



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO**

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

ECB EZB EKT EKP

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005





BANCA CENTRALE EUROPEA



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



BOLLETTINO MENSILE AGOSTO 2005

© Banca Centrale Europea, 2005

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

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

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 3 agosto 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	I
Il contesto esterno all'area dell'euro	7	DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004	V
Gli andamenti monetari e finanziari	12	GLOSSARIO	XI
Prezzi e costi	37		
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	45		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	56		
Riquadri:			
1 Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro	15		
2 Destagionalizzazione delle statistiche riguardanti le emissioni di titoli	23		
3 La trasmissione della volatilità del tasso di interesse <i>overnight</i> ai tassi di interesse a più lungo termine nel mercato monetario dell'area dell'euro	26		
4 Tassi di interesse nominali a lungo e a breve termine nei maggiori paesi dell'area dell'euro in una prospettiva storica	30		
5 Le aspettative del settore privato per l'area dell'euro: i risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> per il terzo trimestre del 2005	41		
6 Una prospettiva di lungo termine sulla disoccupazione strutturale nell'area dell'euro	48		
7 Gli orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il 2005-2008	52		
ARTICOLI			
La riforma del patto di stabilità e crescita	61		
Il ruolo dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale	77		
Le banconote in euro: sviluppi e sfide future	87		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 4 agosto 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 confermato la sua precedente valutazione secondo cui l'orientamento di politica monetaria risulta appropriato, date le attuali prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. I tassi di interesse nell'area dell'euro si collocano su livelli storicamente molto bassi per tutte le scadenze, in termini sia nominali sia reali, continuando in tal modo a sostenere l'attività economica. Il Consiglio direttivo seguirà a tenere sotto stretta osservazione tutti i fattori suscettibili di influire su tale valutazione e rimarrà vigile riguardo all'insorgere di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto concerne l'analisi economica, il Consiglio direttivo si attende una durevole benché graduale espansione dell'economia dell'area dell'euro, sulla base di diverse considerazioni. Dal lato esterno, la vigorosa crescita della domanda mondiale e l'incremento della competitività di prezzo dell'area dell'euro dovrebbero stimolare le esportazioni dell'area. Dal lato interno, sebbene il rincaro del petrolio abbia inciso negativamente sulla domanda interna, i più recenti dati economici disponibili e indicatori basati sulle indagini congiunturali mostrano qualche miglioramento. In prospettiva, gli investimenti dovrebbero beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, della forte domanda mondiale, degli elevati utili delle imprese e del protratto aumento della loro efficienza. Inoltre, l'espansione dei consumi dovrebbe evolvere sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile.

I maggiori rischi al ribasso per una più vigorosa crescita economica nell'area dell'euro derivano

dagli elevati corsi petroliferi e dal basso livello di fiducia dei consumatori nell'area. In aggiunta, permangono timori circa il persistere di squilibri nell'economia mondiale.

Quanto all'andamento dei prezzi, il rincaro del petrolio continua a esercitare pressioni al rialzo. La stima rapida dell'Eurostat indica un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,2 per cento a luglio, a fronte del 2,1 per cento di giugno. Tuttavia, non vi sono evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. La dinamica delle retribuzioni si mantiene moderata secondo i più recenti dati disponibili, sebbene la tendenza discendente della crescita salariale osservata negli ultimi anni sembra essersi arrestata di recente.

I rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine sono principalmente connessi con l'andamento delle quotazioni petrolifere e con il potenziale rischio di effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi. A tale riguardo, è fondamentale che le parti sociali continuino ad assumersi le proprie responsabilità. Altri fattori da considerare nella valutazione delle prospettive per l'inflazione sono le tendenze dei prezzi all'importazione e l'incertezza circa l'evoluzione delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

Passando all'analisi monetaria, gli ultimi dati confermano la forte espansione della moneta e del credito osservata fin dalla metà dello scorso anno. La dinamica della moneta è sospinta dai tassi di interesse attualmente contenuti, come denota la vigorosa crescita delle componenti più liquide di M3. Il basso livello dei tassi di interesse alimenta inoltre l'espansione del credito, con un generalizzato rafforzamento della domanda di prestiti da parte del settore privato. La crescita dei mutui ipotecari rimane molto sostenuta. In tale contesto, è necessario seguire con attenzione la dinamica dei prezzi delle attività, in particolare nei mercati degli immobili residenziali. La liquidità seguita a essere abbondante secondo tutte le misure pertinenti. Nel complesso, l'analisi monetaria continua a se-

gnalare la necessità di tenere un atteggiamento vigile riguardo ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In sintesi, l'analisi economica indica al momento limitate pressioni inflazionistiche di origine interna nell'area dell'euro. Nel contempo, resta necessario seguire con attenzione i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, segnatamente in relazione ai corsi petroliferi persistentemente elevati. La verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma che occorre rimanere vigili per mantenere le aspettative di inflazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Di fatto, ancorando saldamente le attese di inflazione di medio periodo a tali livelli, la politica monetaria fornisce un contributo significativo alla ripresa della crescita economica.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, in una fase in cui la maggior parte dei paesi è impegnata a redigere i bilanci per il 2006, un orientamento di medio periodo delle politiche fiscali volto ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche è essenziale per favorire maggiore crescita e occupazione nell'area dell'euro. In molti paesi è necessaria un'azione risoluta per porre le finanze pubbliche su basi più solide adottando misure di carattere strutturale. A tale riguardo, in molti Stati membri il ritmo di risanamento dei bilan-

ci continua a essere troppo lento. Maggiore determinazione nell'affrontare le cause strutturali degli squilibri dei conti pubblici contribuirebbe a ridurre l'incertezza per consumatori e imprese, rafforzando in tal modo il dinamismo dell'economia dell'area dell'euro.

Interventi più decisi sono inoltre necessari per migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Se da un lato vi sono segnali che il livello di disoccupazione strutturale si è ridotto nell'insieme dell'area dalla metà degli anni novanta, dall'altro tale processo è stato assai disomogeneo tra i paesi. Queste divergenze riflettono in ampia misura differenze nel perseguimento delle riforme del mercato del lavoro. Alcuni paesi hanno conseguito progressi considerevoli nel rendere i rispettivi mercati più flessibili e adattabili, tuttavia molti altri necessitano di riforme più ambiziose per ridurre in misura significativa il tasso di disoccupazione strutturale.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo spiega e valuta la recente riforma del Patto di stabilità e crescita. Il secondo verte sul ruolo sempre più importante dei paesi asiatici emergenti nell'economia mondiale. Il terzo tratta alcune recenti problematiche connesse con la produzione e l'emissione di banconote.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'espansione dell'economia mondiale prosegue a un ritmo abbastanza sostenuto, in presenza di segnali che indicano che il recente indebolimento del settore manifatturiero potrebbe essere stato temporaneo. Inoltre, 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 elevato dei corsi petroliferi rappresenti un importante fattore di rischio.

1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

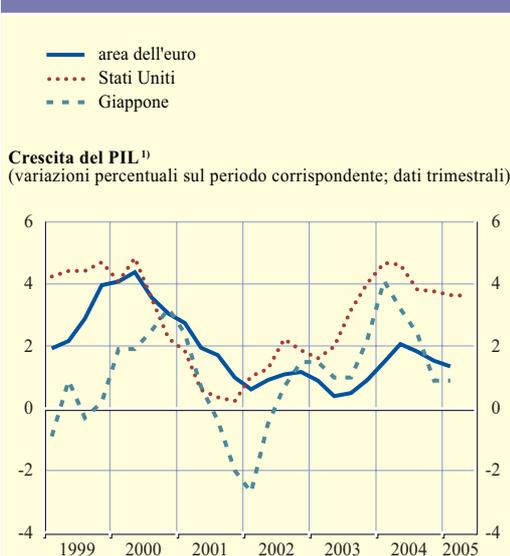
L'economia mondiale sta continuando a espandersi a ritmi abbastanza sostenuti (cfr. figura 1). L'attività è particolarmente vivace negli Stati Uniti e in alcuni paesi asiatici, soprattutto in Cina. Se da un lato l'espansione a livello mondiale continua a essere trainata soprattutto dai servizi, dall'altro gli ultimi andamenti della produzione industriale e i risultati delle indagini congiunturali indicano che il recente indebolimento del settore manifatturiero potrebbe essere stato almeno in parte temporaneo, in connessione con il proseguimento del processo di correzione delle scorte. Nel contempo, le pressioni inflazionistiche restano in generale relativamente contenute.

STATI UNITI

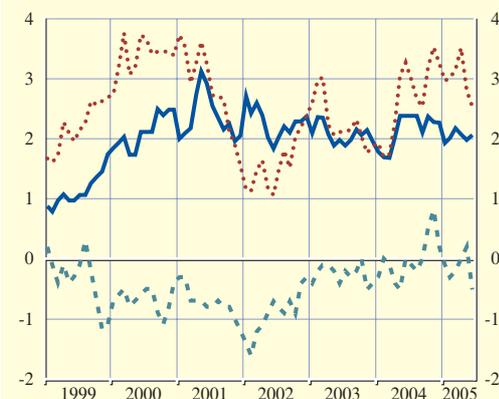
Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta vigorosa nel secondo trimestre, anche se in lieve calo rispetto a quello precedente. In base a stime preliminari, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è cresciuto del 3,4 per cento sul periodo precedente (in ragione d'anno), contro il 3,8 per cento nel primo trimestre. La moderazione va ricondotta all'ampio contributo negativo della variazione delle scorte alla crescita, mentre la dinamica della domanda interna finale si è mantenuta vivace e il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è divenuto positivo.

Secondo gli indicatori più recenti, la fase espansiva dell'economia statunitense sarebbe proseguita a ritmi alquanto sostenuti negli ultimi mesi. L'effetto negativo degli elevati prezzi petroliferi sull'attività sembra essere stato modesto. Il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine ha continuato a sostenere sia gli investimenti in edilizia residenziale sia altre componenti della spesa delle famiglie e delle imprese. La produ-

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Tassi di inflazione²⁾
(prezzi al consumo; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

zione manifatturiera ha registrato un deciso incremento in maggio e giugno, dopo aver mostrato una dinamica relativamente più debole nei mesi precedenti, in parte probabilmente connessa a fenomeni di correzione delle scorte. Il rinnovato vigore del settore manifatturiero è ulteriormente confermato dal recupero dell'indice ISM in giugno e luglio. Sempre in giugno sono migliorati anche gli indicatori relativi alla spesa per consumi delle famiglie e a quella per investimenti fissi delle imprese, dopo una lieve moderazione in primavera. I consumi privati sono tornati a crescere e si è registrato un recupero degli ordinativi di beni d'investimento non connessi alla difesa a eccezione degli aeromobili. Le prospettive per l'attività economica complessiva nel prossimo futuro restano piuttosto favorevoli.

L'aumento dei prezzi al consumo esclusi quelli dei prodotti energetici è rimasto alquanto moderato, malgrado l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto e gli elevati corsi petroliferi. In giugno l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 2,5 per cento; al netto delle componenti alimentare ed energetica, il tasso è sceso al 2,0 per cento.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è rafforzata. Dopo aver registrato una forte ripresa nel primo trimestre, la domanda interna ha continuato a recuperare in quello successivo, alimentata dal rafforzamento dei consumi privati e degli investimenti delle imprese. I miglioramenti nel mercato del lavoro e la favorevole dinamica salariale hanno sostenuto i consumi delle famiglie, mentre l'elevata redditività e il miglioramento delle attese delle imprese hanno stimolato gli investimenti. In prospettiva, l'economia giapponese dovrebbe continuare a espandersi a un ritmo alquanto robusto. Il principale motore della crescita sarà probabilmente la domanda interna; allo stesso tempo il recente aumento delle esportazioni fa ritenere che anche il settore estero potrebbe far osservare un miglioramento.

Con riferimento ai prezzi al consumo, in giugno il tasso di variazione sui dodici mesi del relativo indice (IPC) è tornato ad essere negativo, portandosi a -0,5 per cento dallo 0,2 di maggio. Sebbene la flessione sia imputabile principalmente agli andamenti dei prezzi degli alimentari freschi, anche il tasso calcolato escludendo gli alimentari freschi è diminuito, ancorché più moderatamente (-0,2 per cento). I prezzi alla produzione, misurati dall'indice nazionale dei prezzi alla produzione, hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi, seppur a un ritmo più lento (1,4 per cento sui dodici mesi in giugno, contro l'1,8 in maggio). Nella riunione del 27 luglio 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

Secondo stime preliminari, nel Regno Unito la crescita del prodotto è rimasta invariata nel secondo trimestre, allo 0,4 per cento sul trimestre precedente. Il tasso sul periodo corrispondente è sceso all'1,7 per cento, a fronte del rallentamento dei servizi e del calo della produzione manifatturiera. In prospettiva, sebbene il prodotto potrebbe evidenziare una lieve accelerazione verso la fine dell'anno, è probabile che nel 2005 l'espansione del PIL in termini reali risulti nettamente inferiore al 3,2 per cento realizzato lo scorso anno.

Le condizioni sul mercato del lavoro hanno iniziato a mostrare segni di allentamento. In maggio il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle retribuzioni medie (al lordo delle gratifiche) è sceso al 4,1 per cento, dal 4,6 di aprile, e il numero degli aventi diritto al sussidio di disoccupazione è aumentato per il quinto mese consecutivo. Tuttavia, nei tre mesi terminati a maggio, il tasso di disoccupazione medio è rimasto invariato al 4,8 per cento. L'inflazione sui dodici mesi misurata sul-

l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita al 2,0 per cento in giugno, dopo essersi attestata all'1,9 per cento in ciascuno dei tre mesi precedenti, riflettendo principalmente la dinamica dei prezzi degli alimentari. I prezzi alla produzione hanno continuato a crescere a ritmi elevati (9,5 per cento nei dodici mesi terminati a maggio), mentre i prezzi delle abitazioni hanno ulteriormente decelerato in ragione d'anno. Il 4 agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha diminuito di 0,25 punti percentuali il tasso sulle operazioni di pronti contro termine, al 4,5 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

Negli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro il prodotto ha continuato a rallentare nel primo trimestre del 2005, registrando nella media un tasso di variazione sul periodo corrispondente del 2,1 per cento. In Danimarca e Svezia il calo, ampiamente ascrivibile all'indebolimento della domanda interna, è stato particolarmente marcato. Sebbene gli indicatori anticipatori segnalino una ripresa nel secondo trimestre, è probabile che per l'insieme dell'anno la crescita del PIL risulti inferiore a quella del 2004. In giugno l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata, allo 0,8 per cento in Svezia e all'1,7 per cento in Danimarca, sospinta in larga parte dall'aumento dei prezzi dei beni energetici.

Nel complesso dei dieci nuovi Stati membri dell'UE la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa a un tasso medio ponderato del 4,0 per cento nel primo trimestre, dal 4,4 del trimestre precedente; per l'insieme del 2005 è probabile che l'espansione del prodotto in questi paesi risulti inferiore al 2004. Nel complesso tuttavia le prospettive di crescita rimangono favorevoli, in particolare nei paesi baltici e in Slovacchia. Per quanto riguarda i tre principali nuovi Stati membri, in Ungheria l'espansione del prodotto sul periodo corrispondente è scesa al 2,9 per cento nel primo trimestre, mentre è rimasta sostanzialmente invariata nella Repubblica Ceca e in Polonia.

In giugno nell'insieme dei nuovi Stati membri l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha registrato un tasso medio ponderato dell'1,9 per cento, a fronte del 2,3 di maggio. Relativamente ai tre principali nuovi stati membri, i tassi di inflazione in Ungheria e nella Repubblica Ceca si sono sostanzialmente stabilizzati dopo essere scesi dalla seconda metà del 2004, mentre hanno continuato a diminuire in Polonia. Il tasso di inflazione armonizzata si è collocato all'1,3 per cento nella Repubblica Ceca, mentre è lievemente cresciuto in Ungheria, al 3,7 per cento; in Polonia esso è sceso all'1,4 per cento, in gran parte per effetto della decelerazione dei prezzi degli alimentari. Alla luce dell'ulteriore miglioramento del quadro inflazionistico, il 18 luglio la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il proprio tasso di interesse ufficiale di 0,25 punti percentuali, al 6,75 per cento. Il 27 luglio la Narodowy Bank Polski ha ridotto il tasso di riferimento di 0,25 punti percentuali, al 4,75 per cento.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

In Cina l'economia ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, registrando nel secondo trimestre un incremento sul periodo corrispondente del PIL in termini reali pari al 9,5 per cento. L'effetto congiunto del perdurante vigore delle esportazioni e del rallentamento delle importazioni ha determinato un aumento del saldo commerciale e del contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL. Nel contempo, la vivace domanda interna ha continuato a sostenere l'accelerazione dell'attività e le spinte inflazionistiche sono ulteriormente diminuite, con un calo del tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'IPC all'1,6 per cento in giugno.

In alcuni fra i più importanti paesi asiatici escluso il Giappone l'attività economica si è lievemente rafforzata negli ultimi mesi. In particolare, i consumi delle famiglie si mantengono robusti in gran parte dei paesi della regione. Al tempo stesso, 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. Nondimeno, è probabile che il ritmo di espansione dell'economia cinese rallenti nella seconda metà dell'anno, di riflesso alla fase avanzata del ciclo e all'inasprimento monetario in atto.

AMERICA LATINA

Gli ultimi dati pubblicati mostrano che il ritmo dell'attività economica in America latina, pur se in lieve calo, resta alquanto vigoroso. La crescita del prodotto continua a essere trainata dalle esportazioni. In maggio l'incremento sui dodici mesi della produzione industriale di Brasile e Messico è stato del 4,1 e del 3,0 per cento rispettivamente, mentre in Argentina si è collocato al 6,4 per cento in giugno. Le prospettive per la regione permangono positive. Nella seconda metà dell'anno la domanda interna dovrebbe intensificarsi, compensando una probabile moderazione della domanda estera. È atteso un generale allentamento dei costi di finanziamento, di riflesso a una lieve diminuzione delle pressioni inflazionistiche.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

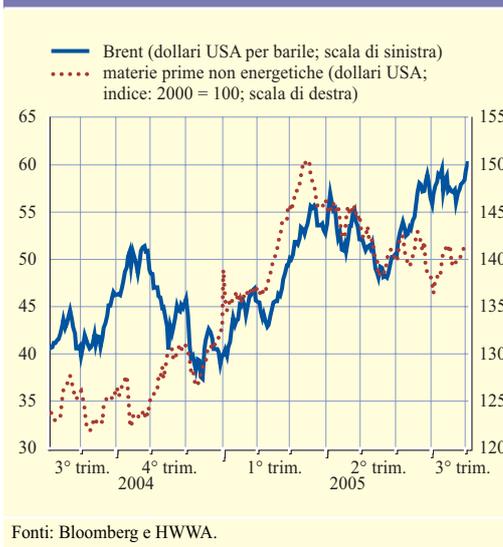
In un contesto caratterizzato da una marcata volatilità, i corsi petroliferi hanno continuato a collocarsi su livelli elevati in luglio e hanno raggiunto nuovi massimi storici agli inizi di agosto: il 2 del mese il greggio di qualità Brent veniva quotato a 60,2 dollari. Il ridotto margine di capacità produttiva inutilizzato lungo tutta la catena dell'offerta e i perduranti timori per la sicurezza degli approvvigionamenti hanno continuato a sospingere al rialzo le quotazioni, sebbene le previsioni sulla domanda di petrolio nel 2005 siano state recentemente riviste al ribasso dall'Agenzia internazionale per l'energia. Il rialzo dei corsi petroliferi ha coinciso con un aumento ancora più ampio dei prezzi dei *future* sul petrolio con scadenze più lunghe, indicando che gli operatori di mercato si aspettano un perdurare dell'elevato livello delle quotazioni oltre il 2005. Il 3 agosto il prezzo dei contratti *future* sul Brent con scadenza a fine 2007 si è collocato a 60,3 dollari.

In luglio i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente invariati sul mese precedente, poiché l'aumento dei prezzi delle materie prime industriali è stato compensato dal calo di quelli dei beni alimentari. Nel mese in esame i prezzi delle materie prime non energetiche si sono collocati in media su un livello inferiore del 5,3 per cento rispetto al massimo storico del marzo 2005, ma superiore del 7,5 per cento rispetto a 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. Considerato che la recente debolezza della produzione manifatturiera, in parte connessa

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



a fenomeni di correzione delle scorte, sembra venir parzialmente meno, è possibile che le condizioni di finanziamento e di redditività tuttora favorevoli tornino a svolgere un ruolo più rilevante nell'influenzare la dinamica dell'attività mondiale. Nondimeno, a questo stadio non è da escludere un'ulteriore, ancorché graduale, decelerazione dell'attività economica globale. In particolare, la crescita del prodotto cinese potrebbe diminuire rispetto ai ritmi sostenuti della prima metà del 2005. Un'ulteriore decelerazione a livello mondiale è segnalata altresì dall'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, in costante calo nei dodici mesi terminati a maggio. Il principale fattore di rischio per queste prospettive, in generale piuttosto favorevoli, origina dagli andamenti dei prezzi petroliferi, poiché gli operatori si attendono che nei prossimi anni le quotazioni petrolifere rimangano su livelli analoghi a quelli correnti. Un ulteriore rischio è rappresentato inoltre dal persistere degli squilibri mondiali.



2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati di giugno indicano un proseguimento della vigorosa crescita monetaria osservata dalla seconda metà del 2004. L'effetto di stimolo del prevalente basso livello dei tassi di interesse rimane il principale fattore sottostante la dinamica monetaria, sebbene continui in certa misura il processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro che sta esercitando un effetto parzialmente compensativo di contenimento della crescita di M3. L'impatto del basso livello dei tassi di interesse si riflette altresì nel rafforzamento della già robusta domanda di prestiti delle IFM da parte del settore privato. Il vigore della crescita monetaria nel contesto di una liquidità già abbondante nell'area dell'euro comporta rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Inoltre, la liquidità accumulata e la sostenuta dinamica del credito determinano la necessità di tenere sotto osservazione la dinamica dei prezzi delle attività, dal momento che potenzialmente potrebbero emergere disallineamenti dei prezzi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

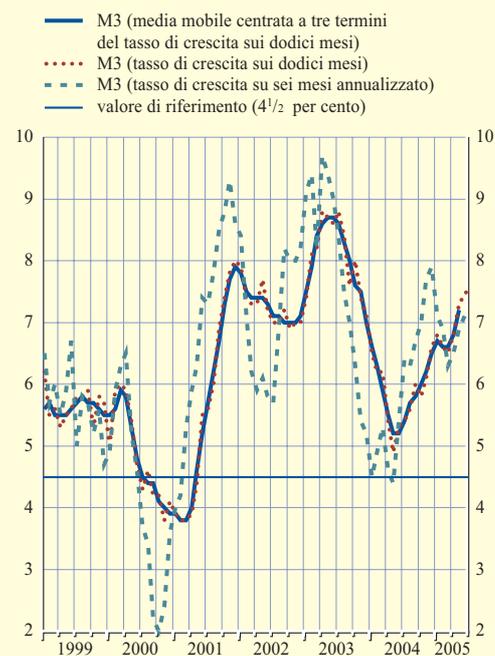
In giugno il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 7,5 per cento, dal 7,3 di maggio. La media mobile a tre mesi di M3 è salita al 7,2 per cento nel periodo fra aprile e giugno, dal 6,9 di quello fra marzo e maggio. I dati degli ultimi mesi confermano il rafforzamento della crescita di M3 a partire dalla seconda metà del 2004. Questo ritorno a una crescita più elevata è riscontrabile anche nella dinamica di M3 a più breve termine, che è rimasta vigorosa in giugno, come si evince dall'ulteriore incremento del tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno, al 7,1 per cento dal 6,9 del mese precedente (cfr. figura 3).

I dati di giugno suffragano la tesi che l'effetto di stimolo esercitato dal prevalere di un basso livello dei tassi di interesse è stato il principale fattore sottostante la dinamica monetaria, come risulta, dal lato delle componenti, dal protrarsi di una crescita sostenuta delle componenti più liquide di M3. Dal lato delle contropartite, il basso livello dei tassi di interesse si riflette in un ulteriore incremento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato.

Nel contempo rimane l'evidenza di una prosecuzione, in certa misura, della normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte dei residenti dell'area dell'euro, che ha un impatto frenante sulla crescita monetaria. Ciò si riflette nel sostenuto tasso di crescita sul mese precedente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) nonché nel tasso di crescita modesto e in calo delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Tuttavia, il flusso positivo delle attività nette sull'estero delle IFM negli ultimi dodici mesi suggerisce

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.

che il settore detentore di moneta dell'area dell'euro esita ancora a investire in attività estere, ostacolando così la completa inversione di tendenza delle passate riallocazioni di portafoglio.

Dato il sostenuto tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 nei trimestri più recenti, la liquidità nell'area dell'euro rimane abbondante. La forte crescita monetaria e l'attuale situazione di abbondante liquidità comportano rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, in particolare se una parte significativa di tale liquidità dovesse essere rivolta all'acquisto di beni e servizi in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica reale. Inoltre, la forte espansione del credito nel contesto di una liquidità abbondante determina la necessità di tenere sotto osservazione le dinamiche dei prezzi delle attività, dal momento che potenzialmente potrebbero emergere disallineamenti dei prezzi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In giugno M1 ha continuato a fornire il principale contributo alla crescita di M3. Fra le componenti di M1, sono aumentati i tassi di variazione sia del circolante sia dei depositi a vista. Anche il tasso di crescita degli altri depositi a breve termine è aumentato rispetto al mese precedente (cfr. tavola 1). L'attuale vigore della domanda di depositi a breve termine riflette probabilmente il basso costo opportunità di detenere tali attività in un contesto di bassi tassi di interesse.

In giugno è ulteriormente aumentato il tasso di crescita dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM escluso l'Eurosistema. Dalla metà del 2004 l'accumulo di questo tipo di liquidità ha interessato tutti i settori, con il comparto degli intermediari finanziari non monetari che ha contribuito in maniera particolarmente vigorosa all'accelerazione.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 è sceso al 5,1 per cento in giugno, dal 5,7 di maggio. Questo andamento riflette una flessione del tasso di crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che sono spesso impiegati in periodi di accresciuta

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		2005		2005	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	mag.	giu.
M1	47,5	9,6	9,3	9,6	9,7	10,1	10,5
Banconote e monete in circolazione	7,3	20,3	19,1	18,0	17,3	17,0	17,2
Depositi a vista	40,3	7,9	7,7	8,2	8,4	8,9	9,3
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,1	2,0	3,5	4,5	5,1	4,9	5,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,4	-5,8	-2,4	0,5	2,7	1,9	3,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	22,6	7,6	7,4	7,1	6,6	6,7	6,1
M2	85,6	5,8	6,4	7,1	7,5	7,6	7,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,4	4,0	3,9	3,9	4,3	5,7	5,1
M3	100,0	5,6	6,1	6,6	7,0	7,3	7,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,2	6,0	6,4	6,5	6,4	6,5
Credito alle amministrazioni pubbliche		6,3	3,7	3,4	2,0	1,5	1,0
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,2	0,6	-0,4	-0,9	-0,3	-1,0
Credito al settore privato		6,2	6,7	7,3	7,7	7,8	8,0
Prestiti al settore privato		6,2	6,9	7,3	7,5	7,5	7,9
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,5	8,9	9,5	9,6	9,4	10,0

Fonte: BCE.

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

incertezza come strumento per detenere fondi quando le attività alternative sono giudicate troppo rischiose dagli investitori. I fondi comuni monetari hanno mostrato una crescita relativamente moderata e in calo negli ultimi mesi, dopo i vigorosi tassi di crescita (a due cifre) osservati tra la metà del 2001 e la fine del 2003. Ciò indica un'ulteriore normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti dell'area dell'euro. A differenza dell'andamento delle quote di fondi comuni monetari, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza fino a due anni è salito al 12,3 per cento in giugno, dal 9,8 del mese precedente.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, l'ulteriore rafforzamento del tasso di crescita dei prestiti al settore privato, dal 7,5 per cento di maggio al 7,9 di giugno, ha riflesso l'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse sulla domanda di credito, nonché il miglioramento delle condizioni di offerta del credito stesso (cfr. il riquadro 1 relativo all'indagine di luglio sul credito bancario). La maggiore crescita dei prestiti ha interessato in maniera generalizzata i principali settori non finanziari (cfr. tavola 2).

