2005.
- 494 *Cross-country efficiency of secondary education provision: a semi-parametric analysis with non-discretionary inputs*, di A. Afonso e M. St. Aubyn, giugno 2005.
- 495 *Measuring inflation persistence: a structural time series approach*, di M. Dossche e G. Everaert, giugno 2005.
- 496 *Estimates of the open economy New-Keynesian Phillips curve for euro area countries*, di F. Ruml, giugno 2005.
- 497 *Early-warning tools to forecast general government deficit in the euro area: the role of intra-annual fiscal indicators*, di J. J. Pérez, giugno 2005.
- 498 *Financial integration and entrepreneurial activity: evidence from foreign bank entry in emerging markets*, di M. Giannetti e S. Ongena, giugno 2005.
- 499 *A trend-cycle(-season) filter*, di M. Mohr, luglio 2005.
- 500 *Fleshing out the monetary transmission mechanism: output composition and the role of financial frictions*, di A. Meier e G. J. Müller, luglio 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.
Euro money market study, maggio 2005.
Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties, maggio 2005.
Regional economic integration in a global framework, Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004, maggio 2005.
Target Annual Report 2004, maggio 2005.
The New EU Member States: Convergence and Stability, maggio 2005.
Financial stability review, giugno 2005.
Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, member of the European Parliament, giugno 2005.
Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions, giugno 2005.
Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: Connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL, giugno 2005.
Information guide for credit institution using TARGET, giugno 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 inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (nonché le gratifiche di qualsiasi genere), i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro e altri costi (quali i costi di formazione, di reclutamento e le imposte relative all'occupazione), al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi relativi a tutti gli occupati per il totale delle ore da loro lavorate (comprese le ore di straordinario).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inerzia salariale [*wage drift*]: il divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: 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.