I prestiti delle IFM alle famiglie hanno continuato a essere sospinti principalmente dal dinamismo dei mutui per l'acquisto di abitazioni, cresciuti in giugno a un tasso del 10,4 per cento, dal 10,1 di maggio. Il forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni ha rispecchiato il contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari e il vigore dell'andamento del mercato degli immobili residenziali in talune regioni dell'area dell'euro. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM a società non finanziarie, in rafforzamento dagli inizi del 2004, è rimasto stabile in giugno, un andamento comune a tutte le scadenze dei prestiti. Il tasso di crescita del credito delle IFM erogato alle amministrazioni pubbliche è calato, riflettendo prevalentemente una minor crescita dei titoli detenuti da parte del settore delle IFM.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) ha raggiunto un nuovo picco pari al 10,0 per cento in giugno, dal

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		2005		2005	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	mag.	giu.
Società non finanziarie	41,5	4,3	5,1	5,7	6,1	6,2	6,2
Fino a 1 anno	31,2	-1,4	1,6	3,3	4,5	4,9	4,9
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,2	6,0	5,8	6,7	6,5	6,4	6,4
Oltre 5 anni	51,5	7,3	7,0	6,9	6,9	7,0	7,0
Famiglie²⁾	50,4	7,4	7,9	8,1	8,2	8,2	8,4
Credito al consumo ³⁾	13,5	6,0	6,2	6,4	6,8	7,2	7,2
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	68,5	9,3	9,9	10,1	10,1	10,1	10,4
Altri prestiti	18,1	2,2	1,9	2,2	2,2	2,3	2,6
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	18,3	14,4	23,0	14,3	8,8	17,8
Altri intermediari finanziari non monetari	7,3	8,7	10,0	10,1	10,9	10,2	13,3

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.

9,4 di maggio (cfr. tavola 1). Questo andamento è indicativo di una prosecuzione della normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte dei residenti dell'area dell'euro, dal momento che riflette lo spostamento di fondi in strumenti a più lungo termine e in certa misura più rischiosi rispetto alle attività monetarie.

Nel contempo il flusso sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è aumentato e ha continuato a contribuire positivamente alla crescita di M3. Questo andamento è in linea con la perdurante riluttanza del settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere, il che ostacola un rientro più rapido delle scorse riallocazioni di portafoglio. In giugno tale flusso è ammontato a 151 miliardi di euro, il valore più elevato dal dicembre 2004. Tuttavia, non si dovrebbe attribuire eccessiva enfasi alle variazioni di breve periodo della posizione nelle attività nette sull'estero, dal momento che queste possono essere fortemente influenzate da transazioni transfrontaliere su vasta scala e, quindi, mostrare una considerevole variabilità su base mensile.

Per riassumere le informazioni desunte dalle contropartite, da un lato l'ulteriore incremento del dinamismo dei prestiti delle IFM al settore privato, in particolare l'aumento del tasso di crescita già sostenuto dei mutui per l'acquisto di abitazioni nonché il perdurare di una crescita vigorosa dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, ha continuato ad avere un impatto positivo sulla crescita di M3. D'altra parte, la forte espansione in atto delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e la moderazione della crescita delle quote di fondi comuni monetari corroborano l'ipotesi di un proseguimento della normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte dei residenti dell'area dell'euro. L'apparente riluttanza del settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere impedisce tuttavia un più rapido processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio. Persiste quindi un'abbondante liquidità che, nel contesto di una forte crescita monetaria e del credito, implica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo orizzonte.

Riquadro 1

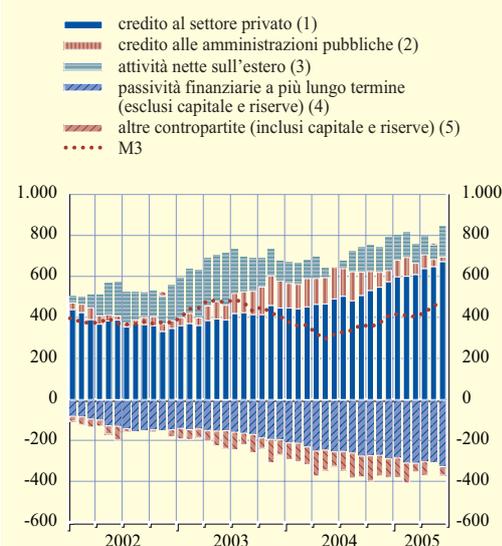
RISULTATI DELL'INDAGINE DI LUGLIO SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema¹⁾. Da questi emerge che nel secondo trimestre del-

1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 5 agosto ed è disponibile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html).

Figura 4 Contropartite di M3

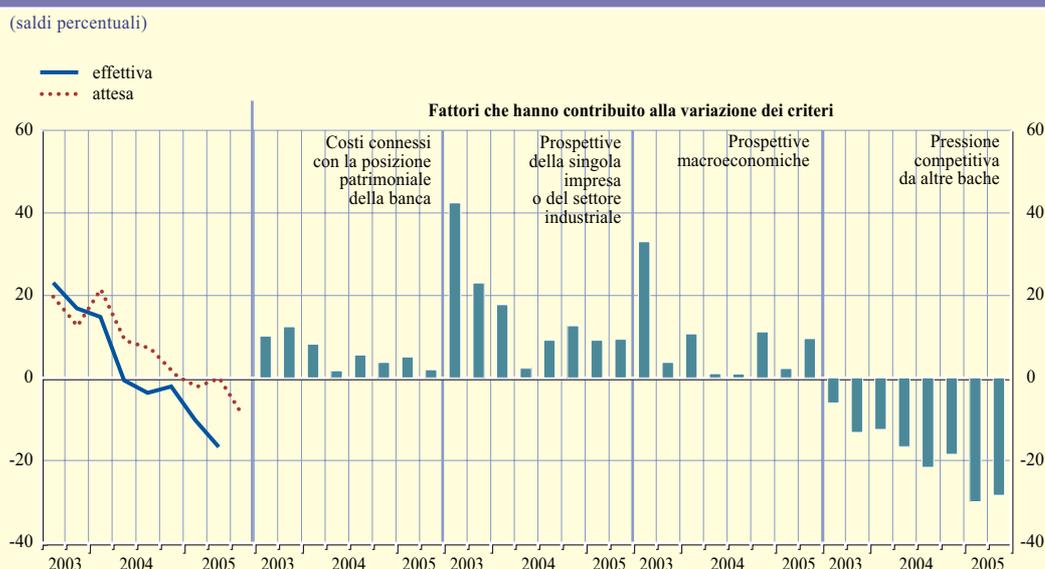
(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



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.

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



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

l’anno vi è stato un allentamento netto²⁾ dei criteri per la concessione del credito alle imprese superiore a quello osservato nel trimestre precedente. Nel contempo, tuttavia, le banche hanno lievemente inasprito i criteri applicati per la concessione di mutui alle famiglie per l’acquisto di abitazioni, mentre è diminuito il grado di allentamento netto dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie. Nondimeno, per il terzo trimestre gli istituti interpellati hanno previsto un allentamento netto dei criteri applicati nella concessione del credito sia alle imprese sia alle famiglie.

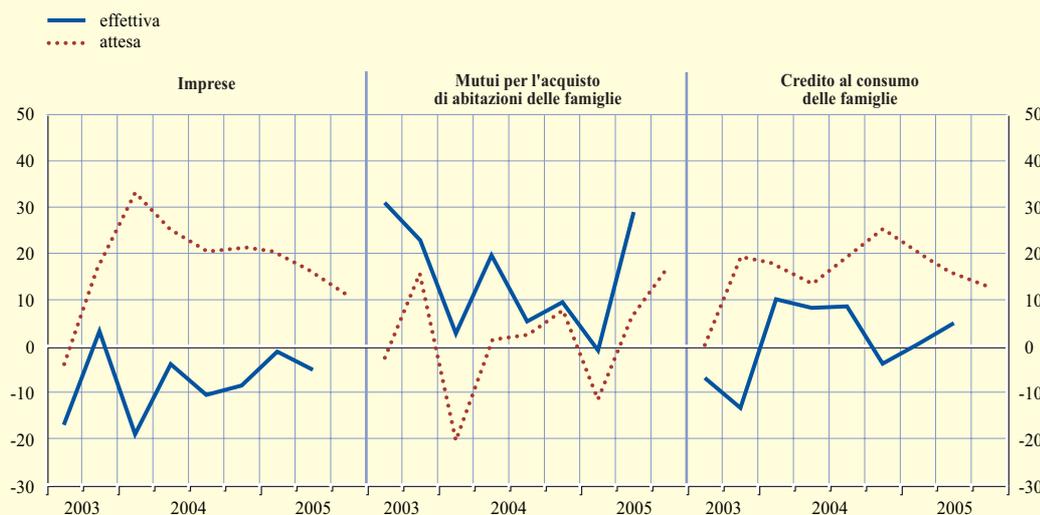
Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Per il secondo trimestre le banche hanno segnalato un allentamento netto dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito a favore delle imprese, più pronunciato di quello riportato nel trimestre precedente (-17 per cento, rispetto a -10 per cento). Si tratta del quinto trimestre consecutivo nel quale si registra un allentamento netto dei criteri per la concessione del credito, un andamento in linea con la tendenza osservata fin dalla prima indagine sul credito bancario (cfr. figura A, primo riquadro). Fra i fattori sottostanti le modifiche dei criteri per la concessione del credito, la concorrenza da altre banche è stato quello che ha maggiormente contribuito all’allentamento (cfr. figura A, quinto riquadro). Nel contempo, tra i fattori operanti in senso opposto, le percezioni dei rischi riguardo all’attività economica ge-

2) Il saldo percentuale netto fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri di concessione del credito e quella di banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo percentuale positivo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza a inasprire i criteri (“inasprimento netto”), mentre uno negativo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli (“allentamento netto”).

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

(saldi percentuali)



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

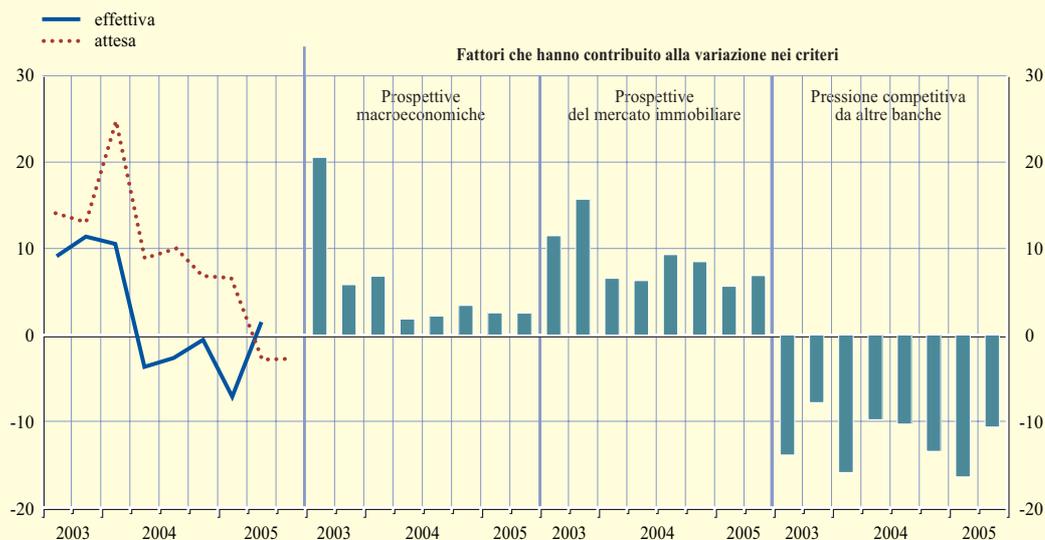
nerale hanno contribuito in maniera più incisiva rispetto al trimestre precedente all’inasprimento dei criteri per la concessione del credito (cfr. figura A, quarto riquadro). Per quanto concerne i termini e le condizioni del credito, l’ulteriore allentamento dei criteri di concessione del credito è stato realizzato principalmente attraverso un notevole calo dei margini di profitto sulla media dei prestiti, seguito da un allungamento della scadenza di questi ultimi. In termini di dimensioni dei mutuatari, le banche hanno segnalato un allentamento netto dei criteri per la concessione del credito a favore delle piccole e medie imprese, nonché un aumento significativo rispetto al trimestre precedente dell’allentamento netto dei criteri a favore delle grandi imprese.

Domanda di prestiti. La domanda netta ³⁾ di prestiti alle imprese è rimasta negativa ed è lievemente calata rispetto al trimestre precedente, collocandosi a -5 per cento da -1 (cfr. figura B, primo riquadro), benché il risultato sia stato pesantemente influenzato dall’andamento in un paese. Il calo della domanda netta ha interessato i prestiti sia alle piccole e medie imprese sia alle grandi. Stando agli istituti interpellati, i principali fattori che hanno contribuito al perdurare della contrazione della domanda netta sono stati il protrarsi di investimenti fissi deboli, il ricorso da parte delle imprese a fonti di finanziamento alternative, in particolare il finanziamento interno (connesso con la maggiore redditività), e il ricorso a prestiti ottenuti da altre banche. Tuttavia, gli istituti hanno segnalato che nel secondo trimestre le attività di ristrutturazione del debito, di fusione e acquisizione nonché di ristrutturazione societaria hanno rappresentato importanti fattori di compensazione che hanno spinto verso un incremento netto della domanda di prestiti da parte delle imprese.

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

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

(saldi percentuali)



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

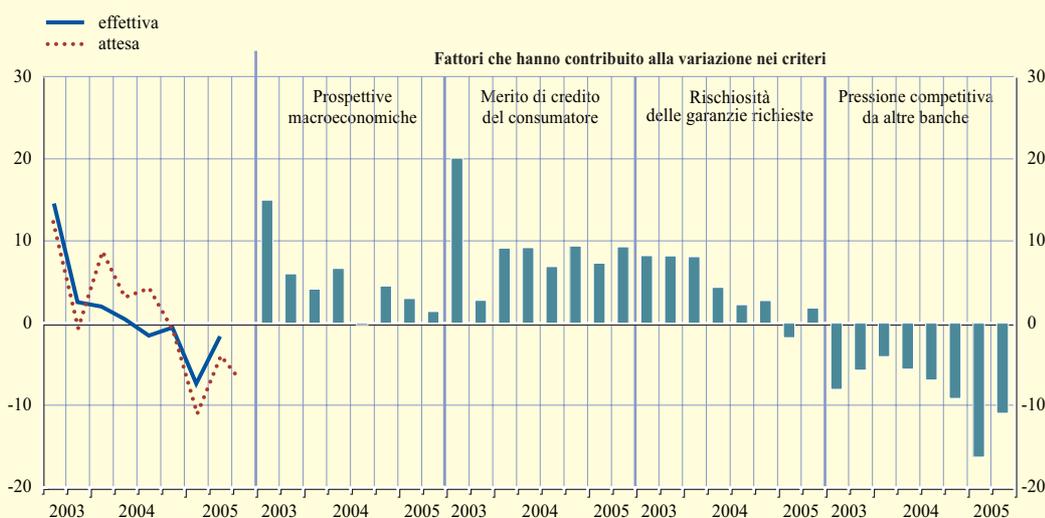
Aspettative. Nel complesso, per il terzo trimestre le banche hanno previsto un maggiore allentamento netto dei criteri di approvazione dei prestiti o delle linee di credito a favore delle imprese (cfr. figura A, primo riquadro). Nel contempo esse si attendono un aumento della domanda netta di prestiti da parte delle imprese (cfr. figura B, primo riquadro), più pronunciato per le piccole e medie imprese che per le grandi.

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre le banche hanno segnalato un lieve inasprimento netto dei criteri applicati alle famiglie in sede di approvazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (2 per cento, da -7 nel primo trimestre). Si tratta della prima volta dal primo trimestre del 2004 che gli istituti hanno segnalato un inasprimento netto di tali criteri (cfr. figura C, primo riquadro). L'inasprimento ha rispecchiato, in particolare, la crescente percezione di rischi da parte delle banche, connessi soprattutto al peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali (cfr. figura C, terzo riquadro), ma anche ai rischi relativi all'attività economica generale (cfr. figura C, secondo riquadro). Nel contempo la concorrenza fra banche ha continuato a contribuire a un allentamento netto, sebbene in misura inferiore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura C, quarto riquadro). Quanto ai termini e alle condizioni del credito, le banche hanno segnalato che il lieve inasprimento dei criteri applicati nella concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stato conseguito soprattutto mediante requisiti di garanzia più severi e margini più ampi sui prestiti maggiormente a rischio.

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

(saldi percentuali)



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

Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è fortemente cresciuta nel secondo trimestre, passando al 29 per cento da -1 per cento del trimestre precedente (cfr. figura B, secondo riquadro), riflettendo principalmente il contributo maggiormente positivo delle prospettive delle famiglie relativamente al mercato degli immobili residenziali.

Aspettative. Per il terzo trimestre le banche interpellate hanno previsto un lieve allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura C, primo riquadro). Si tratta solo della seconda volta che le banche hanno espresso attese di un allentamento dei criteri, dal momento che le condizioni del credito hanno mostrato la tendenza a essere meno restrittive di quanto previsto dalle banche stesse. Gli istituti hanno previsto ancora un ulteriore aumento della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni nel terzo trimestre (cfr. figura B, secondo riquadro).

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

Criteri per la concessione del credito. Quanto ai prestiti alle famiglie per il credito al consumo, i criteri per la concessione del credito hanno mostrato nel secondo trimestre un allentamento netto lievemente inferiore, a -2 per cento da -7 del trimestre precedente (cfr. figura D, primo riquadro). A tale allentamento netto ha concorso soprattutto l'accresciuta concorrenza fra banche (cfr. figura D, quinto riquadro). Le attese relative all'attività economica generale sono risultate in qualche misura meno negative del trimestre precedente, pur continuando a contribuire lievemente a un inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito (cfr. figura D, secondo

riquadro). Altri fattori di compensazione al lieve allentamento netto sono stati gli aumenti della percezione dei rischi derivanti da un minor merito di credito dei consumatori nonché dei rischi relativi alle garanzie richieste (cfr. figura D, terzo e quarto riquadro). Le banche hanno modificato i termini e le condizioni del credito al consumo principalmente riducendo i margini sulla media dei prestiti.

Domanda di prestiti. Secondo le banche interpellate, la domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è lievemente aumentata nel secondo trimestre (cfr. figura B, terzo riquadro), soprattutto per effetto dell'accresciuta spesa per beni di consumo durevoli.

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

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è rimasto relativamente sostenuto. L'attività di emissione dei titoli di debito ha continuato a essere sostenuta dal settore finanziario e in particolare dalle istituzioni finanziarie non monetarie, la cui attività di emissione ha ulteriormente accelerato. Al contrario, l'emissione di azioni quotate da parte di residenti dell'area è rimasta modesta.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è scesa al 7,2 per cento in maggio, dal 7,5 di aprile (cfr. tavola 3). Da gennaio 2004 l'andamento di questo tasso è stato sospinto soprattutto dalla vigorosa dinamica dei titoli di debito a lungo termine, laddove il tasso di variazione dei titoli a breve si è mantenuto relativamente modesto.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2005		2004		2005	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2005 apr.	2005 mag.
Emissione di titoli di debito:	9.706	6,9	7,1	6,8	7,2	7,5	7,2
IFM	3.845	7,9	8,5	8,8	9,0	8,9	8,4
Società finanziarie non monetarie	755	13,7	11,4	9,9	11,6	16,5	19,1
Società non finanziarie	611	2,2	3,6	3,0	3,2	5,9	5,3
Amministrazioni pubbliche	4.495	5,7	5,9	5,3	5,5	5,2	4,6
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.235	5,1	5,4	4,8	5,1	4,8	4,2
Altre amministrazioni pubbliche	260	18,5	16,4	14,6	13,7	12,8	11,7
Emissione di azioni quotate:	4.242	1,1	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0
IFM	678	2,3	1,7	2,0	2,6	2,1	2,0
Società finanziarie non monetarie	422	1,6	1,7	1,5	0,9	0,9	0,8
Società non finanziarie	3.143	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8

Fonte: BCE.

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

La forte crescita dell'emissione di titoli di debito a lungo termine è imputabile principalmente all'andamento dell'emissione di titoli di debito a tasso variabile, il cui tasso di variazione è progressivamente aumentato dal 12,8 per cento di gennaio 2004 al 19,2 di maggio 2005. Di conseguenza, la quota dei finanziamenti a tasso variabile nelle consistenze totali dei titoli a lungo termine emessi da residenti dell'area dell'euro è salita a quasi il 23 per cento in maggio.

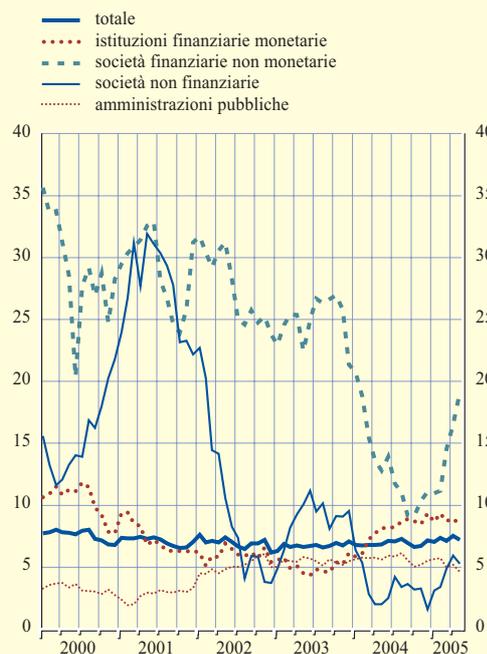
Per quanto concerne l'emissione per settore, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM è calato dal mese precedente, pur rimanendo relativamente elevato in maggio all'8,4 per cento (cfr. figura 5). In questo settore, sempre in maggio, il finanziamento mediante titoli di debito a lungo termine a tasso variabile è stato particolarmente sostenuto, al 17,9 per cento, facendo raggiungere quindi alle consistenze dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro una quota del 36 per cento. La forte crescita dell'emissione di titoli di debito da parte delle IFM può essere connessa con il fabbisogno finanziario generato dall'aumento relativamente sostenuto dei prestiti delle IFM al settore privato, nonché con il costo relativamente contenuto del debito.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è sceso al 5,3 per cento in maggio, dal 5,9 di aprile, per effetto principalmente del calo del tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine emessi da questo settore, passato dal 6,8 per cento di aprile al 5,6 di maggio. La crescita delle emissioni da parte di società non finanziarie è derivata in gran parte dai titoli di debito a tasso variabile che hanno continuato a crescere in maniera relativamente vigorosa. Di conseguenza, nello stesso mese la quota dei finanziamenti a tasso variabile delle consistenze totali dei titoli a lungo termine emessi da società non finanziarie è salita a circa il 16 per cento. Il tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine emessi da società non finanziarie, che tende a seguire un andamento piuttosto volatile, è salito al 3,8 per cento in maggio, dall'1,8 del mese precedente.

L'emissione di obbligazioni societarie ha mostrato una rimarchevole capacità di tenuta negli ultimi mesi nonostante il livello modesto del clima di fiducia del settore industriale e l'ampliarsi dei differenziali sulle obbligazioni societarie a causa dei timori sulla qualità creditizia di alcune società non finanziarie (cfr. il riquadro *Destagionalizzazione dei dati relativi alle emissioni di titoli*). A tale riguardo, il livello relativamente elevato delle emissioni da parte di società non finanziarie in maggio sembra essere stato sostenuto dal perdurare di favorevoli condizioni di costo nel finanziamento mediante titoli di debito nonché da una ripresa dell'attività di fusione e acquisizione. Nel contempo, sempre nello stesso mese, i rimborsi di titoli di debito da parte di società non finanziarie sono stati relativamente elevati, il che potrebbe indicare sforzi di ristrutturazione del debito. Questa ipotesi

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.

è suffragata dall'evidenza riscontrabile nell'indagine di luglio sul credito bancario (cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro*), dal momento che le banche hanno segnalato che la ristrutturazione del debito ha contribuito a un incremento netto della domanda di prestiti da parte delle imprese.

Il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è ulteriormente salito al 19,1 per cento in maggio, dal 16,5 di aprile. In questo settore gran parte della crescita è imputabile all'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile, che è aumentata di circa il 40 per cento nel mese in esame. L'importanza dell'attività di emissione da parte di società finanziarie non monetarie è cresciuta in maniera sostanziale, come indicano le consistenze dei titoli di debito emessi, che in maggio sono state superiori del 27 per cento rispetto alle società non finanziarie, mentre due anni fa erano sostanzialmente dello stesso ammontare. A tale riguardo, le società non finanziarie e le IFM in parte usano anche queste società per raccogliere indirettamente finanziamenti esterni tramite *special purpose vehicles* (SPV). Sebbene non siano attualmente disponibili dati aggregati e armonizzati sugli strumenti finanziari specifici utilizzati dalle SPV, l'emissione di titoli di debito da parte di società non finanziarie è stata incentivata dalla rapida evoluzione in diversi paesi dell'area dell'euro in anni recenti di nuovi processi finanziari, come la cartolarizzazione e la finanza strutturata.

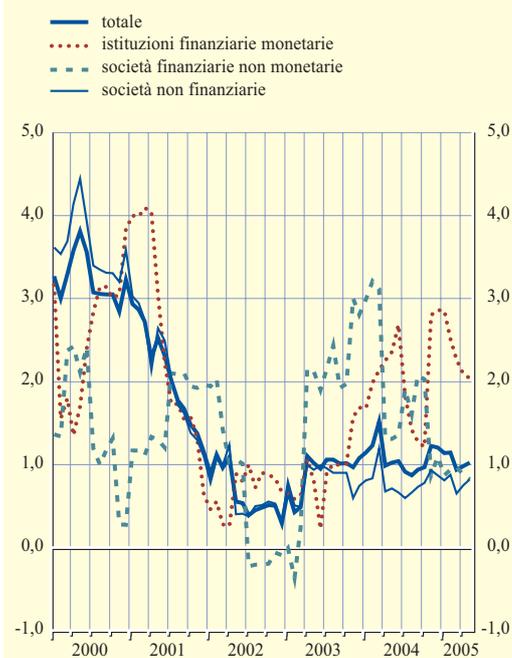
In maggio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è sceso al 4,6 per cento, dal 5,2 del mese precedente. L'emissione da parte del settore delle amministrazioni centrali, alle quali fanno capo circa il 95 per cento delle consistenze totali di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche, è scesa al 4,2 per cento, dal 4,8 di aprile. I dati destagionalizzati sull'emissione netta da parte delle amministrazioni centrali mostrano nello stesso periodo una marcata flessione, dai 22,7 miliardi di euro di aprile ai 3,9 miliardi di maggio. Nel contempo il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dagli altri comparti delle amministrazioni pubbliche, che comprendono principalmente le amministrazioni locali, è sceso all'11,7 per cento in maggio, dal 12,8 del mese precedente. Guardando a un periodo più lungo, la crescita dei titoli di debito emessi dagli altri comparti delle amministrazioni pubbliche (fra cui amministrazioni locali e regionali) è andata progressivamente calando dal picco del 33 per cento di febbraio 2003.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto modesto all'1,0 per cento in maggio (cfr. figura 6). In particolare, il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano quasi i tre quarti delle consistenze di azioni quotate emesse da residenti dell'area, è rimasto invariato allo 0,8 per cento.

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.

È probabile che la modesta emissione di azioni sia connessa con l'elevato costo reale dell'emissione di azioni rispetto a quello molto favorevole del finanziamento mediante indebitamento nel passato recente. Inoltre, potrebbe aver influito anche il livello relativamente basso di investimenti nell'area dell'euro, dal momento che l'emissione di azioni sembra essere collegata al fabbisogno di finanziamento esterno derivante da investimenti a lungo termine. Il tasso di crescita delle consistenze di azioni quotate emesse dalle IFM e da società finanziarie non monetarie è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente.

Riquadro 2

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE RIGUARDANTI LE EMISSIONI DI TITOLI

Questo numero del Bollettino mensile include per la prima volta statistiche destagionalizzate sull'emissione di titoli e fornisce pertanto un nuovo strumento per l'analisi dell'attività netta di emissione di titoli di debito nell'area dell'euro. In particolare, la disponibilità di dati destagionalizzati agevola l'analisi delle dinamiche di breve termine e l'identificazione di cambiamenti nelle tendenze di fondo ¹⁾.

I nuovi dati destagionalizzati sono stati prodotti per tutti i settori, con un'ulteriore suddivisione per scadenza (a breve e a lungo termine), utilizzando il metodo X-12-ARIMA. I dati destagionalizzati relativi al totale delle emissioni sono ottenuti indirettamente, sommando quelli disaggregati per settore e per scadenza.

Le informazioni destagionalizzate sulle consistenze in essere, sulle emissioni nette e sui tassi di crescita delle emissioni di titoli sono basate sulla destagionalizzazione dell'indice delle consistenze nozionali, calcolato sulla base dei cambiamenti nelle consistenze in essere dovuti all'emissione netta di titoli. Questo approccio è coerente con la procedura normalmente utilizzata per la destagionalizzazione degli aggregati monetari.

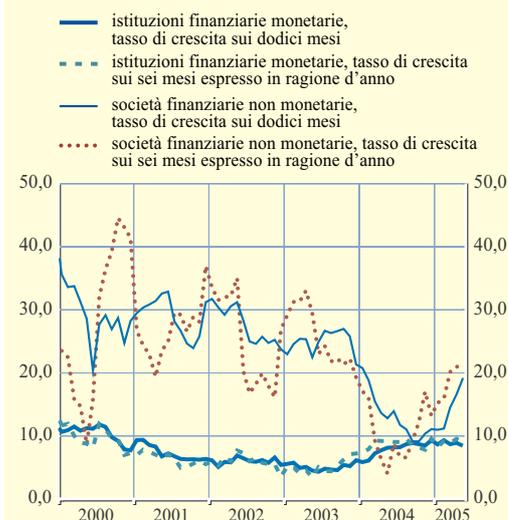
Il profilo stagionale varia a seconda delle scomposizioni per settore e per scadenza. In particolare, l'emissione di titoli di debito a lungo termine presenta un minimo stagionale di pari entità in gennaio e in dicembre, mentre si possono notare picchi stagionali in giugno e luglio. L'emissione totale di titoli di debito nell'area dell'euro mostra un minimo stagionale in dicembre e un picco inferiore ma significativo in maggio.

Le nuove statistiche destagionalizzate permettono di analizzare le dinamiche di breve termine dell'attività netta di emissione. Tassi di crescita sui tre mesi o sui sei mesi destagionalizzati ed espressi in ragione d'anno tendono a indicare cambiamenti nel ciclo di emissione in maniera più tempestiva rispetto ai tassi annuali. Questa maggiore tempestività, tuttavia, può comportare un costo in termini di maggiore erraticità, particolarmente in periodi di assenza di una tendenza significativa nel tasso annuale di crescita (cfr. per esempio la crescita dei titoli emessi da società finanziarie non monetarie fra il 2000 e la fine del 2003 nella figura A). Nondimeno, in periodi che precedono un punto di svolta, l'analisi delle dinamiche a breve termine segnala una variazione nella crescita dell'emissione di titoli prima dei tassi annuali. L'impiego dei tassi di crescita su sei mesi sembra un compromesso accettabile fra l'incremento della volatilità di tali tassi e la

1) Informazioni e dati più dettagliati sono disponibili nel sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/stats/money/securities/sadj/html/index.en.html>).

Figura A Titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie monetarie e da società finanziarie non monetarie

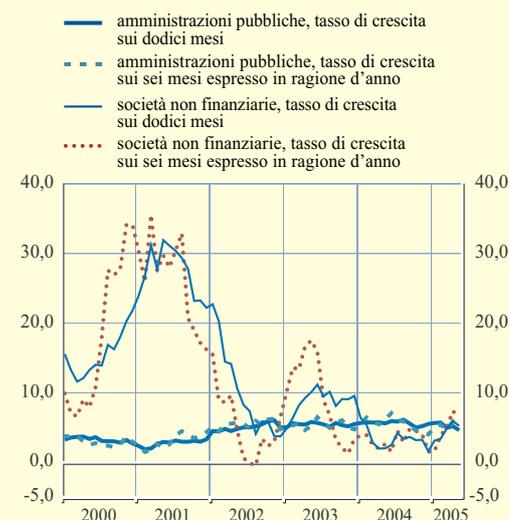
(tassi di crescita in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Figura B Titoli di debito emessi da società non finanziarie e amministrazioni pubbliche

(tassi di crescita in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

migliore tempestività dei segnali. Ciò può essere illustrato dall'andamento dei tassi di crescita su sei mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie (cfr. figura B). I cambiamenti nella tendenza dell'attività di emissione per tali titoli che hanno avuto luogo nella seconda metà del 2000, a metà del 2001, all'inizio del 2003 e ancora alla fine del 2003 sono indicati con notevole anticipo dai tassi di crescita sui sei mesi rispetto a quelli annuali. Nel 2004, quando per contro l'andamento nell'emissione di titoli è stato abbastanza stabile, i tassi di crescita sui sei mesi e quelli annuali mostrano profili analoghi (cfr. figura B).

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In luglio i tassi di interesse del mercato monetario a più breve termine sono rimasti stabili, mentre quelli a più lunga scadenza sono aumentati considerevolmente. Pertanto, l'inclinazione della curva dei rendimenti è divenuta nuovamente positiva nel corso del mese, dopo essere stata lievemente negativa a fine giugno. Anche i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei prezzi dei contratti future con scadenza fra settembre 2005 e giugno 2006 hanno segnato un netto incremento.

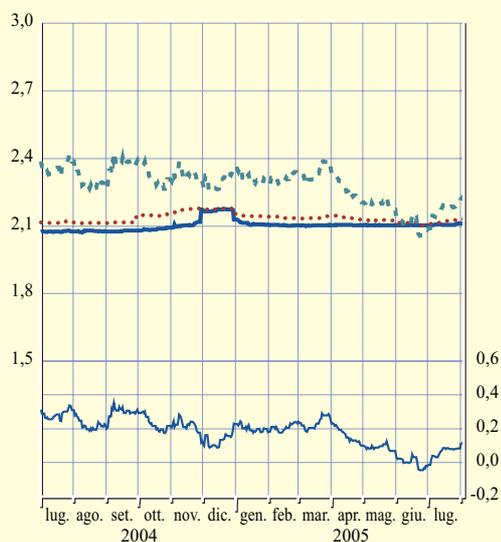
In luglio i tassi del mercato monetario nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Per contro, l'Euribor a dodici mesi è notevolmente aumentato nelle prime due settimane del mese, per stabilizzarsi successivamente intorno al 2,20 per cento. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti è divenuta positiva dagli inizi di luglio e il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è collocato a 12 punti base il 3 agosto, a fronte di un valore nullo il 30 giugno.

Analogamente, tra la fine di giugno e il 3 agosto, i tassi Euribor a tre mesi impliciti nei prezzi dei contratti future con scadenza a settembre e dicembre 2005 e a marzo e giugno 2006 hanno registrato

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)

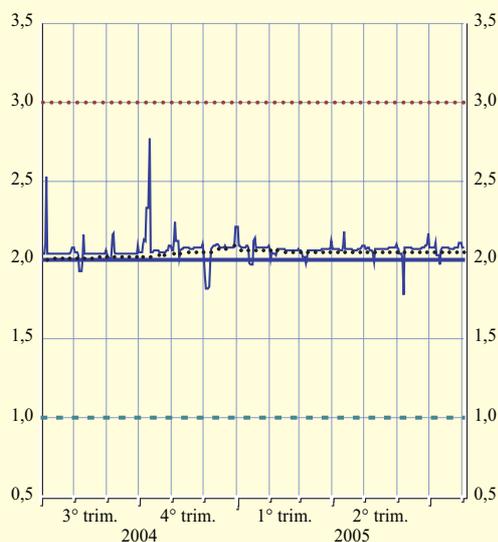


Fonte: Reuters.

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.

aumenti compresi fra 7 e 33 punti base. Il 3 agosto questi tassi si sono collocati rispettivamente al 2,13, 2,20, 2,26 e 2,36 per cento.

In luglio i tassi del mercato monetario nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti sono rimasti relativamente stabili. Nello stesso mese, i tassi marginale e medio ponderato sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si sono collocati al 2,05 per cento per tutte le operazioni, con la sola eccezione di quella del 26 luglio, quando il tasso medio ponderato è salito al 2,06 per cento a causa dell'effetto di fine mese. L'Eonia (*Euro Overnight Index Average*) si è mantenuto sostanzialmente stabile attorno al 2,07-2,08 per cento per quasi tutto il mese, a eccezione dell'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve e dell'ultimo giorno lavorativo del mese. Il 12 luglio, ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve, l'Eonia è sceso al 2,06 per cento. Un'operazione di *fine tuning* mirata all'assorbimento di liquidità non ha eliminato completamente la liquidità in eccesso poiché le banche hanno offerto per la raccolta depositi a tempo determinato per un importo pari soltanto a 9,6 miliardi di euro, a fronte dell'annuncio di uno squilibrio di liquidità pari a 10 miliardi. L'ultimo giorno lavorativo di luglio l'Eonia è salito al 2,11 per cento, riflettendo il consueto effetto di fine mese (cfr. figura 8).

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 28 luglio i tassi marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 2,07 e al 2,08 per cento, entrambi superiori di 1 punto base rispetto all'operazione precedente (30 giugno) e inferiori di 5 punti base rispetto ai tassi Euribor a tre mesi prevalenti a quella data.

LA TRASMISSIONE DELLA VOLATILITÀ DEL TASSO DI INTERESSE *OVERNIGHT* AI TASSI DI INTERESSE A PIÙ LUNGO TERMINE NEL MERCATO MONETARIO DELL'AREA DELL'EURO

La trasmissione della volatilità del tasso di interesse *overnight* ai tassi di interesse a più lungo termine nel mercato monetario riveste una grande importanza per una banca centrale. Qualsiasi impatto significativo della normale volatilità del tasso di interesse *overnight* sui tassi di interesse con scadenze più lunghe desterebbe preoccupazione sull'appropriata attuazione e segnalazione dell'orientamento della politica monetaria. In particolare, si metterebbe in discussione la "neutralità" della politica di liquidità. Quest'ultima è "neutrale" ogniqualvolta l'orientamento della politica monetaria è determinato dalle decisioni adottate in materia di tassi ufficiali dall'autorità competente preposta alla definizione della politica monetaria, piuttosto che subordinato alla gestione delle condizioni di liquidità. In quest'ultima evenienza, le decisioni sono volte esclusivamente ad attenuare gli shock di breve termine nelle condizioni di liquidità delle IFM.

Nella letteratura di economia empirica, diversi studi hanno già trattato questo problema relativamente al mercato monetario dell'area dell'euro, basandosi per la maggior parte su modelli di volatilità condizionale¹⁾. Essi non riscontrano, in genere, nessuna evidenza significativa di trasmissione della volatilità lungo la curva dei rendimenti. In molti di questi studi sono state usate misure della volatilità dei tassi di interesse derivate da modelli specifici e stimate sulla base di dati disponibili a una frequenza relativamente bassa (giornaliera o inferiore in quasi tutti i casi). Studi recenti che analizzano dati con frequenza elevata hanno usato modelli analoghi. Inoltre, gli studi precedenti solitamente hanno utilizzato dati relativi al periodo anteriore all'introduzione delle modifiche nell'assetto operativo dell'Eurosistema del marzo 2004.

Al fine di offrire una nuova prospettiva, il presente riquadro riporta una valutazione della trasmissione della volatilità nel mercato monetario dell'area dell'euro basata su una misura della volatilità effettiva, come definita da Andersen e Bollerslev²⁾. Tale misura non si basa su un modello specifico, ma rappresenta semplicemente la volatilità dei rendimenti sulla base delle informazioni relative alle variazioni infragiornaliere dei tassi di interesse³⁾. La volatilità effettiva è stata calcolata per i tassi di interesse *overnight*, a un mese, a tre mesi e a un anno nel periodo compreso fra il 24 dicembre 2003 e il 7 giugno 2005 utilizzando dati sulle variazioni dei tassi su intervalli di cinque minuti fra le 9.00 e le 18.00. In questo contesto, il vantaggio di usare una misura della volatilità che prescinde da un modello è duplice: in primo luogo, l'approccio è più solido rispetto al potenziale impatto di modifiche all'assetto operativo, che può incidere sulla dinamica dei tassi di interesse; in secondo luogo, la misura ammette interruzioni strutturali connesse a fattori istituzionali specifici. Utilizzando queste misure, è stato

- 1) I modelli utilizzati erano modelli di *autoregressive conditional heteroskedasticity* (ARCH) o relative varianti. In questa categoria di modelli, la varianza condizionale è rappresentata come funzione dei suoi valori passati. Per ulteriori dettagli, cfr. i contributi seminali di Engle, R. F. (1982), "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation.", *Econometrica*, vol. 50, pp. 987-1008, e Bollerslev, T. (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity", *Journal of Econometrics*, vol. 31, pp. 307-327.
- 2) Per maggiori dettagli, cfr. Andersen, T. G., Bollerslev, T. (1997), "Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets", *Journal of Empirical Finance*, vol. 4, pp. 115-158.
- 3) È dimostrabile che questa misura fornisce una stima accurata e consistente della volatilità dei tassi di interesse. A tale scopo, cfr. Andersen, T. G., Bollerslev, T. (1998), "Answering the skeptics: yes, standard volatility models do provide accurate forecasts", *International Economic Review*, vol. 39, pp. 885-905.

specificato e stimato un modello *vector autoregression* (VAR) con cinque ritardi. Tale modello costituisce un modo semplice per analizzare la relazione dinamica fra le volatilità dei tassi di interesse a diverse scadenze.

Per tenere in considerazione il fatto che i giorni fra l'ultima operazione di rifinanziamento regolare e la fine del periodo di mantenimento delle riserve sono solitamente caratterizzati da un livello di volatilità più marcato nel tasso *overnight*, nel modello è stata introdotta anche una variabile *dummy* per questi giorni. Tale variabile coglie gli effetti sulle stime del modello VAR che derivano dall'incremento sistematico della volatilità negli ultimi giorni di ciascun periodo di mantenimento e, quindi, consente una stima più accurata dei parametri del modello.

La valutazione della trasmissione della volatilità

Usando questo approccio, la trasmissione della volatilità lungo la curva dei rendimenti è stata valutata sulla base di funzioni di risposta a impulso. Queste illustrano gli effetti dinamici di una variazione inattesa, o "shock", in una variabile a un dato momento su se stessa e sulle altre variabili del modello in periodi successivi. Più specificatamente, sulla base del modello VAR a quattro dimensioni specificato per le serie di quattro tassi di interesse, la figura mostra la risposta della volatilità dei tassi di interesse con scadenza compresa fra *overnight* e un anno a shock nella volatilità del tasso di interesse *overnight*, ovvero il tasso più sensibile alle condizioni di liquidità. Per ciascuna scadenza, le funzioni di risposta a impulso sono calcolate su un periodo di 25 giorni (ovvero circa un mese lavorativo) e sono indicate congiuntamente a un intervallo di confidenza del 95 per cento.

Nella figura le quattro funzioni di risposta a un impulso mostrano che la risposta a shock nella volatilità del tasso di interesse *overnight* è statisticamente significativa unicamente per la scadenza *overnight* e, anche in questo caso, è circoscritta solo a pochi giorni. L'impatto sulla volatilità dei tassi con scadenza più lunga è estremamente modesto per dimensioni (si notino le diverse scale nei singoli riquadri della figura) e non statisticamente significativo in tutti i casi, come indicano gli intervalli di confidenza comprendenti lo zero. Inoltre, ogni effetto scompare dopo pochi giorni, senza persistenza.

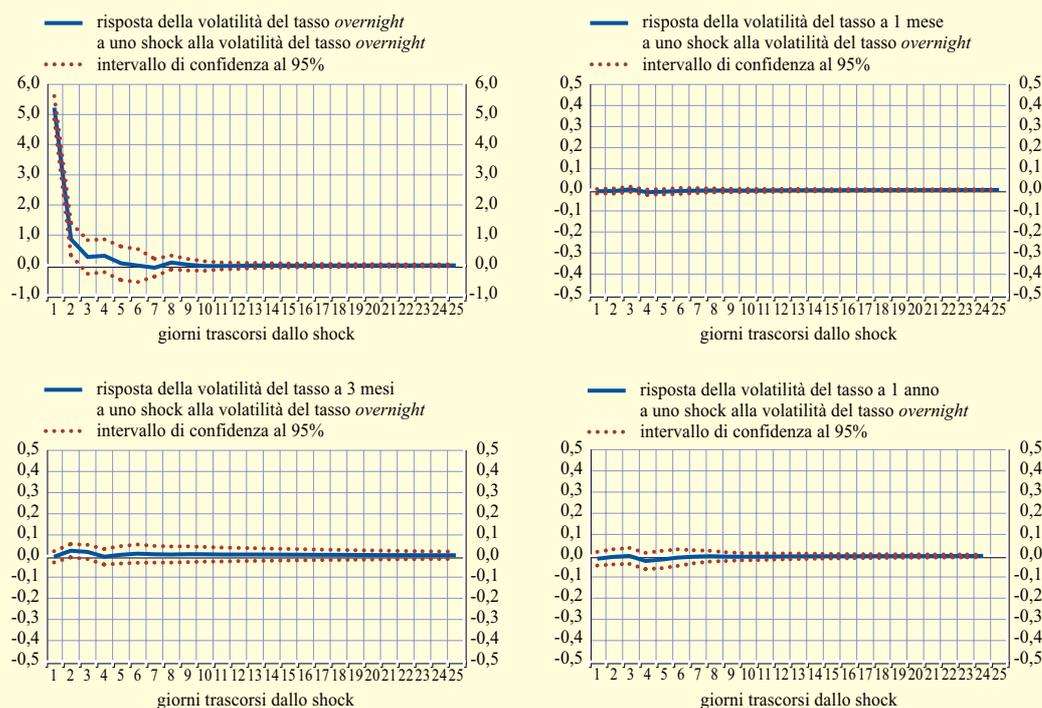
A fronte di tale contesto e sulla base della volatilità effettiva, si può concludere che episodi di più marcata volatilità del tasso di interesse *overnight*, soprattutto alla fine del periodo di mantenimento delle riserve, non hanno avuto alcun impatto significativo sui tassi a più lunga scadenza. Non sussiste pertanto alcuna evidenza di una trasmissione della volatilità lungo la curva dei rendimenti del mercato monetario dell'area dell'euro nei mesi recenti. Insieme al dato sulla consistente flessione della volatilità (effettiva) del tasso *overnight*, occorsa successivamente all'introduzione di alcune modifiche nell'assetto operativo nel marzo 2004, questo risultato conferma che, in un'ottica di politica monetaria, l'assetto operativo dell'Eurosistema funziona in maniera adeguata e che l'introduzione di tali modifiche non ne ha alterato l'efficienza⁴⁾.

Tali risultati, ancorché basati su un modello statistico relativamente semplice, confermano in larga misura le conclusioni cui è giunta la letteratura esistente. In generale, l'esercizio ha indicato che

4) Per una rassegna esaustiva delle modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema, cfr. l'articolo *L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino. Per i risultati sulla volatilità del tasso di interesse *overnight*, cfr. il riquadro 2 *La volatilità del tasso di interesse overnight in un'ottica di medio termine* nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

Funzioni di risposta a impulso dei tassi *overnight*, a 1 mese, a 3 mesi e a 1 anno rispetto a una variazione inattesa del tasso *overnight* su un orizzonte di 25 giorni

(in punti base)



non sussiste alcuna evidenza di trasmissione della volatilità del tasso di interesse *overnight* a tassi di interesse a più lungo termine nel mercato monetario dell'area dell'euro. Nel complesso, l'esercizio ha confermato che l'assetto operativo dell'Eurosistema riesce adeguatamente a facilitare la segnalazione dell'orientamento della politica monetaria, una delle sue funzioni fondamentali.

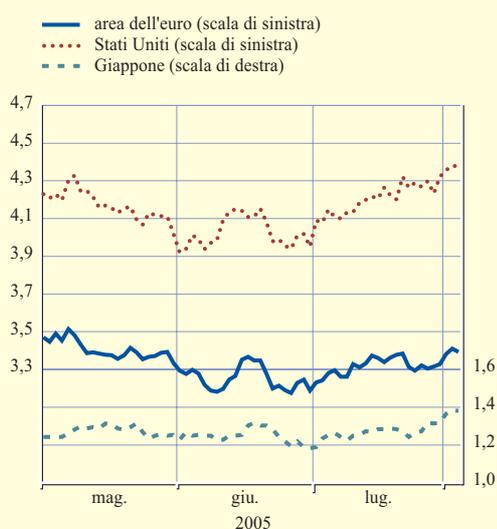
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel corso di luglio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati nei principali mercati, rispecchiando principalmente, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, un incremento dei rendimenti reali. In particolare, negli Stati Uniti sono migliorate le prospettive di crescita percepite dagli operatori. Nel complesso, i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine non hanno segnato variazioni di rilievo nelle due aree economiche.

Nei principali mercati obbligazionari i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati su tutte le scadenze. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono aumentati di circa 20 punti base tra la fine di giugno e il 3 agosto, collocandosi in questa data al 3,4 per cento (cfr. figura 9). Negli Stati Uniti l'incremento è stato più significativo, circa 40 punti base, e il 3 agosto i rendimenti a dieci anni si sono situati al 4,4 per cento. Si è pertanto ampliato il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, salito a circa 100 punti base il 3 agosto. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni hanno concluso il periodo in esame all'1,4 per cento, 20 punti base al di sopra dei livelli di fine giugno.

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

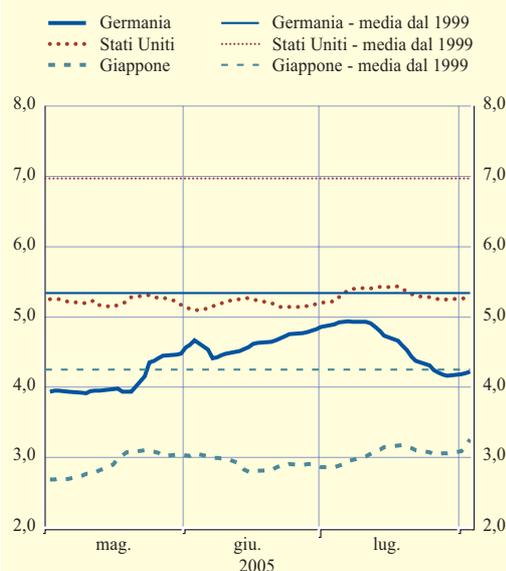
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

L'incertezza sugli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta sostanzialmente invariata negli Stati Uniti e in Giappone. Essa si è invece notevolmente ridotta nell'area dell'euro, invertendo l'andamento al rialzo dei mesi precedenti, cui avevano probabilmente contribuito sia l'aumento dell'incertezza a seguito dei referendum sulla Costituzione europea, sia le attese di un'eventuale modifica dell'orientamento della politica monetaria della BCE (cfr. figura 10).

Negli Stati Uniti il marcato incremento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine in luglio è ascrivibile principalmente agli andamenti dei corrispondenti rendimenti obbligazionari reali, saliti di circa 30 punti base tra la fine di giugno e il 3 agosto. All'origine della crescita dei rendimenti nominali e reali pare esservi la maggiore fiducia degli investitori sulle prospettive di breve e medio periodo riguardo all'attività economica nel paese, specie dopo l'ultima valutazione sullo stato dell'economia statunitense presentata da Alan Greenspan, presidente della Federal Reserve. Nel contempo, la pubblicazione di numerosi dati positivi pare aver controbilanciato i timori per le ripercussioni delle elevate quotazioni petrolifere. Inoltre, il passaggio della Cina a un regime di cambio maggiormente flessibile potrebbe aver generato attese di un calo della domanda di titoli del Tesoro statunitensi. Le aspettative di inflazione degli operatori di mercato negli Stati Uniti, misurate dai tassi di inflazione di pareggio, sono rimaste sostanzialmente invariate su tutte le scadenze.

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati sospinti dalle recenti informazioni relativamente positive sull'attività economica, che paiono aver controbilanciato le preoccupazioni degli investitori riguardo ai livelli persistentemente elevati delle quotazioni petrolifere e ai loro effetti sulla crescita economica. Inoltre, la decisione della Cina di adottare un regime di cambio relativamente più flessibile potrebbe aver altresì contribuito a questo andamento.

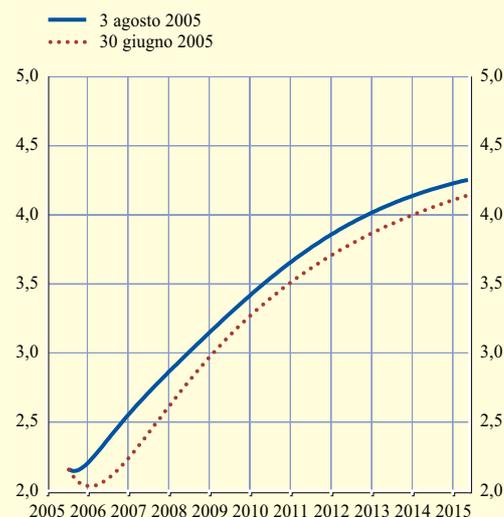
Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati in luglio, invertendo l'ulteriore movimento al ribasso registrato a giugno, quando erano stati raggiunti i livelli più bassi dall'inizio della Terza fase dell'UEM. Il riquadro 4 descrive, in una prospettiva storica di più lungo periodo, gli andamenti dei tassi di interesse nominali a breve e a lungo termine nelle maggiori economie dell'area. La percezione degli operatori riguardo alle prospettive dell'attività economica nell'area dell'euro pare essere migliorata, di riflesso al quadro più positivo delineato nelle ultime settimane da taluni indicatori delle indagini congiunturali. Nel corso di luglio i rendimenti sulle obbligazioni indicizzate sono saliti moderatamente, mostrando tuttavia una lieve tendenza calante verso la fine del periodo. Per quanto riguarda le attese inflazionistiche nell'area dell'euro,

il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, derivato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato francesi e quelli di analoghi titoli indicizzati con scadenza nel 2015, si è leggermente accresciuto agli inizi di luglio per poi oscillare intorno al 2 per cento per quasi tutto il resto del mese.

All'inizio di agosto i tassi di interesse overnight a termine risultavano superiori a quelli di un mese prima su tutte le scadenze, presumibilmente di riflesso al miglioramento delle prospettive di crescita percepite dagli operatori (cfr. figura 11).

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.

Riquadro 4

TASSI DI INTERESSE NOMINALI A LUNGO E A BREVE TERMINE NEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA STORICA

Di recente si è enfatizzato il fatto che, in una prospettiva storica, il livello prevalente dei tassi di interesse nominali è molto basso su tutte le scadenze nell'area dell'euro. Questo riquadro analizza gli andamenti dei tassi di interesse nominali a lungo e a breve termine nei maggiori paesi dell'area dell'euro dall'inizio del 20° secolo.

Nel confrontare queste serie dei tassi di interesse nel tempo si dovrebbero tenere presenti fin dall'inizio diversi motivi di cautela. In primo luogo, i mercati monetari e, in particolare, obbli-

gazionari si sono sviluppati gradualmente e, di conseguenza, la liquidità di questi ultimi è variata con il passare del tempo. In secondo luogo, per diversi periodi i dati non sono disponibili o non sono sufficientemente rappresentativi, con conseguenti interruzioni nelle serie temporali. Ciò vale in particolare per il periodo relativo e immediatamente successivo alle due guerre. Pertanto, tali periodi sono esclusi completamente dal campione. In aggiunta, in alcuni casi si sono evidenziate fasi di inflazione eccezionalmente elevata. Più in particolare, agli inizi degli anni venti la Germania è entrata in un periodo di iperinflazione, per cui i tassi di interesse registrati non erano comparabili con quelli del resto del campione. Inoltre, vi sono alcune interruzioni nei dati laddove eventi specifici in alcuni paesi hanno inciso sulla produzione delle statistiche. In terzo luogo, al fine di costruire serie temporali di tale lunghezza è stato necessario utilizzare serie temporali diverse per strumenti differenti (cfr. anche la nota delle Tavola A e B).

Tavola A Tassi di interesse a lungo termine

(dati mensili)

	Livello corrente ¹⁾	Media				Minimo			
		1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004	1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004
Germania	3,24	3,55	5,93	6,98	4,58	3,23	4,50	3,63	3,55
Francia	3,29	3,14	4,65	7,96	4,68	2,93	3,34	3,73	3,68
Italia	3,45	3,81	4,83	9,69	4,84	3,53	3,87	3,89	3,83

Fonte: Global Financial Data.

1) Livello medio dei dati giornalieri dal 1° luglio al 3 agosto 2005.

Nota: per la Germania si considerano dal 1900 al 1914 il Prestito Imperiale al 3%, dal 1924 al 1927 le obbligazioni ipotecarie al 5%, dal 1928 al 1935 le obbligazioni ipotecarie al 6%, dal 1950 al 1955 le obbligazioni non tassate al 5%, dal maggio 1956 al 1967 i titoli di Stato al 6%, dal 1967 i titoli di Stato a 10 anni. Per la Francia si considerano dal 1900 al 1950 le obbligazioni vitalizie al 3%, dal 1951 al 1971 le obbligazioni vitalizie al 5%, dall'inizio del 1972 un indice di rendimenti obbligazionari pubblici e semi-pubblici per emissioni garantite dal Governo, dal 1987 i rendimenti obbligazionari sui titoli di Stato a 10 anni. Per l'Italia si considerano dal 1900 al 1953 le obbligazioni vitalizie al 3,5%, per il 1954 i prestiti per la ricostruzione al 5%, dal 1955 un indice di buoni del Tesoro con scadenza media a 6 anni, dal 1991 i titoli di Stato a 10 anni.

Tavola B Tassi di interesse a breve termine

(dati annuali)

	Livello corrente ¹⁾	Media				Minimo			
		1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004	1900-14	1919-39	1950-98	1999-2004
Germania	2,12	3,61	4,54	5,80	3,23	2,19	2,83	3,22	2,11
Francia	2,12	2,64	3,70	7,06	3,23	1,75	1,30	2,43	2,11
Italia	2,12	4,82	5,27	8,43	3,23	4,34	3,10	3,50	2,11

Fonti: base dati storici macroeconomici in linea dell'NBER, Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, BRI e Homer S., Sylla, R. (1996): *A History of Interest Rates*, 3° ed., Rutgers University Press, New Jersey.

1) Livello medio dell'Euribor a tre mesi giornaliero dal 1° luglio al 3 agosto 2005.

Nota: per la Germania: tasso di sconto privato (accettazioni bancarie alla clientela migliore) (1900-39) eccetto per il 1923-24 e il 1945-48, anni per i quali i dati non sono disponibili; tasso del mercato monetario a tre mesi (1949-98). Per la Francia: tasso di sconto sul mercato aperto (1900-39), eccetto per il 1919-24, in cui si usa il tasso di sconto ufficiale della Banque de France; tasso di interesse giornaliero del mercato monetario (1946-69); tasso del mercato monetario a tre mesi (1970-98). Per l'Italia: tasso di sconto ufficiale (1900-70) corretto fino al 1968 per riduzioni del tasso; tasso del mercato monetario a tre mesi (1971-98). Dal 1999 in poi si considera l'Euribor a tre mesi per tutti e tre i paesi.

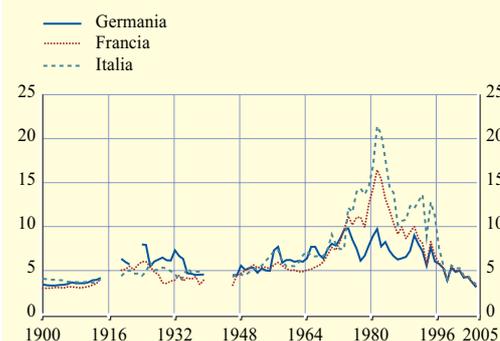
Un importante motivo di cautela aggiuntivo è che l'analisi tiene conto soltanto dei livelli dei tassi di interesse nominali. Sebbene i tassi di interesse reali aggiungerebbero informazioni rilevanti, le limitazioni dei dati sugli indici dei prezzi al consumo e sulle attese di inflazione dei paesi restringerebbero il confronto a un campione considerevolmente più breve ¹⁾.

La figura A mostra i tassi di interesse nominali a lungo termine per Germania, Francia e Italia dal 1900. Per il periodo compreso fra l'inizio del campione e l'avvio della Prima guerra mondiale

1) Per un'analisi simile comprendente anche i tassi di interesse reali per il periodo 1950-2003, cfr. il riquadro 3 nel numero di settembre 2003 di questo Bollettino.

Figura A Tassi di interesse a lungo termine

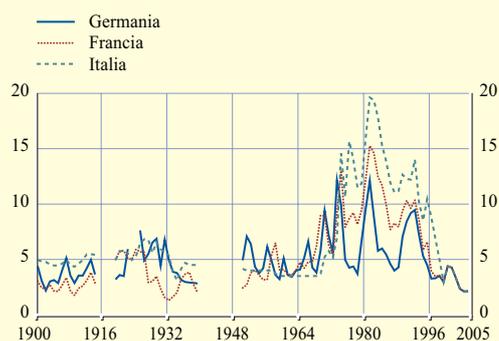
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonte: Global Financial Data.
Nota: i dati relativi al 2005 coprono il periodo fino a luglio.

Figura B Tassi di interesse a breve termine

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



Fonti: cfr. tavola B.
Nota: i dati relativi al 2005 coprono il periodo fino a luglio.

sono utilizzati titoli di Stato perpetui. Successivamente, i rendimenti a lungo termine sono calcolati su obbligazioni con scadenza a termine, laddove possibile decennale.

La tavola A mostra che l'attuale livello dei tassi di interesse nominali a lungo termine nei tre maggiori paesi dell'area dell'euro è di fatto prossimo e, in un caso, inferiore al valore minimo storico. Per la Francia e la Germania i valori più bassi sono stati registrati rispettivamente nel febbraio 1901 e nel luglio 1902, ossia all'epoca del *Gold Standard*. Per l'Italia, l'attuale livello è il più basso del campione. Se si esclude dal campione l'epoca del *Gold Standard*, ossia il periodo dal 1900 al 1914, gli attuali livelli dei rendimenti dei titoli di Stato decennali si situano a un minimo storico per tutti e tre i paesi. Nell'arco temporale compreso tra il 1950 e il 1998, i tassi di interesse a lungo termine hanno raggiunto i loro livelli medi più elevati. Tuttavia, alla fine degli anni novanta i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono calati significativamente.

La figura B presenta i tassi di interesse nominali a breve termine per lo stesso gruppo di paesi dal 1900. Per i diversi periodi è necessario utilizzare vari tassi di interesse a breve termine privati o ufficiali, poiché le serie temporali disponibili variano nel tempo e tassi diversi sono stati considerati rappresentativi del mercato monetario nel corso del tempo²⁾. Nel complesso, i tassi di interesse nominali a breve termine nei tre paesi osservati sono stati relativamente bassi e stabili fino alla seconda metà degli anni sessanta, con l'eccezione di una certa volatilità in Germania dopo il periodo di iperinflazione. Tra la fine degli anni sessanta e gli anni ottanta i tassi di interesse nominali a breve termine sono cresciuti considerevolmente durante i periodi in cui l'inflazione era elevata e, in alcuni casi, persistente. All'inizio della Terza fase della UEM i tassi di interesse a breve termine nei tre paesi considerati sono nuovamente scesi ai livelli osservati prima degli anni settanta.

Come mostrato nella tavola B, l'attuale livello dei tassi di interesse nominali a breve termine si situa a un minimo storico in Germania e Italia, mentre in Francia si colloca lievemente al di sopra del minimo storico raggiunto nel 1932³⁾.

2) Per una descrizione dettagliata dei dati e delle fonti, cfr. la tavola B.

3) Sebbene l'analisi dei tassi di interesse a breve termine sia basata su dati annuali, i dati mensili disponibili dal 1960 in poi porterebbero alle stesse conclusioni per lo stesso periodo per tutti e tre i paesi.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In maggio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai nuovi depositi non ha segnato variazioni di rilievo. Nello stesso periodo la maggior parte dei tassi sui prestiti a breve è rimasta sostanzialmente invariata o è leggermente diminuita, mentre i corrispondenti tassi a lungo termine sono scesi in linea con i tassi di mercato comparabili.

Fra aprile e maggio i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi depositi delle società non finanziarie (a vista e con durata prestabilita fino a un anno) e quelli sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi si sono mantenuti praticamente immutati (cfr. tavola 4);

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 maggio 2005		
	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 apr.	2005 mag.	2004 mag.	2005 feb.	2005 apr.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,88	1,90	1,95	1,92	1,99	1,93	7	-1	-6
con durata prestabilita oltre due anni	2,45	2,48	2,31	2,38	2,29	2,27	-16	-8	-2
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,97	2,00	2,01	1,97	1,95	1,98	4	0	3
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,54	2,52	2,52	2,47	2,45	2,43	-13	-6	-2
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie									
Depositi detenuti da società non finanziarie	0,88	0,89	0,91	0,94	0,94	0,95	8	3	0
con durata prestabilita fino a un anno	1,99	2,00	2,08	2,00	2,01	2,01	5	-3	1
con durata prestabilita oltre due anni	3,56	3,52	3,46	3,34	3,22	3,35	-24	-23	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									
	6,51	6,89	6,74	6,62	6,54	6,71	16	49	18
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,45	3,50	3,44	3,42	3,40	3,40	-3	-3	0
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,82	4,82	4,50	4,35	4,36	4,29	-49	-9	-7
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,39	5,38	5,27	5,26	5,24	5,17	-24	-14	-8
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,97	3,99	3,98	3,91	3,91	3,92	-7	-2	0
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,72	4,70	4,44	4,33	4,36	4,23	-42	-13	-13
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,01	3,00	3,04	3,01	2,99	2,99	-2	-4	-1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,17	4,31	4,06	4,04	3,90	3,76	-57	-2	-14
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,11	2,12	2,17	2,14	2,14	2,13	4	-1	-1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,74	2,60	2,36	2,49	2,34	2,22	-33	-23	-12
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,60	3,35	2,93	3,08	2,89	2,74	-76	-23	-15

Fonte: BCE.

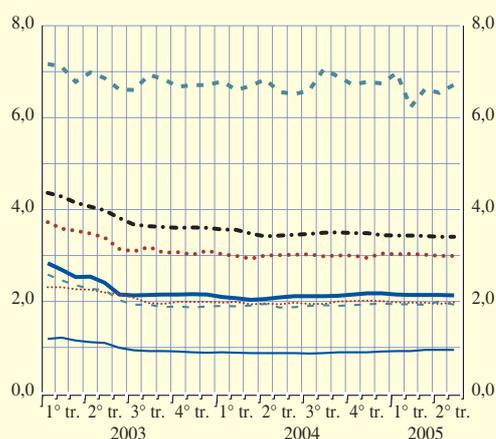
 1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

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

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 del tasso fino a un anno
- depositi a vista di società non finanziarie
- depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- - - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno



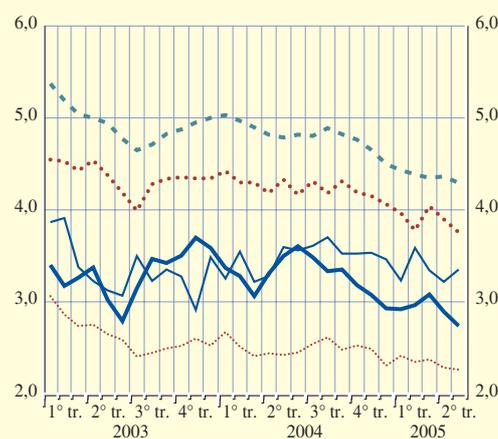
Fonte: BCE.

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

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

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

per contro quelli sui depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno sono leggermente diminuiti. I tassi a lungo termine sui depositi delle famiglie (con durata prestabilita superiore a due anni e rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi) sono rimasti sostanzialmente stabili in maggio, mentre i rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni sono scesi di 15 punti base. Sempre fra aprile e maggio, i tassi a più lungo termine sui depositi delle società non finanziarie (con durata prestabilita superiore a due anni) sono aumentati di 14 punti base, principalmente per effetto del forte incremento di questi tassi in tre paesi dell'area dell'euro.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi a breve applicati dalle IFM sui depositi si sono mantenuti relativamente stabili negli ultimi dodici mesi, in linea con la dinamica dei tassi del mercato monetario comparabili (cfr. figura 12). Per contro, mentre i rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni sono scesi di circa 75 punti base nello stesso periodo, i tassi a lungo termine sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie si sono ridotti di soli 15-25 punti base circa, riflettendo in parte il consueto ritardo con cui si adeguano alle variazioni dei tassi di mercato comparabili (cfr. figura 13).

Per quanto riguarda i tassi sui prestiti, tra aprile e maggio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati o sono leggermente diminuiti, a eccezione del tasso a breve sul credito al consumo, che è invece salito notevolmente, principalmente a causa degli andamenti in un paese dell'area dell'euro. Nel complesso, la dinamica a breve di questo tasso va interpretata con cautela, poiché il suo livello varia significativamente fra i paesi dell'area e ciò può determinare una sostanziale volatilità del tasso aggregato.

Sempre tra aprile e maggio i tassi sui prestiti a lungo termine a società non finanziarie (superiori a cinque anni) e quelli sui mutui a lungo termine alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (tra cinque e dieci anni) si sono ridotti di circa 15 e 5 punti base rispettivamente, un andamento complessivamente in linea con la dinamica dei rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni, scesi di 15 punti base nello stesso periodo.

In una prospettiva di più lungo periodo, la recente flessione dei tassi applicati dalle IFM sui prestiti a lungo termine conferma la tendenza calante iniziata a giugno del 2004, quando i rendimenti dei titoli di Stato hanno toccato un picco. Durante gli ultimi dodici mesi il rendimento sui titoli di Stato a cinque anni è sceso di circa 75 punti base, mentre il calo dei tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie e alle società non finanziarie è stato di circa 40-50 punti base (cfr. tavola 4). La divergenza è riconducibile al generale ritardo con cui le variazioni dei tassi di mercato si trasmettono a quelli sui prestiti delle IFM, che risulta tuttavia meno marcato rispetto a quanto si osserva tipicamente dal lato dei depositi.

2.6 MERCATI AZIONARI

I mercati azionari mondiali hanno continuato a salire in luglio in un contesto caratterizzato dalla forte dinamica degli utili societari e dalle migliorate prospettive di crescita delle principali economie. Come nei mesi precedenti, questi fattori sembrano aver controbilanciato i timori degli investitori circa gli effetti dell'elevato livello dei corsi petroliferi sull'attività economica a livello globale.

In luglio i corsi azionari nei principali mercati hanno mantenuto l'andamento al rialzo in atto dalla fine di aprile (cfr. figura 14). Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate di circa il 5 per cento fra la fine di giugno e il 3 agosto, mentre i mercati azionari statunitense e giapponese hanno segnato, sulla base degli indici Standard and Poor's 500 e Nikkei 225, rialzi del 4,5 e del 3,5 per cento rispettivamente.

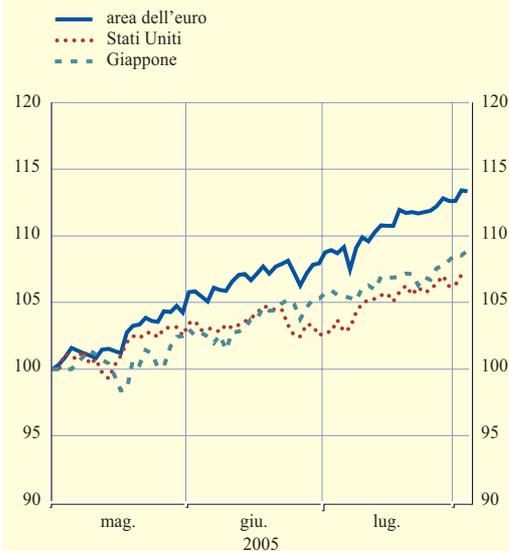
Nel contempo l'incertezza dei mercati azionari mondiali, misurata dalla volatilità implicita estratta dalle opzioni su azioni, si è mantenuta su livelli relativamente bassi rispetto ai valori storici (cfr. figura 15); tra la fine di giugno e il 3 agosto essa è variata poco nell'area dell'euro e in Giappone, mentre è leggermente diminuita negli Stati Uniti.

In luglio i corsi azionari negli Stati Uniti hanno continuato a essere sostenuti dalla crescita relativamente forte degli utili che, dal punto di vista degli investitori, ha più che compensato gli effetti dell'aumento dei rendimenti obbligazionari reali a lungo termine e il persistere di elevati corsi petroliferi.

Nel mese in esame le quotazioni nell'area dell'euro hanno continuato a mostrare la dinamica relativamente vivace dei mesi precedenti, dimostrando in tal modo di non risentire in modo significativo

Figura 14 Indici dei corsi azionari

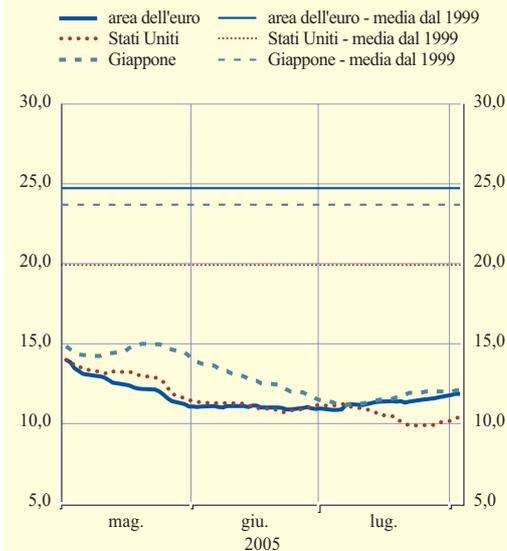
(indice: 1° maggio 2005 = 100; dati giornalieri)



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.

della crescita economica relativamente modesta dell'area, anche se l'aumento in luglio dei rendimenti obbligazionari reali potrebbe segnalare un certo miglioramento delle prospettive di crescita fra gli operatori. La crescita relativamente elevata degli utili effettivi e attesi delle imprese dell'area ha continuato a sostenere i corsi azionari. Il rialzo degli indici ampi va ricondotto, in particolare, al miglioramento delle attese sugli utili delle imprese esportatrici, risultante dal livello leggermente più basso del tasso di cambio dell'euro rispetto ad alcuni mesi fa, nonché al costante rialzo delle quotazioni azionarie delle imprese operanti nel settore dell'energia.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,2 per cento in luglio, dal 2,1 di giugno, principalmente a causa degli incrementi del prezzo del petrolio registrati da metà maggio. In giugno le pressioni sui prezzi alla produzione sono aumentate a causa dei maggiori rincari nel settore energetico. L'andamento degli indicatori del costo del lavoro nel primo trimestre dell'anno suggerisce che gli incrementi salariali sono rimasti contenuti, anche se la tendenza flettente nella dinamica salariale degli ultimi anni sembra essersi esaurita. In prospettiva, le spinte inflazionistiche di fondo nell'area dell'euro dovrebbero rimanere contenute, benché continuino a sussistere rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER LUGLIO 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in luglio l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è aumentata al 2,2 per cento, dal 2,1 di giugno (cfr. tavola 5). Le informazioni provvisorie suggeriscono che l'incremento è ascrivibile ai rincari dei beni energetici di riflesso all'aumento dei prezzi petroliferi denominati in dollari statunitensi e al deprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A GIUGNO 2005

In giugno l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area è salita al 2,1 per cento, dal 2,0 di maggio. L'aumento è il risultato di dinamiche opposte (cfr. figura 16). La crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dell'energia e dei prodotti alimentari non trasformati è scesa all'1,4 per cento, dall'1,6 del mese precedente. Tuttavia, i più elevati rincari petroliferi hanno più che compensato questo andamento.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è salita al 9,4 per cento in giugno, dal 6,9 di maggio, di riflesso principalmente ai rincari del greggio dopo la metà di maggio, ma anche per un effetto base associato al calo dei prezzi petroliferi un anno prima. In giugno il tasso di incremento dei prezzi degli alimentari non trasformati è sceso allo 0,6 per cento, dall'1,0 di maggio.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005 feb.	2005 mar.	2005 apr.	2005 mag.	2005 giu.	2005 lug.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2
Beni energetici	3,0	4,5	7,7	8,8	10,2	6,9	9,4	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	0,6	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	2,6	1,6	1,7	1,5	1,5	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	.
Servizi	2,5	2,6	2,4	2,5	2,2	2,5	2,2	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	4,2	4,2	4,3	3,5	4,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	35,2	40,4	41,4	39,4	45,7	48,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	3,1	-0,4	-1,9	1,2	7,6	9,6

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

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

Il tasso di variazione dello IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è calato per effetto principalmente dei prezzi dei servizi, mentre la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei prodotti alimentari trasformati è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al mese precedente. Il tasso di variazione dei prezzi nei servizi si è collocato al 2,2 per cento in giugno, in calo dal 2,5 di maggio, riflettendo ancora in parte l'andamento di alcune componenti volatili, quali vacanze organizzate e servizi di alloggio.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

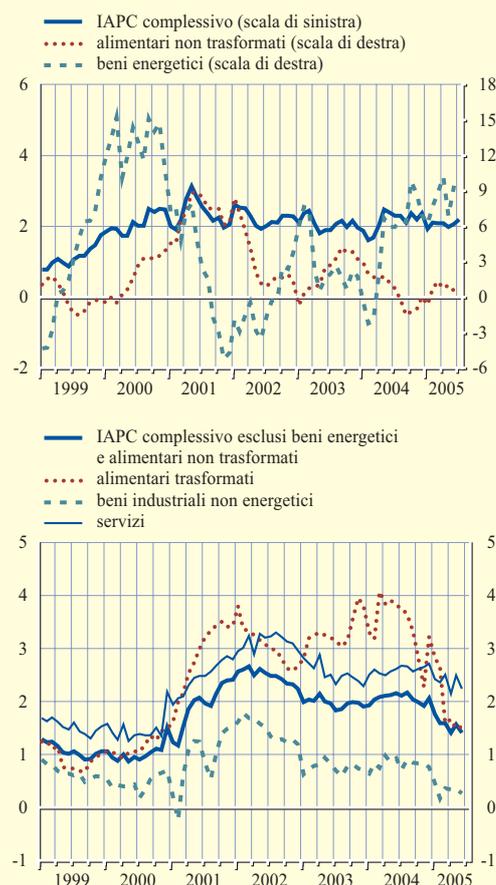
In giugno il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione è salito al 4,0 per cento, dal 3,5 di maggio, principalmente per effetto dell'accelerazione dei prezzi alla produzione nel settore dei beni energetici, mentre al netto delle costruzioni e dei beni energetici il tasso di variazione dei prezzi alla produzione è sceso ulteriormente in giugno, all'1,7 per cento (cfr. figura 17). La dinamica dei prezzi alla produzione dei beni energetici è salita al 13,3 per cento in giugno, dal 9,8 del mese precedente, per effetto dell'aumento delle quotazioni petrolifere iniziato a metà maggio.

Per quanto concerne le altre principali componenti dei prezzi alla produzione, il tasso di incremento dei prezzi dei beni intermedi è calato ulteriormente in giugno al 2,6 per cento, dal 3,0 di maggio, in linea con quanto emerge da indagini congiunturali quali quella presso i responsabili degli acquisti, in cui gli interpellati hanno recentemente segnalato minori rincari e alcune lievi flessioni dei prezzi per un'ampia gamma di materie prime non petrolifere. In giugno il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo è lievemente diminuito, allo 0,8 per cento dallo 0,9 di maggio, mantenendosi su un livello relativamente modesto. Anche quello relativo ai beni di investimento è sceso leggermente, all'1,4 per cento. Nel complesso, la trasmissione dei rincari dei beni energetici ai prezzi alla produzione dei beni di consumo trova finora un riscontro molto limitato nei dati.

I dati delle indagini congiunturali di luglio suggeriscono un aumento delle pressioni sui prezzi sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, di riflesso principalmente all'aumento delle quotazioni petrolifere. Nel settore manifatturiero lo Eurozone Input Price Index, basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti, è cresciuto, dopo essere calato senza interruzione dal novembre 2004 al giugno di quest'anno (cfr. figura 18). L'indice dei prezzi applicati dai produttori (o prezzi dell'output), pur indicando ancora un calo dei prezzi, è aumentato sensibilmente. Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input ha segnato un recupero, sempre in luglio, dopo diversi mesi di

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

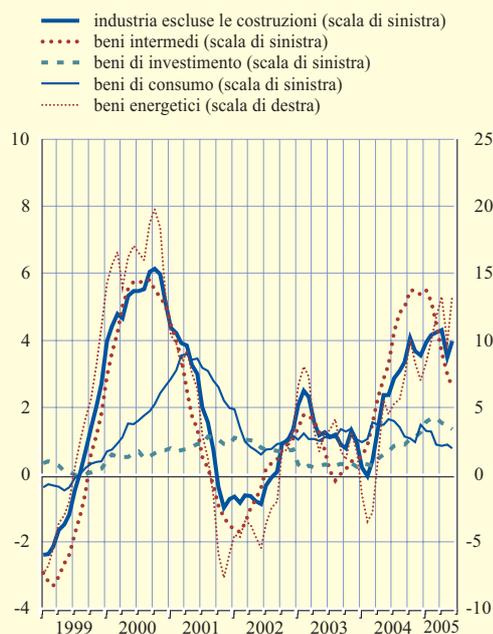
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

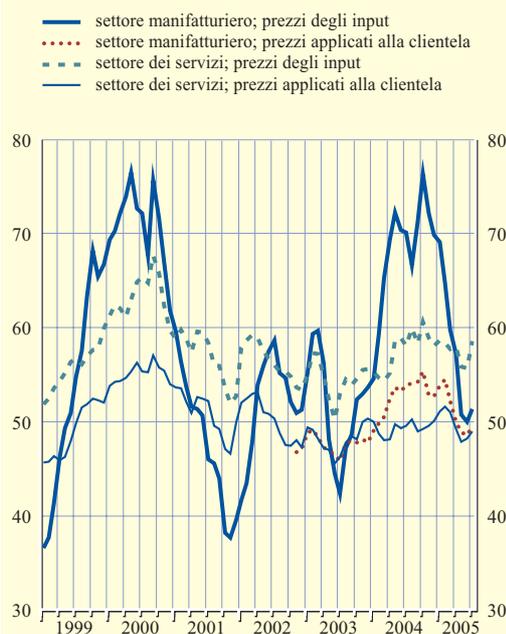
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



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.

modeste pressioni sui prezzi. L'indice dei prezzi applicati alla clientela è aumentato ulteriormente, pur mantenendosi appena al di sotto del valore soglia di 50, continuando pertanto 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 dei costi riducendo i profitti, in particolare nel settore dei servizi.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori del costo del lavoro hanno continuato a segnalare una dinamica salariale moderata nel primo trimestre (cfr. tavola 6). In tale periodo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è aumentato lievemente, al 2,0 per cento dall'1,8 del trimestre precedente, in linea con la dinamica delle retribuzioni contrattuali, anch'essa salita leggermente, dal 2,1 al 2,2 per cento. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro nel settore delle imprese non agricole, che a volte ha evidenziato una certa variabilità nel breve periodo, è salito al 3,1 per cento nel primo trimestre, dal 2,5 dell'ultimo trimestre del 2004. In una prospettiva più a lungo termine, la dinamica delle retribuzioni contrattuali e quella dei redditi per occupato sono aumentate dalla metà del 2004, collocandosi nel primo trimestre di quest'anno a un livello pari o prossimo alla rispettiva media nell'insieme del 2004 (cfr. figura 19). Ciò suggerisce che la tendenza flettente della crescita salariale osservata negli ultimi quattro anni si è esaurita.

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

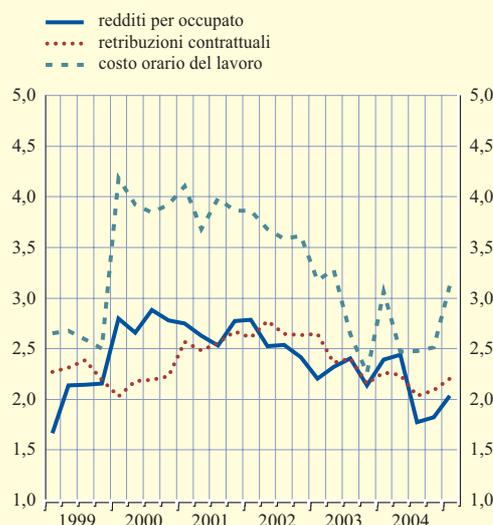
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

I dati disponibili a livello settoriale sui redditi per occupato, sottoposti a significative revisioni statistiche, indicano che nel primo trimestre la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato ha recuperato lievemente nel settore dei servizi, mentre è calata ancora nell'industria al netto delle costruzioni (cfr. figura 20).

La più elevata dinamica dei redditi per occupato, insieme all'ulteriore rallentamento della produttività nel primo trimestre, ha determinato un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, dall'1,1 sul periodo corrispondente nel quarto trimestre del 2004 all'1,6 nel primo trimestre di quest'anno. Poiché si prevede che la produttività del lavoro recuperi solo lentamente, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto non dovrebbe diminuire nel breve periodo. Nondimeno, il ritmo attuale è sostanzialmente in linea con la valutazione secondo cui le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro rimangono modeste.

Figura 19 Indicatori del costo del lavoro

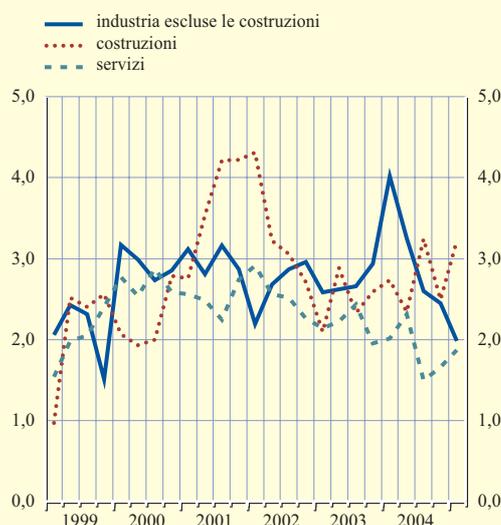
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 20 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere attorno agli attuali livelli nei prossimi mesi, di riflesso al recente andamento delle quotazioni petrolifere. 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. Questo scenario è largamente condiviso dagli analisti privati (cfr. il riquadro 5).

È tuttavia necessario tenere in considerazione i rischi al rialzo. Tali rischi sono connessi, in particolare, al futuro andamento dei corsi petroliferi. In aggiunta, i prezzi all'importazione, 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.

Riquadro 5

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

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

Aspettative di inflazione per il 2005, il 2006 e il 2007

Rispetto alla precedente indagine, condotta in aprile, i partecipanti all'inchiesta hanno rivisto al rialzo le attese di inflazione per il 2005. Ora si attendono che il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si collochi in media al 2,1 per cento nel 2005, valore superiore di 0,2 punti percentuali a quello della precedente SPF, e che in seguito scenda all'1,8 per cento sia nel 2006 (invariato dalla precedente SPF) sia nel 2007. Le previsioni medie dell'attuale SPF per il 2005 e il 2006 sono di 0,1 punti percentuali superiori rispetto a quelle di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*. Secondo i partecipanti all'inchiesta, le prospettive di inflazione a breve termine risentono principalmente dell'andamento dei corsi petroliferi. Insieme al recente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro, le quotazioni del petrolio sono citate quale principale fattore alla base della revisione al rialzo dell'inflazione attesa. Tali fattori sono anche menzionati dagli intervistati tra i rischi al rialzo delle previsioni. Una pressione al ribasso sui prezzi dovrebbe derivare dalla maggiore concorrenza internazionale e dal protrarsi della moderazione salariale. Per il 2006 alcuni partecipanti hanno menzionato il possibile impatto al ribasso sull'inflazione dell'area della riforma sanitaria olandese. D'altro canto, diversi partecipanti hanno indicato quale rischio al rialzo la possibilità di un aumento dell'IVA in Germania.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione					A più lungo termine ²⁾
	2005	giugno 2006	2006	giugno 2007	2007	
SPF, 3° trim. 2005	2,1	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9
<i>Precedente SPF, 2° trim. 2005</i>	1,9	-	1,8	-	-	1,9
<i>Consensus (luglio 2005)</i>	2,0	-	1,7	-	-	1,9
<i>Euro Zone Barometer (luglio 2005)</i>	2,0	-	1,7	-	1,9	1,9
Crescita del PIL in termini reali	2005	1° trim. 2006	2006	1° trim. 2007	2007	A più lungo termine²⁾
SPF, 3° trim. 2005	1,4	1,6	1,8	2,0	2,0	2,1
<i>Precedente SPF, 2° trim. 2005</i>	1,6	-	2,0	-	-	2,2
<i>Consensus (luglio 2005)</i>	1,3	-	1,7	-	-	2,1
<i>Euro Zone Barometer (luglio 2005)</i>	1,3	-	1,7	-	2,0	2,0
Tasso di disoccupazione¹⁾	2005	maggio 2006	2006	maggio 2007	2007	A più lungo termine²⁾
SPF, 3° trim. 2005	8,9	8,7	8,7	8,4	8,4	7,6
<i>Precedente SPF, 2° trim. 2005</i>	8,8	-	8,6	-	-	7,6
<i>Consensus (luglio 2005)</i>	8,9	-	8,8	-	-	-
<i>Euro Zone Barometer (luglio 2005)</i>	8,9	-	8,8	-	8,5	7,9

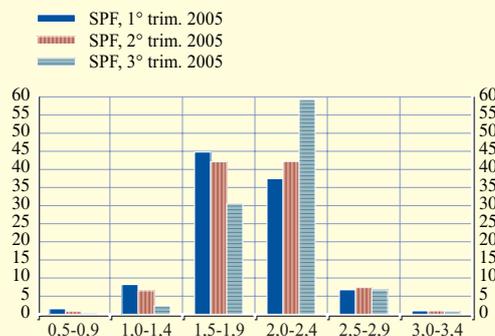
1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Nell'ultima SPF le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2010; nell'*Euro Zone Barometer* e nella penultima SPF esse si riferiscono al 2009. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2011-2015 (dati pubblicati nell'indagine *Consensus Economics* di aprile 2005).

Ai partecipanti all'indagine viene anche richiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in termini percentuali, che i risultati futuri cadano entro determinati intervalli. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette anche di desumere in che modo i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La figura A, che mostra le distribuzioni aggregate di probabilità per i tassi medi annuali dell'inflazione armonizzata nel 2005 delle tre ultime inchieste, evidenzia un forte incremento della probabilità di un risultato compreso tra il 2,0 e il 2,4 per cento. Questo spostamento riflette l'aumento del tasso medio atteso. Conseguentemente, la probabilità che l'inflazione nel 2005 si collochi nell'intervallo 1,5-1,9 per cento è diminuita significativamente, e ammonta ora a circa la metà di quella per l'intervallo 2,0-2,4 per cento. Per contro, la distribuzione di probabilità per il 2006 è cambiata molto poco rispetto alla precedente SPF e continua ad assegnare un'alta probabilità (46 per cento) a un'inflazione fra l'1,5 e l'1,9 per cento¹⁾.

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

(valori percentuali)



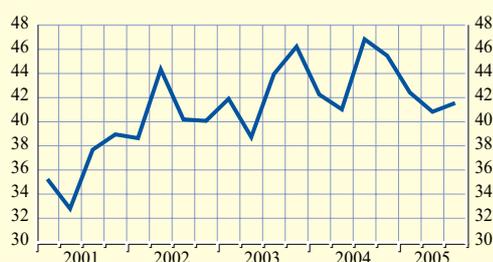
1) Ulteriori dati sono disponibili nel sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a cinque anni sono rimaste invariate all'1,9 per cento per la quindicesima inchiesta consecutiva. Tali aspettative sono in linea con le stime recentemente pubblicate da *Consensus Economics* e da *Euro Zone Barometer*. Tuttavia, la distribuzione di probabilità continua a indicare rischi al rialzo. La probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi al di sopra del 2 per cento è pari al 41,5 per cento, un valore leggermente superiore al 40,8 dell'ultima indagine (cfr. figura B).

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

(valori percentuali)



I risultati della SPF possono anche essere confrontati con le aspettative di inflazione a lungo termine misurate dal differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione. Nella prima metà del 2005 i tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni francesi indicizzate allo

IAPC dell'area dell'euro escluso il tabacco con scadenza nel 2012 e nel 2015 sono scesi a un livello più prossimo a quello delle attese di inflazione dell'indagine (cfr. figura C)²⁾. Tuttavia i tassi di inflazione di pareggio non dovrebbero essere interpretati come misure dirette delle aspettative di inflazione poiché possono anche incorporare vari premi per il rischio (quali un premio per l'incertezza sull'inflazione e un premio per la liquidità). Di conseguenza, queste misure possono risultare meno precise ai fini della comparabilità qualora gli investitori divengano più incerti circa l'inflazione futura e siano disposti a pagare un premio per coprirsi.

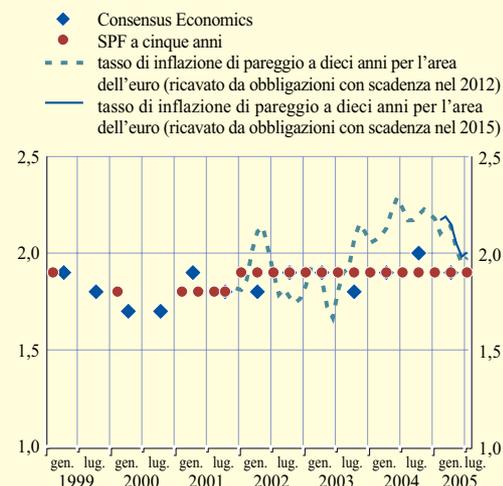
Aspettative per la crescita del PIL in termini reali e per la disoccupazione nell'area dell'euro

Le aspettative per l'attività economica nell'area dell'euro nel 2005 e nel 2006 sono state riviste al ribasso rispetto alla precedente indagine. La media del valore atteso per il tasso di crescita annuale del PIL nel 2005 è ora pari all'1,4 per cento, 0,2 punti percentuali in meno rispetto all'ultima SPF.

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

Figura C Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)



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

La stima per il 2006 si colloca all'1,8 per cento, anch'essa rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali dall'ultima indagine. La correzione al ribasso per la crescita media di quest'anno è in parte spiegata dal fatto che i partecipanti si attendono che la crescita sia stata relativamente debole nel primo semestre. Altre ragioni citate dagli intervistati sono state il continuo aumento dei corsi petroliferi e la debole domanda interna. Nonostante le revisioni al ribasso, nell'equilibrio complessivo dei rischi dominano quelli verso il basso, di riflesso ai fattori citati.

I partecipanti hanno tuttavia menzionato diversi fattori che dovrebbero sostenere la crescita nell'area dell'euro, in particolare le condizioni di finanziamento favorevoli, la stabilità dei prezzi e il miglioramento della redditività. Inoltre, il recente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro potrebbe sostenere le esportazioni. Le previsioni della SPF per il 2005 e il 2006 sono leggermente più ottimistiche delle ultime stime pubblicate da *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*, entrambe all'1,3 per cento per il 2005 e all'1,7 per cento per il 2006 (cfr. tavola). Infine, le aspettative di crescita del PIL in termini reali a cinque anni sono ora al 2,1 per cento, 0,1 punti percentuali in meno rispetto alla precedente indagine. La maggior parte dei partecipanti alla SPF ritiene che le prospettive di crescita a più lungo termine dipendano in larga misura dall'attuazione di riforme strutturali.

Le attese dei partecipanti alla SPF sulla disoccupazione nel 2005 e nel 2006 sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto all'indagine precedente. Ci si attende che il tasso di disoccupazione si collochi all'8,9 per cento nel 2005 e all'8,7 per cento nel 2006. Queste revisioni sono in linea con quelle al ribasso relative alla crescita del PIL. Gli intervistati hanno indicato, quali fattori principali che impediscono una più veloce diminuzione della disoccupazione nei prossimi anni, le prospettive di crescita inferiori al potenziale nel breve termine, la carenza di riforme strutturali e la forte concorrenza internazionale. Nondimeno, essi si attendono che il tasso di disoccupazione continui a scendere, raggiungendo l'8,4 per cento nel 2007. Il tasso di disoccupazione atteso a cinque anni risulta pari al 7,6 per cento, invariato rispetto alla precedente indagine. I partecipanti hanno continuato a evidenziare che il calo del tasso di disoccupazione in un orizzonte di lungo termine dipende dall'attuazione di ulteriori riforme del mercato del lavoro.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Negli ultimi trimestri il ritmo di crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è intensificato, anche se in maniera graduale. Sebbene i rincari petroliferi abbiano gravato sulla domanda interna, i dati disponibili e gli indicatori delle indagini più recenti mostrano un certo miglioramento. Ciò conforta le aspettative di un rafforzamento dell'espansione economica nei prossimi mesi, per effetto delle favorevoli condizioni interne ed esterne. Tuttavia, gli elevati corsi petroliferi e il basso livello di fiducia dei consumatori nell'area continuano a implicare rischi al ribasso.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

I dati sul PIL reale nel primo trimestre, le cui stime preliminari erano state rese note in maggio, hanno mostrato che l'attività economica nell'area dell'euro si è intensificata nei primi mesi dell'anno rispetto alla seconda metà del 2004. Dopo essere aumentato sul periodo precedente dello 0,3 e 0,2 per cento rispettivamente nel terzo e quarto trimestre del 2004, il PIL dovrebbe essere cresciuto dello 0,5 per cento nel primo trimestre del 2005. Tuttavia, tale incremento è dovuto in parte a una distorsione derivante dalla correzione per il numero delle giornate lavorative e non indica un rafforzamento dell'espansione economica al volgere dell'anno.

Sebbene la seconda stima della crescita del PIL reale dell'area nel primo trimestre, pubblicata in luglio, abbia confermato la precedente, la composizione della spesa è stata rivista (cfr. figura 21), determinando un contributo lievemente superiore per la domanda interna (corretto al rialzo a 0,1 punti percentuali dal valore nullo della prima stima). Nonostante tale revisione, l'accelerazione del PIL nel primo trimestre è stata ancora ascrivibile in larga misura a un contributo positivo delle esportazioni nette. Poiché nel primo trimestre la crescita delle esportazioni è risultata negativa, il contributo positivo dell'interscambio commerciale netto è stato determinato interamente da un calo delle importazioni.

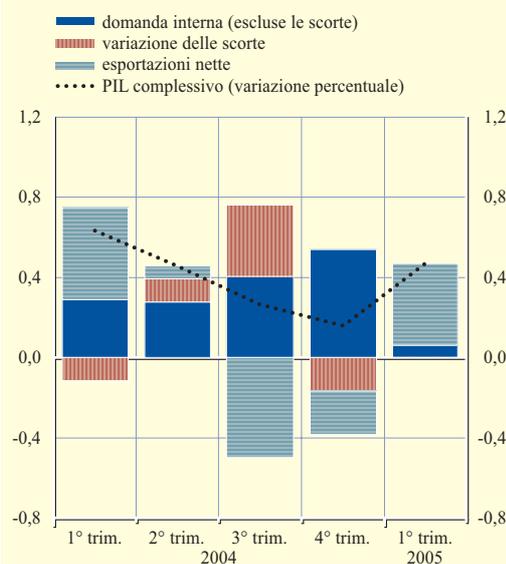
La lieve revisione al rialzo della domanda interna nel primo trimestre è stata causata principalmente dal riesame dei dati sugli investimenti. Anche dopo tale revisione, tuttavia, il tasso di crescita degli investimenti è rimasto negativo. La disaggregazione dei dati mostra che la flessione è stata determinata da un netto calo degli investimenti in costruzioni (in particolare in Germania), mentre quelli in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati. Considerato che la sensibile diminuzione degli investimenti in costruzioni in Germania è parzialmente ascrivibile a fattori di natura temporanea (connessi alle condizioni climatiche), nel secondo trimestre del 2005 gli investimenti complessivi nell'area dell'euro dovrebbero aumentare.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

In termini di composizione settoriale della crescita, le stime del valore aggiunto nel primo tri-

Figura 21 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.

mestri del 2005 indicano che la dinamica dell'attività è stata sospinta principalmente dal settore dei servizi, che ha ripreso vigore rispetto ai due trimestri precedenti. Il contributo degli altri comparti è stato o relativamente modesto, come nel caso del settore industriale (al netto delle costruzioni), o negativo, come per le costruzioni.

Dall'inizio della ripresa a metà del 2003 il contributo del settore industriale è stato relativamente debole rispetto alle precedenti fasi di recupero nell'area dell'euro. Questa mancanza di dinamismo può essere in parte riconducibile agli effetti negativi dell'andamento dei corsi petroliferi e allo scorso apprezzamento dell'euro. Il contributo alla crescita proveniente dal settore dei servizi, in particolare quelli di mercato, è stato più significativo (in particolare a partire dai primi mesi del 2004) e più in linea con le precedenti fasi di ripresa.

La produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è rimasta invariata nel periodo da marzo a maggio di quest'anno rispetto ai tre mesi precedenti, segnalando il protrarsi di un andamento modesto nel comparto. Dopo essere aumentata sul mese precedente dello 0,8 per cento in aprile, la produzione industriale è scesa dello 0,3 per cento in maggio. Di conseguenza, a meno che in giugno non si registri nuovamente un sensibile calo, la crescita dell'attività industriale potrebbe risultare positiva nel complesso del secondo trimestre. Ciò indicherebbe una fase di graduale riavvio del settore industriale, dopo la crescita quasi nulla del precedente trimestre e quella negativa nel quarto trimestre del 2004. Tuttavia, al momento non si sono ancora delineati chiari segnali di una consistente ripresa.

In un'ottica settoriale, i segnali provenienti dal comparto industriale sono contrastanti. I dati relativi ai tre mesi terminati a maggio mostrano un andamento relativamente positivo nei settori dei beni di investimento e di consumo durevoli (cfr. figura 22). Per contro, l'andamento è stato deludente nei settori di produzione dei beni intermedi e non durevoli.

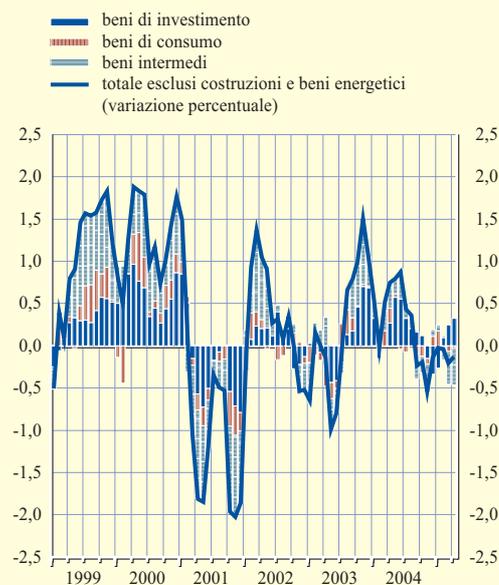
RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle ultime indagini forniscono alcuni segnali positivi relativamente all'inizio del terzo trimestre del 2005, in linea con un moderato miglioramento dell'attività nel settore industriale. Sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria elaborato dalla Commissione europea sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) sono aumentati in giugno e luglio, dopo essere diminuiti nei tre mesi precedenti. Tuttavia, entrambi sono rimasti su livelli relativamente bassi, segnalando un'espansione nel settore manifatturiero, al più moderata (cfr. figura 23).

Anche le indagini relative al settore dei servizi suggeriscono un lieve miglioramento in luglio. Sia l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea sia il PMI relativi al settore dei servizi sono aumentati nel mese, dopo essere rimasti sostanzialmente invariati o in lieve calo nel secondo trimestre. Tuttavia, entrambi gli indicatori rimangono prossimi alle rispettive medie

Figura 22 Crescita della produzione industriale e contributi

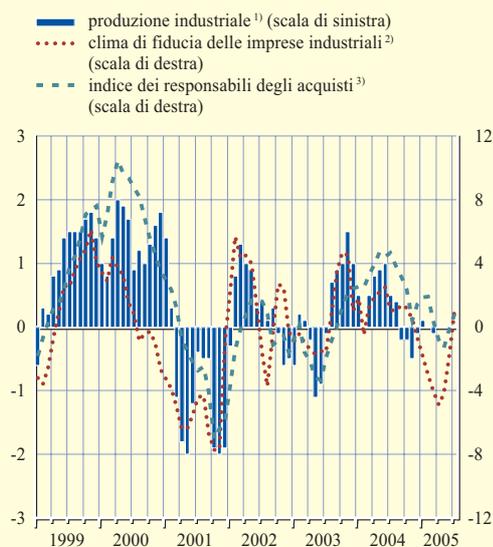
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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

Figura 23 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)

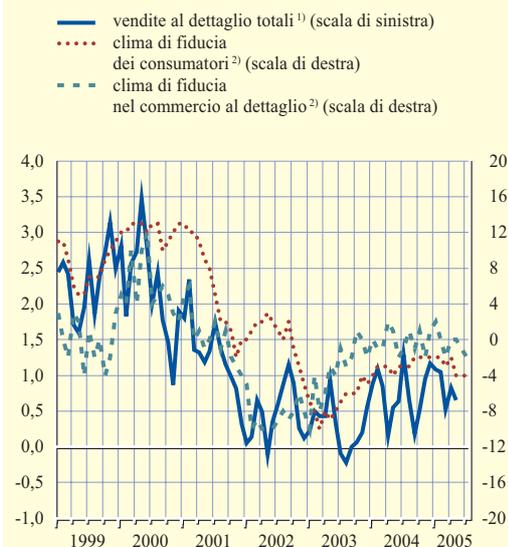


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Research ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 24 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



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

- 1) Variazioni percentuali 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.

dall'inizio dell'anno. Questi dati, pertanto, non indicano un significativo rafforzamento dell'attività nel comparto rispetto al secondo trimestre.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Anche se i dati più recenti sono risultati positivi, gli indicatori relativi alla spesa delle famiglie segnalano nel complesso il protrarsi di una modesta crescita dei consumi nel secondo trimestre. I volumi delle vendite al dettaglio sono aumentati sul mese precedente sia in maggio che in giugno, ma sono lievemente diminuiti nel complesso del secondo trimestre (cfr. figura 24). Per contro, le immatricolazioni di nuove autovetture sono nettamente aumentate nel secondo trimestre rispetto al primo. Di conseguenza, i contributi delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture alla crescita dei consumi privati dovrebbero essersi sostanzialmente compensati nel secondo trimestre dell'anno. Infine, l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è rimasto invariato in luglio, per il terzo mese consecutivo. Nel complesso, il clima di fiducia dei consumatori è rimasto a un livello relativamente basso dalla metà del 2004.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Gli indicatori più recenti suggeriscono che le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste sostanzialmente invariate nella prima metà dell'anno. I dati delle indagini congiunturali indicano parimenti condizioni sostanzialmente stabili per il terzo trimestre.

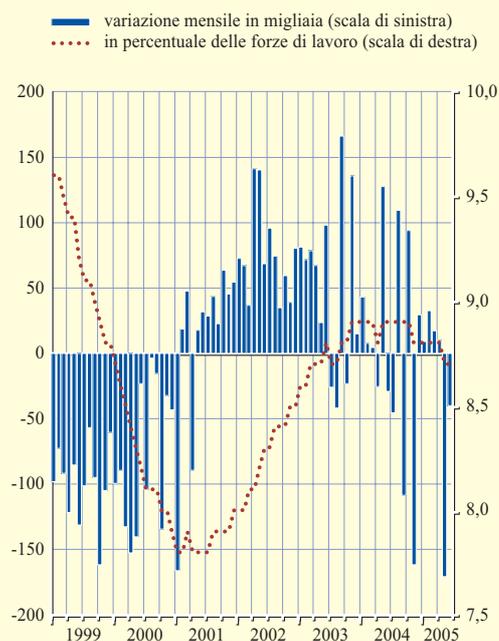
DISOCCUPAZIONE

Il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto all'8,7 per cento in giugno, invariato rispetto al mese precedente (cfr. figura 25). Nel complesso del secondo trimestre il tasso di disoccupazione si è collocato all'8,8 per cento, come nei due trimestri precedenti. Di recente, tuttavia, sono emersi alcuni sviluppi favorevoli sul mercato del lavoro. In giugno il numero di disoccupati è sceso di circa 40.000 unità, dopo un calo di 171.000 unità il mese precedente, riducendo il numero complessivo di disoccupati nell'area a circa 12,7 milioni. Tali risultati peraltro devono essere interpretati con cautela, giacché le recenti modifiche metodologiche introdotte in Germania hanno determinato un significativo incremento della variabilità dei dati sulla disoccupazione.

In una prospettiva di più lungo periodo, vi sono indicazioni che la disoccupazione strutturale è diminuita nell'area dell'euro dalla metà degli anni novanta. La flessione tuttavia è stata relativamente modesta rispetto agli incrementi osservati dopo i primi anni settanta (cfr. riquadro 6). Esiste pertanto un significativo margine per una diminuzione del tasso di disoccupazione nel medio e lungo periodo. Un contributo importante al calo della disoccupazione strutturale può provenire dal miglioramento del funzionamento dei mercati nelle economie dell'area. Il riquadro 7 fornisce una panoramica degli Orientamenti integrati adottati dall'Ecofin a luglio 2005. Tali orientamenti (che combinano gli Indirizzi di massima per le politiche economiche e gli Orientamenti in materia di occupazione, precedentemente separati) individuano le misure necessarie più urgenti negli Stati membri dell'UE per assicurare un più elevato livello di crescita sostenibile nel medio e lungo periodo.

Figura 25 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Riquadro 6

UNA PROSPETTIVA DI LUNGO TERMINE SULLA DISOCCUPAZIONE STRUTTURALE NELL'AREA DELL'EURO

Nella letteratura economica sono stati compiuti diversi tentativi di misurare la disoccupazione strutturale. Una misura è costituita dal *non-accelerating inflation rate of unemployment* (NAIRU), definito come il livello del tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione¹⁾. Questo riquadro fornisce una breve analisi degli andamenti del NAIRU per l'area dell'euro e i maggiori paesi membri.

1) Per una discussione del concetto di NAIRU e del ruolo che ha svolto nell'analisi macroeconomica cfr. per esempio L. Ball e N. G. Mankiw (2002), "The NAIRU in Theory and Practice", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n. 4, pp. 115-136.

Poiché il NAIRU non è direttamente osservabile, sono stati proposti diversi approcci per stimarlo. Nel passato si è spesso presupposto che il NAIRU fosse approssimativamente uguale alla media di lungo periodo del tasso di disoccupazione. Tuttavia, in seguito si è riconosciuto che il NAIRU può cambiare nel corso del tempo e di conseguenza sono stati adottati metodi più elaborati per calcolarlo. Questi vanno dalla stima del tasso di disoccupazione tendenziale, sulla base ad esempio del calcolo di medie mobili, ad approcci che tengono esplicitamente conto della relazione fra il tasso di disoccupazione e l'inflazione. Quest'ultimo metodo, conosciuto anche come l'approccio "diretto" alla misura del NAIRU, è al momento quello più comunemente utilizzato. Esso si fonda su una relazione fra variazioni del tasso di disoccupazione e inflazione, generalmente nota come la curva di Phillips. Talvolta la relazione è specificata fra il tasso di disoccupazione e l'inflazione salariale, come nell'originario contributo di A.W. H. Phillips, nel qual caso il tasso di disoccupazione strutturale stimato è detto *non-accelerating wage inflation rate of unemployment* (NAWRU). La stima del NAIRU (o NAWRU) attraverso l'approccio diretto richiede l'uso di avanzate tecniche econometriche come il filtro di Kalman²⁾.

Le stime del NAIRU possono essere utili in diversi contesti. In particolare, esse sono talvolta impiegate per analizzare le fonti di pressioni inflazionistiche. Tuttavia, diversi studi empirici hanno indicato che la misura del NAIRU è piuttosto imprecisa e che il grado di incertezza è particolarmente marcato per stime puntuali in tempo reale (ossia stime correnti per il periodo in corso)³⁾. Di conseguenza, l'utilità delle stime del NAIRU per l'analisi congiunturale dell'inflazione è relativamente limitata. Nondimeno, esse possono fornire informazioni riguardo alle tendenze di più lungo termine.

Gli andamenti di lungo periodo del NAIRU nell'area dell'euro

La figura 1 mostra le ultime stime del NAIRU (o NAWRU) dell'area dell'euro elaborate, rispettivamente, dalla Commissione europea, dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE). Sebbene sia osservabile una significativa variazione fra le stime relative agli anni ottanta e novanta, sembra esserci una sostanziale coerenza per quanto riguarda le tendenze a lungo termine. In particolare, dopo essere cresciuto per due decenni e mezzo a partire dagli anni settanta, il NAIRU dell'area sembra essere gradualmente diminuito dalla metà degli anni novanta. Anche le stime interne condotte dagli esperti della BCE sulla base di metodi simili sono in linea con questo andamento⁴⁾.

Le stime delle istituzioni internazionali indicano che il NAIRU dell'area dell'euro al momento si colloca a un livello lievemente superiore all'8 per cento. Esso sarebbe pertanto inferiore all'attuale tasso di disoccupazione, che è leggermente al di sotto del 9 per cento. Tuttavia, l'incertezza che caratterizza le stime del NAIRU, particolarmente in tempo reale, risulta evidente conside-

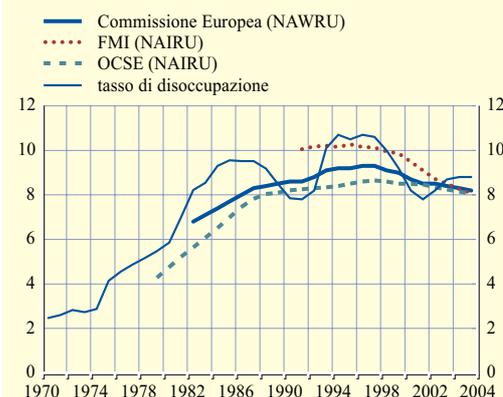
2) Per una discussione più approfondita cfr. per esempio Fabiani, S., Mestre, R. (2000), *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, Working Paper della BCE, n. 17 e Fabiani, S., Mestre, R. (2004): "A system approach for measuring the euro area NAIRU", *Empirical Economics*, 29(2), pp. 311-341 (anche pubblicato come Working Paper della BCE, n. 65, 2001).

3) Cfr. ad esempio l'evidenza riportata in Staiger, D., Stock, J., Watson, M. (1997), "How Precise are Estimates of the Natural Rate of Unemployment," in Romer, C., Romer, D. (a cura di) (1997) *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press.

4) Per l'analisi interna vengono utilizzati vari approcci, incluse versioni dell'approccio basato sulla funzione di produzione descritto in Proietti, T., Musso, A., Westermann, T., *Estimating potential output and the output gap for the euro area: a model-based production function approach*, EUI Working Paper ECO 2002/09 ed esercizi di contabilità della crescita simili a quello descritto in Musso, A., Westermann, T., *Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective*, Occasional Paper della BCE, n. 22, gennaio 2005.

Figura A Stime del NAIRU/NAWRU per l'area dell'euro

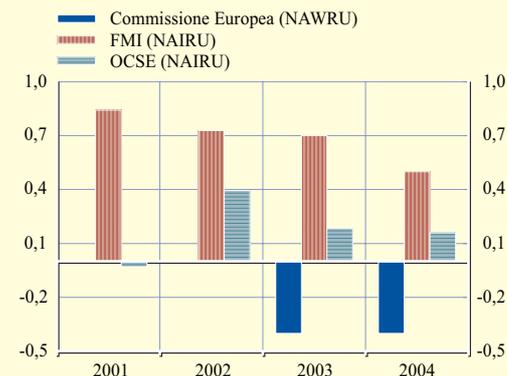
(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Commissione europea, FMI e OCSE.
Nota: il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro prima del 1991 esclude la Germania Est.

Figura B Revisioni delle stime del NAIRU/NAWRU per l'area dell'euro effettuate in tempo reale

(differenza tra le stime più recenti e quelle effettuate in tempo reale; punti percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE su dati della Commissione europea, dell'FMI e dell'OCSE.
Nota: le stime del NAWRU per l'area dell'euro elaborate dalla Commissione europea non sono disponibili per il 2001 e il 2002.

rando le revisioni operate dal 2001. Per esempio, le stime dell'FMI sono state riviste al rialzo in media di circa 0,7 punti percentuali all'anno (cfr. figura 2). Le revisioni della Commissione e dell'OCSE sono state di entità inferiore ma rimangono consistenti. Tali modifiche suggeriscono che le stime in tempo reale dovrebbero sempre essere considerate con molta cautela.

Vari studi hanno dimostrato che l'incremento del NAIRU dagli anni settanta alla metà degli anni novanta riflette in larga misura l'interazione di shock avversi e di rigide istituzioni del mercato del lavoro nella maggior parte delle economie dell'area dell'euro, che ha determinato, in seguito a una serie di shock petroliferi, una disoccupazione strutturale continuamente in crescita. Gli andamenti più positivi negli ultimi dieci anni sono stati attribuiti soprattutto all'impatto di riforme del mercato del lavoro attuate in alcuni paesi dell'area⁵⁾.

Di fatto, le differenze rilevanti che possono essere individuate a livello dei singoli paesi indicano che gli specifici fattori nazionali sono stati molto importanti nel determinare le tendenze della disoccupazione. Con riferimento alle cinque maggiori economie dell'area dell'euro, le stime disponibili segnalano un aumento del NAIRU (o NAWRU) dall'inizio degli anni settanta alla metà degli anni novanta in tutti i paesi eccetto i Paesi Bassi (cfr. figure C e D). Dalla metà degli anni novanta al 2004, per contro, si stima che il NAIRU sia diminuito in tutti questi paesi ad eccezione della Germania, dove è cresciuto. Tali differenti dinamiche riflettono probabilmente la diversa misura e tempistica dell'attuazione di riforme sul mercato del lavoro. Il caso dei Paesi Bassi, che hanno introdotto significative riforme durante gli anni ottanta, suggerisce che attraverso le riforme si possono raggiungere risultati importanti in termini di riduzione sostanziale del tasso di disoccupazione strutturale. Un'analoga osservazione può essere fatta per quanto riguarda gli andamenti nel Regno Unito, dove le stime del NAIRU pure indicano un calo significativo dalla metà degli anni ottanta.

5) Cfr. ad esempio Blanchard, O., Wolfers, J. (2000), "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence" *Economic Journal*, vol. 110 (marzo 2000), pp.1-33 e Nickell, S. (2003), "Labour Market Institutions and Unemployment in OECD Countries," *CESIFO DICE Report* 1, n. 2 (2003), pp. 13-26.

Figura C Media delle stime del NAIRU/NAWRU ¹⁾ per Francia, Germania e Italia

(in percentuale delle forze di lavoro)

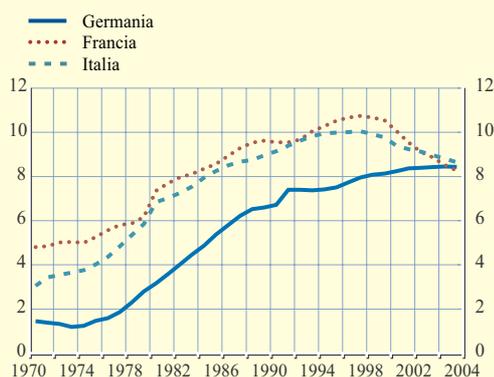
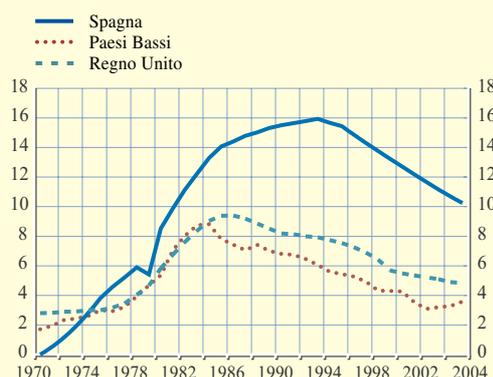


Figura D Media delle stime del NAIRU/NAWRU ¹⁾ per Paesi Bassi, Spagna e Regno Unito

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Commissione europea, FMI e OCSE.

1) Media delle stime della Commissione europea, dell'FMI e dell'OCSE.

In prospettiva, vi è una pronunciata necessità di ridurre la disoccupazione strutturale nell'area dell'euro. Mentre diversi paesi hanno compiuto progressi considerevoli per rendere i propri mercati del lavoro più flessibili e adattabili, in molti paesi c'è bisogno di riforme dei mercati del lavoro più ambiziose. Soltanto un impegno più determinato a realizzare riforme strutturali del mercato del lavoro consentirà una riduzione consistente dei tassi di disoccupazione nei prossimi anni senza mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi.

OCCUPAZIONE

Nel primo trimestre l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento sul periodo precedente, un tasso analogo a quelli registrati nella seconda metà del 2004. L'andamento rispecchia un incremento della crescita dell'occupazione nel settore dei servizi e un calo nell'industria, e conferma il quadro generale dei precedenti trimestri.

Le aspettative sull'occupazione contenute nelle indagini presso le imprese nei mesi fino a luglio segnalano un'ulteriore crescita nei servizi e un possibile ulteriore peggioramento nell'industria

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
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,8	-0,3	-0,2	0,0	0,4	0,0	-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	1,0	-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	0,6	0,9
Amministrazione pubblica	1,2	0,8	0,3	0,2	0,1	0,3	0,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

all'inizio del terzo trimestre. Nel complesso, questi dati sono coerenti con la presenza di condizioni sostanzialmente stabili sul mercato del lavoro.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, l'economia nell'area dell'euro dovrebbe continuare a espandersi in maniera sostenuta, ancorché graduale. Tale aspettativa, sostanzialmente condivisa anche dai partecipanti all'ultima indagine *Survey of Professional Forecasters* della BCE (cfr. riquadro 5), è basata su diverse considerazioni. Dal lato esterno, la perdurante vigorosa crescita della domanda mondiale e il miglioramento della competitività di prezzo dell'area dell'euro dovrebbero sostenere le esportazioni dell'area. Dal lato interno, sebbene i rincari petroliferi abbiano gravato sulla domanda interna, i dati disponibili e gli indicatori delle indagini mostrano un certo miglioramento. In tale contesto, gli investimenti dovrebbero beneficiare delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, della vigorosa domanda mondiale, dei cospicui utili societari e dei continui miglioramenti dell'efficienza delle imprese. L'espansione dei consumi, inoltre, dovrebbe evolvere sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile. I principali rischi al ribasso che gravano sulle aspettative di un'ulteriore aumento della crescita nell'area dell'euro derivano dagli elevati corsi petroliferi e dalla debolezza del clima di fiducia dei consumatori. Permangono inoltre timori legati al persistere degli squilibri a livello mondiale.

Riquadro 7

GLI ORIENTAMENTI INTEGRATI PER LA CRESCITA E L'OCCUPAZIONE PER IL 2005-2008

Il 12 luglio 2005 il Consiglio Ecofin ha adottato i primi Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il periodo 2005-2008. Gli orientamenti integrati combinano gli Indirizzi di massima per le politiche economiche e gli Orientamenti per l'occupazione. Questa semplificazione è uno dei risultati della valutazione intermedia della strategia di Lisbona intrapresa dal Consiglio europeo nella riunione di Bruxelles del 22 e 23 marzo 2005. Gli orientamenti integrati implicano una maggiore coerenza nonché una riduzione delle duplicazioni esistenti nei due strumenti precedentemente disgiunti, poiché gli indirizzi di massima per le politiche economiche comprendono l'intera gamma delle politiche macro e microeconomiche, mentre gli orientamenti per l'occupazione riguardano le politiche per l'occupazione. Ciò ha determinato una significativa riduzione del numero complessivo di linee guida, passate da 28 indirizzi di massima per le politiche economiche e 10 orientamenti per l'occupazione a 24 orientamenti integrati. A differenza dei precedenti indirizzi di massima per le politiche economiche, i primi orientamenti integrati emessi nel 2005 non includono indirizzi di politica economica specifici per paese.

Gli orientamenti integrati serviranno da base per i nuovi programmi nazionali di riforma che gli Stati membri dell'UE sono tenuti a presentare per la prima volta nell'autunno del 2005, e che saranno volti a individuare i provvedimenti concreti da intraprendere (o già intrapresi) per sostenere la crescita e l'occupazione a livello nazionale nel periodo 2005-08. Come complemento ai programmi nazionali, la Commissione ha presentato un Programma comunitario di Lisbona comprensivo di tutte le iniziative da intraprendere a livello comunitario, che sarà sottoposto all'approvazione del Parlamento europeo e del Consiglio UE.

Questo riquadro presenta una sintesi del pacchetto di orientamenti.

Gli Indirizzi di massima per le politiche economiche

Politiche macroeconomiche

Gli indirizzi di massima per le politiche economiche sollecitano gli Stati membri che hanno raggiunto i propri obiettivi di bilancio di medio periodo a mantenerli o – se non li hanno ancora raggiunti – ad adottare le necessarie misure correttive in linea con il Patto di stabilità e crescita. Gli Stati membri dovrebbero evitare politiche di bilancio procicliche. Inoltre, gli indirizzi stabiliscono che gli Stati membri che presentano un disavanzo eccessivo dovrebbero intraprendere misure volte ad assicurarne una tempestiva correzione. Laddove i disavanzi di conto corrente rischiassero di divenire insostenibili, dovrebbero essere adottate riforme strutturali per il miglioramento della competitività, unitamente ad appropriate politiche di bilancio correttive. Con specifico riferimento all'area dell'euro, è richiesto agli Stati membri di garantire un migliore coordinamento delle proprie politiche economiche e di bilancio, e in particolare di contribuire a una combinazione delle politiche che promuova la ripresa economica e sia compatibile con la stabilità dei prezzi.

In vista dell'invecchiamento demografico in Europa, gli indirizzi di massima per le politiche economiche precisano che dovrebbero essere compiuti ulteriori sforzi per ridurre il debito pubblico, nonché per incrementare la partecipazione al mercato del lavoro e l'offerta di lavoro, specie tra le donne, i giovani e i lavoratori in età avanzata. Gli Stati membri sono inoltre sollecitati a riformare i propri sistemi pensionistici, previdenziali e sanitari. Gli indirizzi sottolineano che gli aumenti dei salari nominali dovrebbero essere coerenti con la stabilità dei prezzi e in linea con il tasso di crescita della produttività nel medio periodo, tenendo conto delle differenze tra i profili professionali e delle condizioni locali dei mercati del lavoro.

Riforme microeconomiche per accrescere il potenziale di crescita della UE

Riforme di vasta portata dei mercati dei prodotti sono considerate una parte integrante del piano volto a contrastare il modesto dinamismo dell'attività economica e l'insufficiente creazione di posti di lavoro nella UE.

Gli indirizzi di massima per le politiche economiche chiedono agli Stati membri di promuovere attivamente gli investimenti in ricerca e sviluppo, innovazione e istruzione. Occorrono progressi più rapidi verso l'obiettivo di Lisbona di destinare il 3 per cento del PIL agli investimenti in ricerca e sviluppo, con una ripartizione adeguata tra investimenti pubblici e privati. Gli Stati membri sono invitati a indicare nei propri programmi nazionali di Lisbona gli obiettivi di spesa in ricerca e sviluppo per il 2008 e 2010, unitamente ai provvedimenti per realizzarli. Tali obiettivi dovrebbero essere perseguiti creando condizioni quadro appropriate, promuovendo collegamenti tra la scienza e l'industria, sviluppando e rafforzando i centri di eccellenza, supportando la mobilità dei ricercatori e incoraggiando il trasferimento transfrontaliero di conoscenze tramite gli investimenti diretti esteri. Gli Stati membri dovrebbero facilitare l'accesso alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione e il loro utilizzo. È inoltre enfatizzata la necessità di orientare la UE verso settori con una crescita della produttività più elevata, di individuare i fattori di competitività in settori industriali chiave e di rispondere alla sfida della globalizzazione.

Gli indirizzi raccomandano inoltre ai paesi di promuovere l'utilizzo sostenibile delle risorse e di rafforzare le sinergie fra tutela dell'ambiente e crescita. Attraverso l'utilizzo di strumenti basati sul mercato, gli Stati membri dovrebbero assicurare che i prezzi rispecchino adeguatamente i danni ambientali e i costi sociali, incoraggiando nel contempo lo sviluppo di energie sostenibili

e l'introduzione di tecnologie rispettose dell'ambiente. L'attuazione di queste priorità dovrebbe essere in linea con l'esistente legislazione comunitaria e con i provvedimenti e gli strumenti proposti dal Piano d'azione per le tecnologie ambientali. Gli Stati membri dovrebbero rinnovare gli sforzi per l'adempimento degli impegni assunti nel quadro del protocollo di Kyoto.

Gli indirizzi dichiarano che gli Stati membri dovrebbero accelerare il recepimento delle direttive riguardanti il mercato interno, assicurare un'applicazione più rigorosa e accurata della legislazione sul mercato interno e accelerare il processo di integrazione dei mercati finanziari. Essi sollecitano inoltre gli Stati membri a eliminare gli ostacoli alle attività transfrontaliere e ad applicare con efficacia le regole sulle commesse pubbliche.

Gli indirizzi enfatizzano la necessità di rimuovere le barriere alla concorrenza in settori chiave e di garantire l'efficace attuazione della politica della concorrenza. Gli Stati membri sono sollecitati ad adottare riforme strutturali per facilitare l'accesso al mercato. Inoltre, dovrebbe essere garantita un'efficace concorrenza nelle industrie di rete, mentre gli aiuti di Stato dovrebbero essere ulteriormente ridotti e riorientati verso obiettivi orizzontali quali la ricerca, l'innovazione e l'ottimizzazione del capitale umano.

Agli Stati membri è richiesto di intraprendere attivamente misure volte a creare un contesto imprenditoriale più favorevole, per incoraggiare la creazione e la crescita di imprese innovative. Essi dovrebbero creare un contesto propizio alle piccole e medie imprese, rafforzare il loro potenziale innovativo, migliorare l'accesso ai finanziamenti, adattare i sistemi fiscali affinché premino le iniziative di successo e ridurre il carico amministrativo per le nuove attività. Nell'intento di ottenere una maggiore integrazione dei mercati nazionali all'interno della UE allargata, gli Stati membri dovrebbero sviluppare infrastrutture adeguate nei settori dei trasporti, dell'energia o delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, in particolare nelle aree transfrontaliere e nelle regioni periferiche.

Gli Orientamenti per l'occupazione

La creazione delle condizioni per la piena occupazione, il miglioramento della qualità e della produttività del lavoro, nonché l'aumento della coesione sociale e territoriale rimangono obiettivi prioritari della strategia di Lisbona. In base agli orientamenti per l'occupazione, gli Stati membri dovrebbero contribuire a raggiungere un tasso di occupazione medio del 70 per cento per l'insieme della UE, di almeno il 60 per cento per le donne e 50 per cento per i lavoratori in età avanzata entro il 2010, e a ridurre la disoccupazione e l'inattività. Gli Stati membri dovrebbero prendere in considerazione la definizione di obiettivi per il tasso di occupazione nazionale. Sono inoltre necessarie misure per aumentare la partecipazione femminile, ridurre le disparità tra uomini e donne in termini di occupazione, disoccupazione e salari e contrastare la disoccupazione giovanile. Gli Stati membri dovrebbero prendere provvedimenti per promuovere l'allungamento della vita lavorativa e modificare il sistema di incentivi insito nei regimi fiscali, pensionistici e previdenziali che incoraggia l'uscita anticipata dal mondo del lavoro.

Gli orientamenti sull'occupazione sollecitano gli Stati membri ad adottare politiche attive per il mercato del lavoro volte a supportare l'inclusione nel mercato delle persone meno favorite, a modernizzare i sistemi di tutela sociale e a combattere la povertà e l'esclusione sociale. Gli Stati membri sono inoltre sollecitati a intraprendere misure per contrastare le carenze e le strozzature nel mercato del lavoro e per garantire una maggiore trasparenza delle opportunità di occupazione e formazione a livello nazionale ed europeo.

Gli orientamenti per l'occupazione enfatizzano la necessità di provvedimenti per accrescere la capacità di adattamento dei mercati del lavoro ai mutamenti delle condizioni economiche. Una maggiore flessibilità dovrebbe essere conseguita adeguando la legislazione in materia di lavoro e fornendo sostegno per i momenti di transizione dello status occupazionale. Gli Stati membri sono sollecitati a garantire che i sistemi di contrattazione salariale consentano ai salari di meglio rispecchiare la produttività, nonché ad adeguare la struttura e il livello dei costi non salariali del lavoro specie per le basse retribuzioni. Il potenziamento e il miglioramento degli investimenti in capitale umano e la riduzione della scarsa corrispondenza fra qualifiche richieste e offerte (*skill mismatches*) sono considerati fattori chiave per aumentare il potenziale di crescita nella UE. Gli orientamenti per l'occupazione sottolineano che gli Stati membri si impegnano a creare strategie di aggiornamento continuo di vasta portata entro il 2006 e ad attuare il programma di lavoro Istruzione e formazione 2010. Essi richiedono agli Stati membri di facilitare la mobilità all'interno del mercato del lavoro europeo promuovendo il riconoscimento e la trasparenza delle qualifiche e delle competenze.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In luglio e all'inizio di agosto l'euro si è apprezzato in termini effettivi riflettendo un rafforzamento relativamente generalizzato nei confronti delle divise della maggior parte dei partner commerciali. La modifica della politica di tasso di cambio in Cina annunciata il 21 luglio non sembra avere avuto un duraturo effetto diretto sul tasso di cambio dell'euro.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Nonostante l'ampliamento dei differenziali di interesse a favore della divisa statunitense, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro fra la fine di giugno e il 3 agosto (cfr. figura 26) in presenza di notizie relativamente positive sul clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro. Di conseguenza, il 3 agosto l'euro si collocava a 1,23 dollari, un valore superiore dell'1,8 per cento a quello di fine giugno e inferiore dell'1 per cento rispetto alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

L'euro ha continuato ad apprezzarsi nei confronti dello yen giapponese confermando la tendenza iniziata in giugno. La modifica del regime di cambio cinese annunciata il 21 luglio (cfr. sotto) sembra avere influito sul tasso di cambio yen/euro solo temporaneamente. Il 3 agosto l'euro è stato quotato a 136,8 yen, un livello superiore del 2,1 per cento a quello di fine giugno e dell'1,8 per cento alla media del 2004.

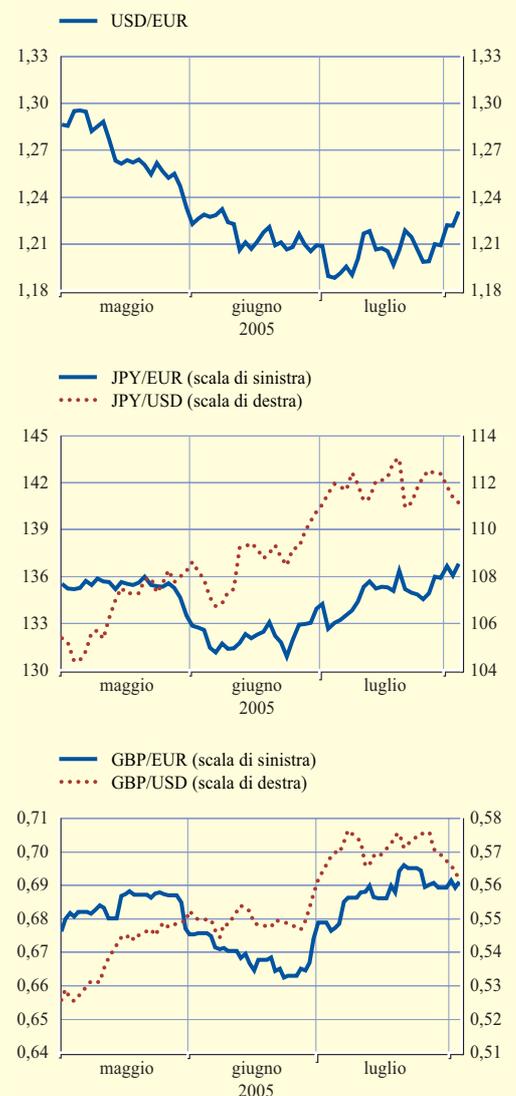
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, in luglio e all'inizio di agosto 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 alle proprie parità centrali (cfr. figura 27). Il lat lettone e la sterlina cipriota sono rimasti stabili, mantenendosi nella zona di apprezzamento all'interno dei margini di oscillazione.

Per quanto riguarda le valute di altri Stati membri dell'UE, in luglio l'euro si è apprezzato considerevolmente rispetto alla sterlina britannica nel contesto di un rafforzamento delle attese di riduzione dei tassi di riferimento nel Regno Unito. Il 3 agosto l'euro è stato scambiato a 0,69 sterline, un valore superiore del 2,5 per cento a quello di fine giugno e dell'1,8 per cento alla media del

Figura 26 Tassi di cambio

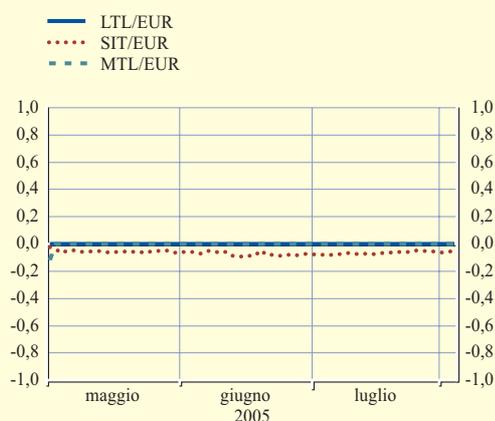
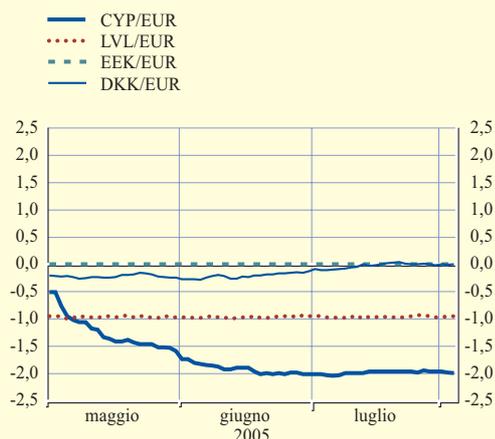
(dati giornalieri)



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 $\pm 15\%$.

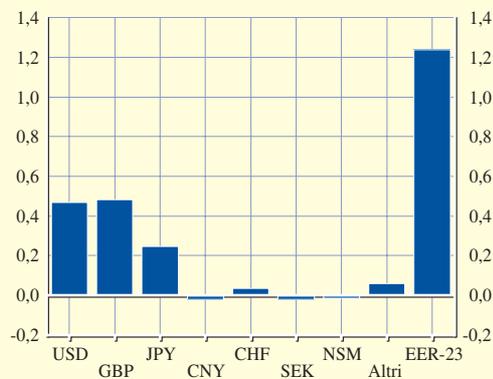
Figura 28 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 30 giugno al 3 agosto 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.

2004. Fra la fine di giugno e il 3 agosto l'euro si è deprezzato nei confronti del fiorino ungherese (dell'1,2 per cento) e apprezzato rispetto alla corona slovacca (dell'1,2 per cento) e, in misura minore, allo zloty polacco (dello 0,9 per cento). In questo periodo l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della corona svedese.

ALTRE VALUTE

Fra la fine di giugno e il 3 agosto, l'euro si è apprezzato dello 0,6 per cento nei confronti del franco svizzero. Il 21 luglio la Cina ha abbandonato l'ancoraggio al dollaro ed è passata a un regime di

tasso di cambio di fluttuazione controllata che fa riferimento a un paniere di monete. Al contempo, il renminbi è stato rivalutato del 2 per cento a 8,11 yuan per dollaro statunitense, con una banda di oscillazione giornaliera fissata al $\pm 0,3$ per cento. Le valute incluse nel paniere e i loro pesi non sono stati rivelati. L'impatto iniziale di tale cambiamento è stato avvertito soprattutto in Asia, dove la Malesia ha lasciato il suo ancoraggio al dollaro. Il tasso di cambio dello yuan rispetto all'euro è diminuito dello 0,3 per cento tra la fine di giugno e il 3 agosto.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 3 agosto il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era superiore dell'1,2 per cento al livello di fine giugno e inferiore dell'1,2 per cento alla media del 2004 (cfr. figura 28).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I dati sulla bilancia dei pagamenti fino a maggio 2005 mostrano un aumento delle esportazioni e delle importazioni dell'area dell'euro in termini di valore negli ultimi mesi, dopo un andamento più moderato a partire dalla fine del 2004. L'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente è sceso dal massimo dell'estate del 2004, rispecchiando un incremento più vigoroso delle importazioni rispetto alle esportazioni. Nel conto finanziario, in maggio 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 controbilanciati dai deflussi netti per investimenti diretti.

CONTO CORRENTE

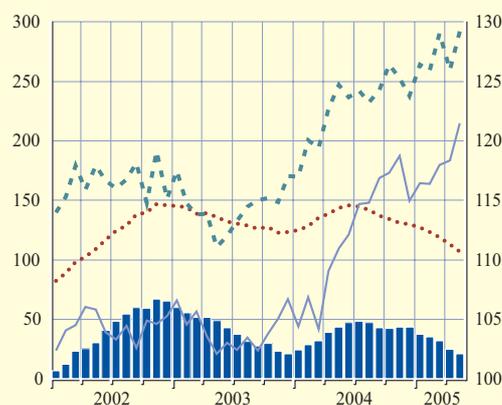
Negli ultimi mesi le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono aumentate in termini di valore, dopo una dinamica più modesta attorno al volgere dell'anno (cfr. figura 29). Nel periodo marzo-maggio 2005 la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni e servizi è risultata superiore del 2,2% a quella del precedente periodo di tre mesi, mentre per le importazioni il valore è risultato superiore del 2,9%. Gli scambi di beni sono stati piuttosto sostenuti in aprile e maggio, mentre quelli di servizi sono risultati relativamente fiacchi.

Per quanto riguarda la scomposizione regionale dell'interscambio commerciale, la recente ripresa delle esportazioni sembra essere stata piuttosto diffusa. L'aumento del valore dei beni esportati nei primi due mesi del secondo trimestre del 2005 ha riflesso in particolare il maggior vigore delle esportazioni verso gli Stati Uniti, il Regno Unito, l'Asia escluso il Giappone e, in minor misura, i nuovi Stati membri della UE (cfr. tavola 8). Allo stesso tempo, l'incremento del valore dei beni importati è stato anch'esso diffuso.

Figura 29 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

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



Fonte: BCE.

Tavola 8 Flussi commerciali con l'esterno dell'area dell'euro e conto corrente

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)

	2004				2005		
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	apr.	mag.
Esportazioni di beni ¹⁾	92,8	95,6	96,3	97,2	97,2	99,3	100,7
<i>di cui:</i> verso gli Stati Uniti	14,2	14,6	14,4	14,6	14,5	14,9	15,0
verso il Regno Unito	16,6	16,8	17,2	17,1	16,7	16,6	17,4
verso gli Stati membri dell'UE	10,4	10,5	10,4	11,0	11,0	11,3	11,1
verso i paesi asiatici escluso il Giappone	15,5	15,7	16,2	15,8	16,4	17,1	16,4
Importazioni di beni ¹⁾	84,1	87,7	92,4	93,5	92,5	95,0	97,5
<i>di cui:</i> dagli Stati Uniti	8,8	9,9	9,6	9,6	9,7	9,9	9,9
dal Regno Unito	11,3	11,5	12,5	12,0	11,8	12,4	12,4
dagli Stati membri dell'UE	9,0	8,8	8,9	9,2	9,0	9,3	10,1
dai paesi asiatici escluso il Giappone	18,9	21,0	22,3	22,8	22,2	23,4	24,0
Esportazioni di servizi ²⁾	28,4	29,7	29,9	29,8	31,0	28,4	28,2
Importazioni di servizi ²⁾	26,5	27,3	27,3	27,6	28,3	26,7	27,7
Saldo di conto corrente ²⁾	4,8	5,5	1,3	2,8	1,0	0,8	0,9

Fonti: 1) Eurostat, 2) BCE.

Nota: i trimestri corrispondono al valore medio dei corrispondenti tre mesi.

La scomposizione del valore delle importazioni in volumi e prezzi fornita dall'Eurostat mostra che dall'inizio del 2004 i volumi importati dall'Asia e dagli Stati Uniti sono cresciuti fortemente, mentre quelli dal Regno Unito e dai nuovi Stati membri della UE sono diminuiti (cfr. figura 30). Tali andamenti sono in linea con le variazioni dei prezzi relativi, più in particolare con lo scorso apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense. Tuttavia, la debolezza delle importazioni dai nuovi Stati membri della UE dal maggio 2004 potrebbe essere associata anche a problemi statistici relativi al periodo del loro accesso, che potrebbero essere in via di risoluzione.

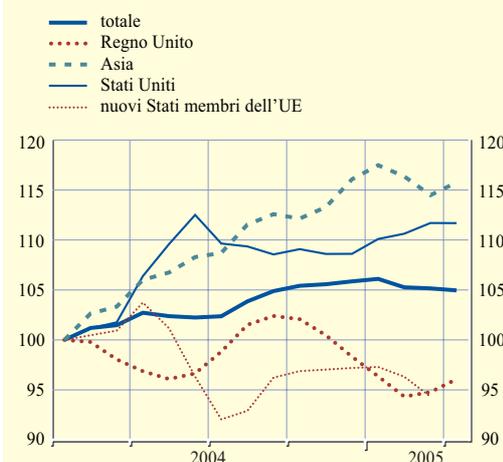
In maggio l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è stato pari a 20,9 miliardi di euro (vale a dire circa lo 0,3 per cento del PIL), quasi la metà di quello di 43,6 miliardi registrato un anno prima (cfr. figura 29). Tale riduzione è principalmente ascrivibile a un calo di 40,8 miliardi di euro dell'avanzo dei beni, che è stato in parte compensato da una contrazione di 16,1 miliardi di euro del disavanzo dei redditi e, in misura inferiore, da un aumento dell'avanzo dei servizi.

CONTO FINANZIARIO

In maggio il saldo cumulato su dodici mesi dell'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro è stato pressoché nullo, a fronte di deflussi netti per 43,9 miliardi di euro nel precedente periodo di dodici mesi conclu-

Figura 30 Importazioni in volume e suddivisione per alcuni partner commerciali

(indice: gennaio 2004=100; media mobile a 3 mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

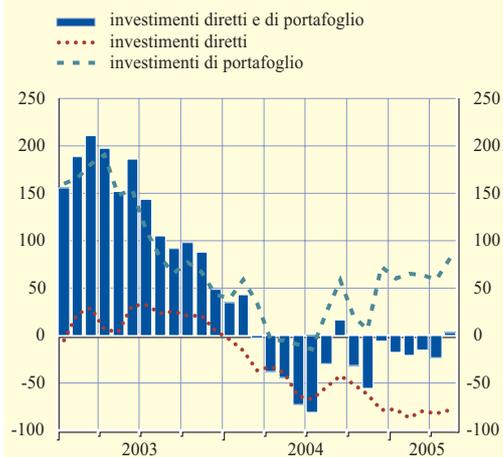
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono ad aprile 2005, a eccezione dei nuovi Stati membri dell'UE, per i quali i dati più recenti si riferiscono a marzo 2005.

sosi a maggio 2004 (cfr. figura 31). Tale andamento è riconducibile a maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio, che hanno più che compensato l'aumento dei deflussi di investimenti diretti nello stesso periodo.

L'incremento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio nei dodici mesi terminati in maggio è stato per lo più ascrivibile all'aumento degli acquisti netti di titoli dell'area dell'euro da parte di non residenti. I maggiori deflussi netti di investimenti diretti hanno riflesso principalmente un incremento degli investimenti in azioni estere da parte di residenti nell'area. I dati sulla scomposizione geografica del conto finanziario dell'area dell'euro indicano che, in particolare, i deflussi netti di investimenti diretti verso centri offshore sono aumentati nei dodici mesi fino allo scorso marzo rispetto al precedente periodo di dodici mesi terminato un anno prima.

Figura 31 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.

LA RIFORMA DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

L'Unione economica e monetaria necessita di regole di bilancio che assicurino la sostenibilità delle politiche fiscali. Queste ultime promuovono la stabilità, la crescita e la coesione nell'area dell'euro e forniscono sostegno alla politica monetaria nel mantenimento della stabilità dei prezzi. Tenendo conto di ciò, questo articolo si propone di spiegare e valutare la recente riforma del Patto di stabilità e crescita (PSC).

Le modifiche apportate al meccanismo preventivo del PSC, che riguarda il processo di sorveglianza e il conseguimento di obiettivi a medio termine appropriati, sono potenzialmente in grado di rafforzare il quadro di riferimento accrescendone l'adattabilità alle circostanze nazionali e richiamando più esplicitamente gli Stati membri ad accelerare il risanamento dei conti pubblici nei periodi di congiuntura favorevole. Tuttavia, tali modifiche riducono la semplicità e la chiarezza delle regole e non affrontano in modo specifico le carenze sul piano degli incentivi alla loro osservanza.

I cambiamenti al meccanismo correttivo del PSC, che mira ad evitare l'emergere di disavanzi eccessivi e, qualora si verificassero, ad assicurarne la pronta correzione, pongono maggiore enfasi sulla flessibilità e sulla discrezionalità nel sottoporre i paesi alla procedura per i disavanzi eccessivi e nel richiedere una tempestiva azione correttiva. Il Consiglio direttivo della BCE ritiene che modifiche al meccanismo correttivo possano comportare un indebolimento del PSC e per questo motivo, nella propria dichiarazione del 21 marzo 2005, aveva raccomandato di non apportarvi cambiamenti e aveva espresso serie preoccupazioni al riguardo.

Ora che il Consiglio Ecofin ha approvato un nuovo quadro di riferimento, le conseguenze della riforma del PSC dipenderanno dalla sua attuazione. Gli Stati membri, la Commissione e il Consiglio Ecofin dovranno affrontare i problemi per le politiche di bilancio di breve e lungo termine che si preannunciano per il futuro. Questi includono la rapida correzione degli squilibri di bilancio esistenti, la riduzione dei rapporti tra il debito e il PIL e le riforme necessarie per fronteggiare le pressioni sui bilanci pubblici che presto deriveranno dall'invecchiamento demografico. È essenziale che, nell'attuazione del nuovo quadro di riferimento, si stabiliscano i giusti precedenti sin dall'inizio. La rigorosa e coerente applicazione delle nuove regole favorirebbe il rigore fiscale e aiuterebbe a ristabilire la credibilità del quadro di riferimento delle regole di bilancio della UE, nonché la fiducia in politiche di bilancio prudenti.

I INTRODUZIONE

Il buon funzionamento di un'unione monetaria richiede non solo una politica monetaria orientata alla stabilità, ma anche il mantenimento della disciplina di bilancio nei paesi che vi aderiscono. Riconoscendo tale esigenza, il Trattato che istituisce la Comunità europea (di seguito "il Trattato") contiene disposizioni per la sorveglianza e il coordinamento delle politiche di bilancio degli Stati membri della UE. In particolare, esso sancisce che gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi e prevede una "procedura per i disavanzi eccessivi" (PDE) quale strumento per prevenire e correggere tali disavanzi qualora si dovessero verificare. Il PSC, adottato nel 1997 e composto di due regolamenti del Consiglio della UE e di una risoluzione del Consiglio europeo,

mira a rafforzare il quadro di riferimento per le politiche di bilancio definito dal Trattato stabilendo regole e procedure più dettagliate per la sorveglianza dei conti pubblici e accelerando e chiarendo le modalità di attuazione della PDE.

Nella seconda metà degli anni novanta i paesi dell'area dell'euro hanno compiuto considerevoli passi avanti nel risanamento dei conti pubblici al fine di soddisfare i criteri di convergenza per l'adozione dell'euro. Dal 1999, tuttavia, i conti pubblici hanno mostrato andamenti piuttosto eterogenei (cfr. figura 1). Se da un lato i disavanzi non si sono riportati sui livelli molto elevati dei primi anni novanta e non si è più verificato il rapido incremento dei rapporti tra il debito e il PIL osservato in quegli anni, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro il risanamento delle fi-

Figura 1 Saldo di bilancio e debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; dati annuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i dati sul saldo di bilancio non includono i proventi dalla vendita delle licenze UMTS.

nanze pubbliche ha segnato una battuta d'arresto o talvolta addirittura un'inversione di tendenza. Inizialmente, tale evoluzione è stata mascherata da un contesto economico relativamente favorevole, ma con il rallentamento congiunturale iniziato nel 2001 i saldi di bilancio hanno mostrato un rapido peggioramento e un numero crescente di paesi membri hanno registrato o rischiato di registrare disavanzi eccessivi. Allo stesso tempo, il Consiglio Ecofin non ha sempre applicato con rigore le regole e le procedure del PSC. In particolare, nel novembre del 2003, anziché seguire le Raccomandazioni della Commissione di procedere alla fase successiva della PDE nei confronti di Francia e Germania, il Consiglio Ecofin ha deciso, nelle proprie "Conclusioni", di sospendere le procedure nei confronti di tali paesi a condizione che adottassero determinate misure. Queste Conclusioni sono state in seguito annullate dalla Corte di giustizia europea, sebbene essa abbia confermato la prerogativa del Consiglio Ecofin di esercitare la propria discrezionalità nell'attuazione della procedura.

Il deterioramento delle posizioni di bilancio osservato negli ultimi anni e la crescente riluttanza a rispettare le regole e le procedure stabilite a livello europeo ha eroso la fiducia nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio della UE e ha intensificato le critiche espresse nei confronti del PSC sin dal suo esordio. In conseguenza di ciò, nel giugno del 2004 il Consiglio europeo ha diffuso una dichiarazione in cui auspicava proposte volte a rafforzare e a chiarire l'applicazione del PSC. Nel successivo mese di settembre la Commissione ha pubblicato una Comunicazione nella quale enunciava proprie proposte per "rafforzare la *governance* economica e chiarire l'implementazione del Patto di stabilità e di crescita". Dopo un intenso dibattito sui suggerimenti avanzati dalla Commissione e dai paesi membri, il Consiglio Ecofin ha adottato, il 20 marzo 2005, una relazione intitolata "Migliorare l'attuazione del patto di stabilità e crescita", contenente proposte di riforma che sono state in seguito approvate dal Consiglio europeo. La relazione del Consiglio Ecofin costituisce attualmente parte integrante del PSC, aggiornando e completando la precedente Risoluzione del Consiglio europeo. I regolamenti del Consiglio della UE sono stati quindi modificati sulla base di tale documento.

Nel corso del dibattito sulla riforma del PSC, la BCE ha coerentemente sottolineato la necessità di un solido quadro di riferimento per le politiche di bilancio nella UEM. In seguito all'adozione della relazione del Consiglio Ecofin, il Consiglio direttivo della BCE ha diffuso una dichiarazione e la BCE ha emesso due pareri sulle proposte della Commissione riguardo alla modifica dei regolamenti del Consiglio (cfr. riquadro 1).

Questo articolo spiega in maggiore dettaglio il punto di vista della BCE riguardo alla recente riforma del PSC. La sezione 2 fornisce una breve descrizione delle principali modifiche che sono state apportate; la sezione 3 ne presenta una valutazione e la sezione 4 conclude con alcuni commenti sui problemi che il nuovo quadro di riferimento dovrà affrontare nei prossimi mesi e anni.

Riquadro I

DICHIARAZIONE DEL CONSIGLIO DIRETTIVO DEL 21 MARZO 2005

“Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) esprime serie preoccupazioni riguardo alle modifiche al Patto di stabilità e crescita proposte. È necessario evitare che i cambiamenti del meccanismo correttivo del Patto ledano la fiducia nel quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell’Unione europea e nella sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi dell’area dell’euro. Inoltre, quanto al meccanismo preventivo del Patto, il Consiglio direttivo prende atto di alcune delle modifiche avanzate che sono in linea con un possibile rafforzamento di tale meccanismo.

Politiche fiscali solide e una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi sono essenziali per il successo dell’Unione economica e monetaria e costituiscono i presupposti per la stabilità macroeconomica, la crescita e la coesione nell’area dell’euro. È indispensabile che gli Stati membri, la Commissione europea e il Consiglio dell’Unione europea applichino con rigore e coerenza il quadro di riferimento rivisto in modo da promuovere la conduzione di politiche di bilancio prudenti.

Nelle attuali circostanze è quanto mai fondamentale che tutte le parti interessate assolvano le rispettive responsabilità. I cittadini e i mercati possono fare affidamento sul fermo impegno del Consiglio direttivo ad adempiere il suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi”.

Pareri della BCE del 3 giugno 2005 concernenti le modifiche ai regolamenti n. 1466/97 e n. 1467/97 del Consiglio ¹⁾.

Nei due pareri la BCE non ha commentato disposizioni specifiche dei regolamenti proposti, ma esprime il proprio punto di vista generale. In entrambi si afferma che:

“Per il successo dell’Unione economica e monetaria (UEM) sono essenziali delle politiche di bilancio solide. Esse costituiscono i presupposti per la stabilità macroeconomica, la crescita e la coesione nell’area dell’euro. Il quadro di riferimento per le politiche di bilancio sancito dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita rappresenta uno dei cardini della UEM e perciò un punto di ancoraggio per le aspettative sulla disciplina di bilancio. Questo quadro fondato su regole, che mira ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche e a consentire, al contempo, il contenimento delle fluttuazioni del prodotto attraverso l’applicazione di stabilizzatori automatici, deve rimanere chiaro, semplice e attuabile. L’osservanza di tali principi faciliterà inoltre la trasparenza e la parità di trattamento nell’attuazione del quadro di riferimento”.

Inoltre, nel parere sul Regolamento n. 1466/97 del Consiglio, la BCE “approva l’obiettivo di migliorare la sorveglianza e il coordinamento delle politiche economiche al fine di conseguire e

1) Il PSC, nella sua versione iniziale, era composto dai tre seguenti atti: 1) il Regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio per il rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche (meccanismo preventivo); 2) il Regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio per l’accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi (meccanismo correttivo); 3) la Risoluzione del Consiglio europeo relativa al Patto di stabilità e crescita adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997. Questi atti sono stati in seguito integrati dal Codice di condotta relativo al contenuto e alla struttura dei programmi di stabilità e di convergenza, la cui ultima versione è stata approvata dal Consiglio Ecofin il 10 luglio 2001. In seguito alla riforma, il PSC è costituito dalla relazione del Consiglio Ecofin del 20 marzo 2005, unitamente alla risoluzione del Consiglio europeo del giugno 1997 da essa aggiornata e integrata, e dai regolamenti n. 1466/97 e n. 1467/97 del Consiglio modificati dai regolamenti n. 1055/2005 e n. 1056/2005 del Consiglio per tenere conto, nella sostanza, della relazione del Consiglio Ecofin. Anche il Codice di condotta è in fase di aggiornamento.

mantenere obiettivi a medio termine che assicurino la sostenibilità delle finanze pubbliche". Nel parere sul Regolamento n. 1467/97 del Consiglio, la BCE "ribadisce la necessità che la PDE, mantenendo una tempistica rigida, sia credibile ed efficace a salvaguardia di finanze pubbliche non sostenibili". La BCE sottolinea anche che "una rigorosa e coerente attuazione delle procedure di sorveglianza e della PDE promuoverebbe la conduzione di politiche di bilancio prudenti".

2 ASPETTI SALIENTI DELLA RIFORMA

La riforma del PSC apporta diverse modifiche all'originario quadro di riferimento. Nella relazione del 20 marzo il Consiglio Ecofin ha dichiarato che l'obiettivo di tali cambiamenti consiste nel migliorare la *governance*, rafforzare il meccanismo preventivo e migliorare l'applicazione del meccanismo correttivo.

MODIFICHE AL MECCANISMO PREVENTIVO

Il meccanismo preventivo del PSC è disciplinato dal Regolamento n. 1466/97 del Consiglio (ora modificato dal Regolamento n. 1055/2005 del Consiglio) sul rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio e sulla sorveglianza e il coordinamento delle politiche economiche. Nell'ambito di questo meccanismo gli Stati membri presentano programmi di stabilità o di convergenza, nei quali espongono in dettaglio i programmi di finanza pubblica di medio periodo. Il PSC, nella sua versione originaria, richiedeva agli Stati membri di perseguire un obiettivo di medio termine di saldo di bilancio "prossimo al pareggio o in avanzo", ma il Regolamento n. 1466/97 del Consiglio non fissava il percorso di avvicinamento a tale obiettivo. Nell'ottobre 2002 invece l'Eurogruppo stabiliva che i paesi dell'area dell'euro che non si trovano ancora in tale posizione devono migliorare i propri saldi di fondo di almeno lo 0,5 per cento del PIL l'anno¹⁾. Il Consiglio Ecofin ha in seguito precisato che tale miglioramento va misurato in termini di variazioni del saldo corretto per gli effetti del ciclo economico, mentre le misure *una tantum* devono essere considerate singolarmente nel merito e caso per caso²⁾.

La riforma affina le disposizioni del PSC riguardanti la definizione di posizioni di bilancio si-

cure nel medio periodo e il relativo percorso di avvicinamento.

DEFINIZIONE DELL'OBIETTIVO DI BILANCIO A MEDIO TERMINE

Ogni Stato membro deve specificare un obiettivo di medio termine (OMT) nell'ambito del programma di stabilità o di convergenza, che è successivamente valutato dal Consiglio Ecofin. Gli OMT saranno differenziati per paese e potranno discostarsi da una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo sulla base del rapporto tra il debito e il PIL corrente e della crescita potenziale. Anche le passività implicite dovranno essere prese in considerazione non appena saranno stati stabiliti criteri e modalità per tenerne debitamente conto. Gli OMT dovranno perseguire tre finalità: mantenere un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del 3 per cento fissato per il rapporto tra il disavanzo pubblico e il PIL, assicurare rapidi progressi verso il raggiungimento di finanze pubbliche sostenibili e, su queste basi, consentire uno spazio per manovre di bilancio, in particolare per rispondere alle esigenze di investimenti pubblici. Per i paesi dell'area dell'euro e per gli Stati membri che aderiscono ai nuovi accordi europei di cambio (AEC II), gli specifici OMT nazionali dovranno collocarsi, una volta aggiustati per gli effetti del ciclo economico e al netto delle misure temporanee e *una tantum*, in un intervallo compreso tra il -1 per cento del PIL e il pareggio o l'avanzo di bilancio. Gli OMT saranno riveduti in occasione dell'attuazione di importanti riforme strutturali e, comunque, ogni quattro anni.

1) Cfr. i criteri generali sull'evoluzione dei bilanci pubblici nell'area dell'euro formulati dall'Eurogruppo (7 ottobre 2002).

2) Cfr. la relazione sul rafforzamento e sul coordinamento delle politiche di bilancio elaborata dal Consiglio Ecofin (7 marzo 2003).

PERCORSO DI AGGIUSTAMENTO VERSO L'OBIETTIVO DI MEDIO TERMINE

Gli Stati membri che non hanno ancora conseguito il proprio OMT dovranno impegnarsi nel risanamento. Il loro sforzo di aggiustamento dovrà essere maggiore nei periodi di congiuntura favorevole e potrebbe essere più limitato nelle fasi sfavorevoli. Per "periodi di congiuntura favorevole" si intendono quelli in cui "il prodotto supera il livello potenziale, tenendo conto delle elasticità fiscali". Come parametro di riferimento, i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri che aderiscono agli AEC II dovranno perseguire una riduzione annuale del disavanzo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo e al netto di misure *una tantum* e temporanee dello 0,5 per cento del PIL. Gli Stati membri che non rispetteranno il percorso di aggiustamento richiesto dovranno spiegarne le ragioni negli aggiornamenti annuali dei programmi di stabilità e di convergenza. La Commissione fornirà "indicazioni di natura politica" per incoraggiare i paesi ad aderire al proprio percorso di aggiustamento.

RIFORME STRUTTURALI

Nel definire il percorso di avvicinamento all'OMT o nel consentire uno scostamento temporaneo da tale obiettivo ai paesi che l'hanno già conseguito, verrà tenuta presente l'attuazione di importanti riforme strutturali. Saranno, tuttavia, considerate soltanto quelle riforme che producono effetti diretti di contenimento dei costi nel lungo termine o aumentano la crescita potenziale e che quindi hanno un impatto positivo quantificabile sulla sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche. Inoltre, deve essere mantenuto un margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del 3 per cento e la posizione di bilancio deve ritornare all'OMT entro l'orizzonte temporale coperto dal programma. Particolare attenzione sarà posta su riforme volte a introdurre sistemi pensionistici a più pilastri di cui uno obbligatorio a capitalizzazione. Agli Stati membri che attuano simili riforme sarà consentito di deviare dal percorso di aggiustamento verso l'OMT o dall'obiettivo stesso, con uno scostamento che rispecchi il costo netto della riforma del pilastro a gestione pubblica, a condizione che la deviazione abbia carattere temporaneo e che

sia mantenuto un opportuno margine di sicurezza rispetto al valore di riferimento del 3 per cento fissato per il rapporto tra il disavanzo pubblico e il PIL.

MODIFICHE AL MECCANISMO CORRETTIVO

Il meccanismo correttivo del PSC è disciplinato dall'articolo 104 del Trattato e dal Regolamento n. 1467/97 del Consiglio (ora modificato dal Regolamento n. 1056/2005 del Consiglio) per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della PDE. La procedura, che nelle prime fasi riguarda la constatazione di un disavanzo eccessivo, ha inizio con una relazione elaborata dalla Commissione europea (ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 3) allorché il disavanzo pubblico di un paese supera il 3 per cento del PIL, oppure se il rapporto tra il debito e il PIL eccede il 60 per cento e non si riduce in misura sufficiente e a un ritmo adeguato al valore di riferimento. Tuttavia, il Trattato prevede la possibilità che disavanzi più elevati del 3 per cento del PIL non siano considerati "eccessivi" qualora lo sfioramento sia modesto, temporaneo e dovuto a circostanze eccezionali.

Quando il Consiglio Ecofin rileva (confermamente all'articolo 104, paragrafo 6) l'esistenza di un disavanzo eccessivo, la procedura prevede una sequenza di passaggi che dovrebbero intensificare le pressioni sullo Stato membro affinché ponga in essere adeguate azioni correttive per riportare il saldo di bilancio al di sotto del 3 per cento del prodotto. In ogni fase della PDE, il Consiglio Ecofin adotta i necessari atti giuridici sulla base di raccomandazioni della Commissione. Il processo ha inizio con una raccomandazione del Consiglio Ecofin (ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 7) rivolta allo Stato membro affinché prenda provvedimenti per porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo. Viene quindi verificata l'ottemperanza a tale raccomandazione e, se lo Stato non si attiva o la sua azione non risulta efficace, il Consiglio gli intima (ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 9) di adottare misure volte a porre rimedio. Il mancato rispetto di tale intimazione dovrebbe, di regola, comportare l'applicazione di sanzioni (ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 11), inclusa la richiesta di costi-

tuire un deposito infruttifero, da convertire in ammenda se l'inosservanza della raccomandazione dovesse persistere.

Una serie di aspetti della PDE sono stati modificati in seguito alla riforma del PSC.

NUOVA DEFINIZIONE DI "GRAVE RECESSIONE ECONOMICA"

Nella versione originaria del PSC un rapporto tra il disavanzo pubblico e il PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento era considerato "eccezionale" se provocato da una grave recessione economica, definita come una riduzione annua del PIL reale pari almeno al 2 per cento. Anche un calo compreso fra lo 0,75 e il 2 per cento poteva essere considerato eccezionale alla luce di ulteriori elementi, in particolare, delle modalità improvvise e inattese con cui la recessione si fosse manifestata o della diminuzione cumulata del prodotto rispetto alle tendenze passate. Nella versione modificata del PSC, una grave recessione è definita come una situazione in cui si ha una crescita annua negativa del PIL reale o in cui si ha un calo cumulato del prodotto durante un periodo prolungato di crescita molto bassa del PIL reale rispetto a quella potenziale.

"ALTRI FATTORI SIGNIFICATIVI"

Il Trattato (articolo 104, paragrafo 3) precisa che la Commissione, nella relazione da essa elaborata che costituisce il primo passo della PDE, deve tenere conto di "tutti gli altri fattori significativi, compresa la posizione economica e di bilancio a medio termine dello Stato membro". Tuttavia, né il Trattato né il PSC chiarivano quali potessero essere questi fattori. È stato ora deciso che i fattori rilevanti per la posizione economica di medio periodo di un paese sono la crescita potenziale, le condizioni congiunturali prevalenti, l'attuazione del programma di Lisbona e di politiche intese a promuovere la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione, mentre sviluppi rilevanti per la posizione di bilancio sono costituiti, in particolare, dall'impegno per il risanamento del bilancio nei periodi di congiuntura favorevole, dalla sostenibilità del debito, dagli investimenti pubblici e dalla qualità complessiva delle finanze pubbliche. Si dovrà, inoltre, tenere conto di qualsia-

si altro fattore che, secondo lo Stato membro interessato, sia rilevante per valutare esaustivamente, in termini qualitativi, il superamento del valore di riferimento. Particolare attenzione sarà riservata agli sforzi di bilancio compiuti per accrescere o mantenere su un livello elevato i contributi finanziari a sostegno della solidarietà internazionale e della realizzazione degli obiettivi delle politiche europee, fra cui segnatamente l'unificazione dell'Europa, qualora abbiano ripercussioni negative sulla crescita e sul carico fiscale dello Stato membro. Nel valutare se un disavanzo che eccede il 3 per cento del PIL sia da reputarsi eccessivo, gli altri fattori significativi saranno presi in considerazione soltanto se il disavanzo pubblico resta prossimo al valore di riferimento e il superamento di tale valore è solo temporaneo. Qualora il Consiglio Ecofin decida che esiste un disavanzo eccessivo, tali fattori saranno considerati nelle raccomandazioni o intenzioni rivolte allo Stato membro.

RIFORME DELLE PENSIONI

Per gli Stati membri con un disavanzo superiore ma prossimo al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, la Commissione e il Consiglio Ecofin terranno conto anche del costo di riforme pensionistiche che introducano un sistema a più pilastri di cui uno obbligatorio a capitalizzazione. Particolare attenzione sarà rivolta al costo netto della riforma del pilastro a gestione pubblica. A tal fine, si considererà il costo netto della riforma in maniera linearmente decrescente per un periodo transitorio di cinque anni. Tali riforme saranno tenute presenti anche nel valutare se il disavanzo eccessivo è stato corretto e se è diminuito significativamente e continuativamente, raggiungendo un livello che si avvicina al valore di riferimento.

MAGGIORE RISALTO AL DEBITO E ALLA SOSTENIBILITÀ

Occorre rafforzare il quadro di riferimento per la sorveglianza del debito applicando in termini qualitativi il concetto di un rapporto tra il debito e il PIL che si riduce in misura sufficiente e si avvicina al valore di riferimento con ritmo adeguato, nonché tenendo conto delle condizioni macroeconomiche e della dinamica del debito. Per i

paesi che presentano un rapporto tra il debito e il PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento, il Consiglio Ecofin formulerà raccomandazioni sulla dinamica del debito nei suoi pareri sui programmi di stabilità e di convergenza.

PROROGA DEI TERMINI PER LA CORREZIONE DEI DISAVANZI ECCESSIVI

Nella versione originaria del PSC era previsto che la correzione del disavanzo eccessivo dovesse essere completata nell'anno successivo alla sua constatazione salvo l'esistenza di circostanze particolari, che non erano specificate dal Patto. Dopo la riforma, il termine iniziale fissato per la correzione del disavanzo resta, di regola, "l'anno successivo alla constatazione", ma la definizione di questa scadenza e la decisione sull'esistenza di circostanze particolari che giustifichino una proroga di un anno devono tenere conto di una valutazione globale equilibrata degli "altri fattori significativi" illustrati in precedenza. Inoltre, il termine iniziale per la correzione deve essere stabilito in modo che lo Stato membro realizzi ogni anno un miglioramento minimo dello 0,5 per cento del PIL del suo saldo di bilancio corretto per il ciclo, al netto delle misure temporanee e *una tantum*. La scadenza iniziale può essere inoltre riveduta se il Consiglio Ecofin emette una nuova raccomandazione o intimazione, e ciò può avvenire a seguito di eventi economici sfavorevoli imprevisti con importanti conseguenze negative per le finanze pubbliche, e se un'azione efficace è stata intrapresa in ottemperanza alla precedente raccomandazione o intimazione.

PROROGA DEI TERMINI PROCEDURALI

Sono state prolungate anche alcune scadenze procedurali. In particolare, il termine entro il quale il Consiglio Ecofin deve emettere la raccomandazione nei confronti dello Stato membro che si trova in una situazione di disavanzo eccessivo (esteso da tre a quattro mesi dalla data della comunicazione del disavanzo eccessivo), quello previsto per l'adozione di provvedimenti efficaci in risposta a una raccomandazione del Consiglio Ecofin (prorogato da quattro a sei mesi), la scadenza per la formulazione di un'intimazione allo Stato membro da parte del Consiglio Ecofin qualora decida che la sua raccomandazione sia stata

disattesa (portata da uno a due mesi) e il termine entro cui il paese deve porre in essere azioni efficaci in risposta all'intimazione (esteso da due a quattro mesi).

GOVERNANCE

Nell'ambito della già menzionata risoluzione del Consiglio europeo gli Stati membri, la Commissione e il Consiglio Ecofin hanno assunto specifiche responsabilità in merito all'attuazione del PSC. Agli Stati membri compete la conduzione delle politiche di bilancio, ma con l'impegno a perseguirle in linea con gli obiettivi del PSC e le raccomandazioni del Consiglio Ecofin. La Commissione ha il diritto esclusivo di iniziativa nel raccomandare interventi al Consiglio Ecofin e si impegna a esercitarlo in modo da agevolare il funzionamento rigoroso, tempestivo ed efficace del PSC. Infine, il Consiglio Ecofin è responsabile di far osservare il PSC e ha un margine di discrezionalità al riguardo, ma si impegna a una rigorosa e tempestiva applicazione di tutti gli elementi che lo compongono.

Fatta salva questa suddivisione fondamentale delle responsabilità, la riforma del PSC include alcuni suggerimenti per migliorarne la *governance*. Viene sottolineata la necessità di una più serrata cooperazione fra gli Stati membri, la Commissione e il Consiglio Ecofin, nonché un rafforzamento del sostegno e della pressione reciproca. Vengono suggerite l'elaborazione di regole di bilancio a livello nazionale, la continuità negli obiettivi di finanza pubblica al subentrare di un nuovo governo e il maggiore coinvolgimento dei parlamenti nazionali. Viene, infine, sottolineata l'importanza di disporre di previsioni macroeconomiche e di dati di finanza pubblica affidabili.

3 VALUTAZIONE DAL PUNTO DI VISTA DELLA BCE

RAGIONI DELL'ADOZIONE DI REGOLE DI BILANCIO NELLA UEM

L'adozione di regole che pongono vincoli alle politiche di bilancio è principalmente tesa a frenare la tentazione dei governi a spendere più di

quanto si possano permettere, facendo gravare l'onere sulle generazioni future. Questo atteggiamento, se non è tenuto sotto controllo, può alimentare una tendenza a privilegiare l'accumulo di disavanzi che dà luogo a un debito crescente, in grado di gettare permanentemente un'ombra sulle prospettive economiche. Alti livelli del disavanzo e del debito portano ad avere tassi di interesse a lungo termine più elevati e investimenti privati più modesti a causa della competizione per il risparmio privato. Questa situazione può determinare una perdita permanente di prodotto nel lungo periodo.

Le politiche di bilancio possono avere implicazioni anche per la conduzione della politica monetaria. In particolare, disavanzi elevati possono generare pressioni inflazionistiche e dal lato della domanda che potrebbero costringere l'autorità monetaria a mantenere i tassi di interesse a breve termine su livelli superiori a quelli altrimenti necessari. Le politiche di bilancio possono altresì ledere la fiducia in una politica monetaria orientata alla stabilità se gli operatori privati, giungendo alla conclusione che l'eccessivo indebitamento pubblico finirà per essere finanziato mediante la creazione di moneta, agiustano appropriatamente le proprie aspettative di inflazione.

Nell'ambito di un'unione monetaria fra Stati sovrani è probabile che la tendenza a privilegiare l'accumulo di disavanzi risulti esacerbata. L'adozione di una valuta comune elimina il rischio di cambio e i connessi premi per il rischio fra i paesi partecipanti, allentando la disciplina normalmente esercitata dai mercati finanziari sulla condotta dei governi in materia di conti pubblici. Con la maggiore integrazione dei mercati finanziari nazionali, gli emittenti sovrani possono attingere a un mercato dei capitali più ampio e liquido che si estende all'intera area valutaria. Un'Amministrazione pubblica che incrementa il proprio disavanzo potrà finanziare più facilmente la maggiore spesa poiché il costo in termini di tassi di interesse più elevati dell'indebitamento aggiuntivo sarà, almeno in parte, distribuito sull'intera area monetaria³⁾. Di conseguenza, nella UEM maggiori oneri finanziari

in disavanzo in un paese hanno effetti più cospicui sugli altri partecipanti, rendendo le politiche di bilancio di ciascuno Stato una questione di interesse comune.

Le regole di finanza pubblica permettono, inoltre, di creare i margini per consentire alla politica di bilancio di stabilizzare il prodotto ed evitare politiche di bilancio procicliche. In particolare, il funzionamento degli stabilizzatori automatici, derivante dalle fluttuazioni cicliche delle entrate e delle spese pubbliche che si esplicano in modo "automatico" e tempestivo nel corso del ciclo economico, si è dimostrato efficace nell'attenuare le oscillazioni del prodotto e della domanda. In un'unione monetaria l'importanza della politica di bilancio come strumento per il contenimento delle fluttuazioni del prodotto a livello dei singoli paesi risulta ulteriormente accresciuta poiché vengono meno politiche monetarie a livello nazionale. Tassi di interesse applicabili all'intera area dell'euro non possono essere gestiti in funzione delle situazioni economiche nazionali; gli stabilizzatori automatici possono invece aiutare a compensare inopportuni effetti di espansione o contrazione sulla domanda interna⁴⁾. Tuttavia, in presenza di un disavanzo e di un debito elevati, il risultante ulteriore incremento del disavanzo potrebbe ledere la fiducia nella futura solidità delle finanze pubbliche, inducendo gli operatori privati a un maggiore risparmio, che controbilancerebbe l'azione degli stabilizzatori automatici.

Il Trattato e il PSC definiscono uno schema di regole per il conseguimento di politiche di bilancio sostenibili e orientate alla stabilità. Il meccanismo preventivo stabilisce il percorso da seguire per attuare politiche di bilancio rigorose che consentano agli stabilizzatori automatici di operare. Il meccanismo correttivo è finalizzato a prevenire "errori rilevanti nella conduzione delle politiche", fungendo da deterrente per l'emergere di disavanzi eccessivi e richiedendone la pronta correzione

3) Cfr. l'articolo *L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi* nel numero di aprile 2004 di questo Bollettino.

4) Cfr. l'articolo *Il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2002 di questo Bollettino.

qualora si verificassero. In particolare, il limite del 3 per cento fissato per i disavanzi dovrebbe assicurare un livello minimo di disciplina di bilancio nell'UEM, ancorando le attese riguardo a finanze pubbliche sostenibili. Entro questi limiti, che non sono soltanto nell'interesse dell'area dell'euro nel suo insieme ma anche dei singoli paesi partecipanti, il PSC è pienamente coerente con la sovranità nazionale in materia di politica di bilancio e non ne comporta alcuna restrizione.

PRINCIPI PER IL CONSEGUIMENTO DI BUONE REGOLE DI BILANCIO NELL'UEM

Le regole di bilancio non sono una prerogativa unica dell'UEM; diversi paesi, all'interno e all'esterno della UE, ne hanno adottato una molteplice gamma. La crescente esperienza maturata nella loro attuazione consente di trarre importanti insegnamenti riguardo ai principi che ne dovrebbero governare il funzionamento affinché risultino efficaci. Le regole di bilancio devono poggiare su salde considerazioni economiche. In particolare, occorre assicurare che siano adeguate, ossia atte a conseguire i propri obiettivi, nonché coerenti con il più ampio quadro di riferimento per le politiche economiche. Devono, inoltre, essere abbastanza flessibili da permettere l'adozione di politiche opportune in risposta a eventi eccezionali fuori dal controllo dei governi. È improbabile che regole di bilancio non coerenti con scelte di politica economica razionali riescano a ottenere un sostegno pubblico e un impegno politico sufficienti a garantirne l'applicabilità a lungo termine.

Allo stesso tempo, le regole di bilancio devono essere chiare e dotate di efficacia esecutiva; ciò richiede trasparenza e un livello adeguato di semplicità. Per assicurare il buon funzionamento delle regole come strumento di disciplina, è necessario che il loro rispetto sia relativamente facile da monitorare, con rendicontazioni e misurazioni affidabili. Anche le conseguenze di un'eventuale inadempienza devono essere sufficientemente prevedibili e severe, se si vuole ottenere un opportuno effetto di deterrenza. Inoltre, le regole devono risultare di immediata comprensione, poiché ciò accresce gli incentivi ad attuare politiche

di bilancio rigorose per effetto della disciplina esterna esercitata dai mercati finanziari e dal pubblico in generale. Infine, nel contesto multilaterale dell'UEM la necessità di garantire parità di trattamento fra i paesi partecipanti costituisce un ulteriore elemento a sostegno di regole caratterizzate da semplicità, chiarezza ed efficacia esecutiva.

Naturalmente, tali principi richiedono sovente un compromesso. In particolare, una maggiore flessibilità può essere ottenuta a spese della semplicità e della chiarezza, come dimostra il PSC nella sua impostazione originaria. I due meccanismi principali sono volti a combinare regole e procedure relativamente flessibili per la sorveglianza di bilancio nel quadro del meccanismo preventivo con regole e procedure più rigide, ove necessario, per definire, scoraggiare e correggere disavanzi eccessivi nell'ambito del meccanismo correttivo. Pur senza apportare fondamentali modifiche a questa struttura basata su due meccanismi, la riforma del PSC ha significativamente ricalibrato l'importanza relativa attribuita ai diversi principi che caratterizzano buone regole di bilancio nell'ambito dei due meccanismi.

MECCANISMO PREVENTIVO: UN'IMPOSTAZIONE PIÙ SOFISTICATA PER LA SORVEGLIANZA DI BILANCIO

Il meccanismo preventivo è stato modificato per tenere conto di una serie di critiche mosse al quadro di riferimento originario, riguardanti ad esempio l'adozione di un unico obiettivo di bilancio che doveva risultare idoneo per tutti gli Stati membri malgrado le differenze in termini di crescita, debito e sfide derivanti dall'invecchiamento demografico, oppure la necessità di rafforzare gli incentivi alla conduzione di politiche anticicliche e favorevoli alla crescita.

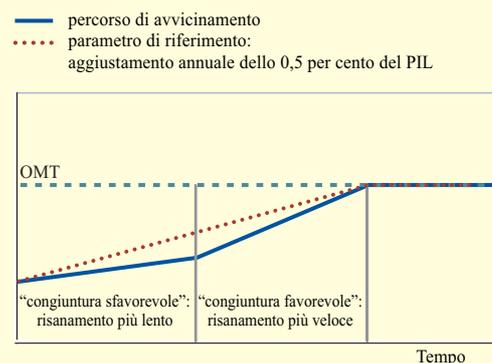
La ridefinizione degli obiettivi a medio termine per le politiche di bilancio, con un maggiore orientamento alle singole realtà nazionali, si fonda sulla considerazione che le differenze in termini di crescita potenziale, rapporto fra il debito e il PIL e passività implicite richiedono l'adozione di obiettivi diversi per quanto concerne il disavanzo pubblico. Si vogliono, inoltre,

rafforzare gli incentivi alla realizzazione di importanti riforme strutturali, che potrebbero determinare la revisione degli OMT su livelli meno ambiziosi qualora esse migliorino le prospettive per la sostenibilità. Anche il previsto percorso di avvicinamento all'OMT è stato riveduto in modo da scoraggiare, in linea di principio, l'adozione di politiche di bilancio procicliche e favorire l'adozione di misure strutturali anziché di provvedimenti *una tantum* o temporanei, privi di un effetto positivo a lungo termine per le finanze pubbliche.

La figura 2 mostra come si potrebbero realizzare nella pratica il percorso di avvicinamento complessivo e la modulazione degli sforzi di risanamento nei periodi di congiuntura favorevole e sfavorevole. Nella figura si ipotizzano uno scostamento iniziale dall'OMT e un prodotto inizialmente inferiore al livello potenziale (un "periodo di congiuntura sfavorevole" corrisponde a un *output gap* negativo). In questo contesto si dovrebbe intraprendere un certo grado di risanamento, inferiore tuttavia al valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL su base annua. L'impegno per il miglioramento dei conti pubblici dovrebbe quindi essere più consistente nella fase successiva, in cui il prodotto supera il suo livello potenziale di lungo periodo (un "periodo di congiuntura favorevole" corrisponde a un *output gap* positivo). Nell'ipotesi di una successione simmetrica di periodi favorevoli e sfavorevoli, come nella figura 2, e della

Figura 2 Percorso di avvicinamento all'OMT

(saldo di bilancio corretto per l'effetto del ciclo)



loro esatta rilevazione in tempo reale, l'impegno complessivo per il risanamento dovrebbe essere pari, in media, a quello richiesto per ottemperare al valore di riferimento dello 0,5 per cento, tuttavia la politica di bilancio godrebbe di maggiore libertà nel calibrare gli sforzi in base alla situazione congiunturale. Il riquadro 2 illustra le implicazioni dell'ottemperanza all'OMT per la dinamica di lungo periodo del debito, in seguito alla revisione del meccanismo preventivo.

Uno svantaggio derivante dall'impostazione più sofisticata adottata per la sorveglianza di bilancio e dal coordinamento richiesto dalle modifiche è il ricorso a una serie di concetti che generano pro-

Riquadro 2

IMPLICAZIONI DELLA RECENTE RIFORMA DEL MECCANISMO PREVENTIVO PER LE DINAMICHE DEL DEBITO PUBBLICO: ALCUNE SIMULAZIONI

La dinamica del rapporto fra il debito e il PIL può essere analizzata in diversi modi. Uno dei più semplici consiste nel simulare l'evoluzione del debito pubblico al variare delle ipotesi sul tasso potenziale di crescita e sul disavanzo. Ciò consente di depurare il profilo del debito dalle variazioni di breve periodo dovute agli andamenti del ciclo e concentrarsi sulle tendenze a lungo termine. L'evoluzione del rapporto fra il debito e il prodotto di un paese può essere espressa dalla seguente equazione:

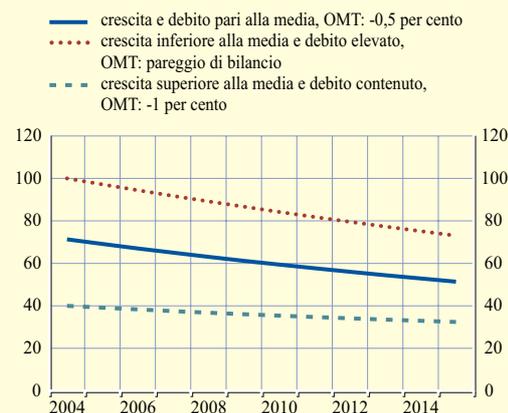
$$d_t = \frac{d_{t-1}}{1 + y} + def_t$$

dove d rappresenta il rapporto fra il debito e il PIL, che dipende dalla crescita del prodotto nominale (y), dal rapporto fra il disavanzo e il PIL (def) e dal passato livello del rapporto fra il debito e il PIL.

Questo metodo può essere impiegato per simulare l'impatto sul debito dell'ottemperanza al meccanismo preventivo del PSC. Il livello dell'OMT, il rapporto iniziale fra il debito e il PIL e l'ipotesi relativa al tasso di crescita incidono, nel tempo, sull'evoluzione del rapporto fra il debito e il PIL¹⁾. La figura mostra la possibile evoluzione del rapporto fra il debito e il prodotto entro scenari stilizzati che coprono sostanzialmente la gamma di situazioni economiche e di bilancio dei paesi dell'area dell'euro. Risulta evidente che in un paese caratterizzato da un debito iniziale elevato e da una crescita modesta, pur rispettando un OMT pari al pareggio di bilancio si otterrebbe solo una lenta diminuzione del debito. In questo scenario, il debito pubblico non raggiungerebbe la soglia del 60 per cento neppure in 15 anni. Un paese con un rapporto iniziale fra il debito e il PIL e una crescita economica corrispondenti alla media dell'area dell'euro nel 2004 conseguirebbe un rapporto fra il debito e il PIL inferiore al 60 per cento dopo 6 anni (e di circa il 50 per cento entro 15 anni) qualora si attenesse a un OMT pari a -0,5 per cento del PIL. Infine, un OMT pari a -1 per cento consentirebbe di preservare un rapporto fra il debito e il PIL sostanzialmente stabile in un paese caratterizzato da un basso rapporto iniziale fra il debito e il prodotto e una crescita elevata. Da queste simulazioni elementari emerge, in particolare, che persino un rispetto costante dell'OMT determinerà soltanto una riduzione piuttosto lenta del rapporto fra il debito e il PIL nei paesi ad alto debito.

Figura Simulazione dell'effetto dell'ottemperanza all'OMT sulla dinamica del debito pubblico

(in percentuale del PIL)



1) La simulazione si basa su un tasso di crescita nominale dell'area dell'euro pari al 3,9 per cento e su un rapporto fra il debito e il PIL del 71,3 per cento, in linea con le previsioni economiche della primavera 2005 elaborate dalla Commissione europea. Per crescita elevata si intende il tasso di espansione dell'area dell'euro più l'1 per cento, mentre la bassa crescita corrisponde al tasso dell'area meno l'1 per cento. Il rapporto fra il debito e il PIL si assume pari al 100 per cento per i paesi con un alto debito, al 71,3 per cento per quelli caratterizzati da un livello nella media e al 40 per cento per quelli a basso debito. La simulazione si fonda inoltre sull'ipotesi dell'assenza di altre poste di raccordo disavanzo-debito.

blemi di definizione e misurazione. In particolare, l'incertezza riguardante la misurazione di variabili non osservabili quali il prodotto potenziale, gli *output gap* e i saldi corretti per il ciclo potrebbe rendere molto difficile nella pratica la valutazione dell'ottemperanza ai requisiti di risanamento nei periodi di congiuntura favorevole e sfavorevole. L'esperienza ha dimostrato che *output gap* negativi tendono a prevalere nella valutazione *ex ante* della posizione ciclica dei paesi, è di fatto raro che questa venga giudicata propizia. Esiste pertanto il rischio che in pochi casi si assista a un significa-

tivo aggiustamento, superiore allo 0,5 per cento del PIL, e che più spesso i piani di risanamento prevedano livelli inferiori a tale valore. Molto dipenderà dalla qualità del calcolo in tempo reale delle variabili sottostanti.

Occorre prestare particolare attenzione alle difficoltà attuative legate alla maggiore differenziazione fra gli OMT dei singoli paesi e alle disposizioni più favorevoli previste in caso di deviazione dagli obiettivi. Maggiore flessibilità per quanto riguarda lo scostamento da posizio-

ni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo comporta una potenziale riduzione dei margini di sicurezza per l'ottemperanza al valore di riferimento del 3 per cento del PIL, che accrescerebbe il rischio di disavanzi eccessivi. È altresì probabile che insorgano problemi di misurazione significativi nel tentativo di valutare i costi e benefici per il bilancio pubblico derivanti da riforme strutturali. Non solo ex ante, ma persino ex post è spesso difficile stimare con precisione gli effetti quantitativi di specifiche riforme. Non esistono, inoltre, ovvi compromessi fra processi di risanamento delle finanze pubbliche e riforme strutturali. Al contrario, l'esperienza di una serie di paesi suggerisce che il miglior modo di perseguire il risanamento delle finanze pubbliche e le riforme strutturali sia procedere in parallelo, nel quadro di una strategia economica complessiva⁵⁾. In tale contesto, le riforme strutturali possono addirittura sostenere la domanda e di conseguenza le finanze pubbliche, se ispirano fiducia e inducono una risposta favorevole dal lato dell'offerta.

Nel complesso, l'impostazione più sofisticata della sorveglianza, introdotta dalla riforma, è potenzialmente in grado di rafforzare il meccanismo preventivo se le modifiche sono accompagnate da un rinnovato impegno a rispettare e a far osservare le regole. Occorre, tuttavia, prestare particolare attenzione alla potenziale perdita di chiarezza e semplicità, che potrebbe rendere più difficoltoso assicurare la parità di trattamento e creare potenziali margini per uno scarso rigore attuativo.

MECCANISMO CORRETTIVO: MAGGIORE FLESSIBILITÀ E DISCREZIONALITÀ

Se da un lato preserva gli elementi essenziali del quadro di riferimento (quali i valori di riferimento del 3 e del 60 per cento rispettivamente per il disavanzo e il debito in rapporto al prodotto), dall'altro la riforma del PSC introduce considerevoli modifiche nel funzionamento del meccanismo correttivo. Un certo grado di flessibilità e discrezionalità ha sempre caratterizzato l'assetto giuridico e istituzionale della UE, su cui si basa il PSC. Tuttavia, nel sottoscrivere inizialmente il Patto, gli Stati membri, la Commissione e il

Consiglio Ecofin si sono impegnati alla rigorosa applicazione di un limite chiaro e semplice per il disavanzo. Tale impegno era stato ritenuto necessario per rafforzare la credibilità e l'effetto di deterrenza della PDE. La riforma del meccanismo correttivo promuove invece standard più flessibili e attribuisce maggiore importanza alla discrezionalità. Di conseguenza, le decisioni assunte nel quadro della procedura potrebbero divenire meno rigide e più soggette al giudizio delle parti coinvolte.

In linea di principio, le nuove regole rendono meno stringenti le condizioni per un rafforzamento della sorveglianza nell'ambito della PDE. La modifica della clausola sulle circostanze eccezionali e l'inclusione di un lungo elenco di "altri fattori significativi" aumentano le probabilità che disavanzi superiori al valore di riferimento non vengano considerati eccessivi, pur restando inteso che tali sforamenti debbano rimanere modesti e temporanei. Inoltre, le revisioni alle disposizioni offrono un margine di tempo più ampio per la correzione dei disavanzi eccessivi, benché sia mantenuto il termine "normale" di due anni ("anno successivo alla constatazione"). Si prevede, altresì, maggiore discrezionalità per un'eventuale proroga della scadenza relativa alla correzione di un disavanzo eccessivo.

L'effetto di questi cambiamenti sul meccanismo correttivo dipenderà dalla loro applicazione, come dimostra il riquadro 3, che descrive due scenari ("rigoroso" e "permissivo") caratterizzati da un diverso grado di rigore, e le rispettive implicazioni, potenzialmente molto diverse, per la dinamica del debito. In linea di principio, la riforma del PSC non impone un'applicazione delle regole e procedure più permissiva che in passato; potrebbe, tuttavia, favorire questo esito, che rischierebbe di comportare disavanzi superiori al 3 per cento del PIL più elevati, frequenti e/o persistenti, con un effetto negativo sulle aspettative riguardo alla disciplina di bilancio e alla stabilità macroeconomica.

5) Cfr. l'articolo *La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione* nel numero di aprile 2003 di questo Bollettino.

Riquadro 3

SCENARI SULL'APPLICAZIONE DELLA PROCEDURA PER I DISAVANZI ECCESSIVI DOPO LA SUA REVISIONE E IMPLICAZIONI PER IL DEBITO PUBBLICO

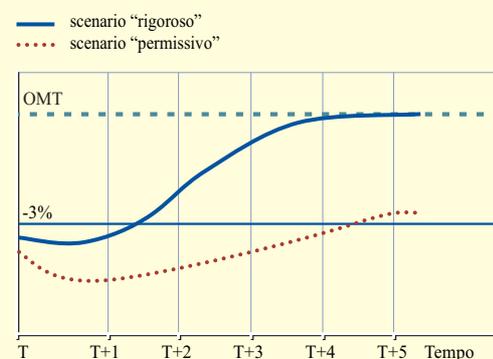
La figura A illustra due scenari sull'evoluzione del disavanzo in seguito alla mancata osservanza del valore di riferimento del 3 per cento. Va rilevato che tale esercizio non ha valore predittivo, ma intende soltanto presentare scenari ipotetici per evidenziare l'ampio ventaglio di esiti possibili e, dunque, l'importanza di una rigorosa applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) in favore di una prudente gestione della finanza pubblica.

Scenario "rigoroso":

- Nell'anno T uno Stato membro registra un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento. Questa situazione viene rilevata nell'anno T+1 e si conclude che non è dovuta a circostanze eccezionali; non si riscontrano "altri fattori significativi" che spieghino l'inosseranza e non vi sono condizioni particolari tali da giustificare la proroga dei termini per un'azione correttiva. Il Consiglio Ecofin rivolge, pertanto, una raccomandazione allo Stato membro affinché corregga il disavanzo eccessivo entro l'anno successivo alla sua constatazione.
- Lo Stato membro adotta efficaci misure di risanamento e ottempera alla raccomandazione, correggendo il disavanzo eccessivo nell'anno T+2.
- In seguito, lo Stato membro persegue un adeguamento del suo saldo di bilancio corretto per il ciclo, al netto delle misure temporanee, pari ad almeno lo 0,5 per cento del PIL su base annua e raggiunge una posizione prossima al pareggio nel medio periodo, che sarà successivamente mantenuta.

Figura A Scenari sull'applicazione della PDE

(in percentuale del PIL)



Scenario "permissivo":

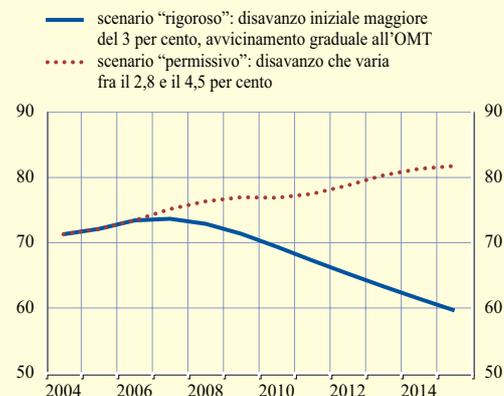
- Nell'anno T uno Stato membro registra un disavanzo che eccede il valore di riferimento del 3 per cento. Questa situazione viene rilevata nell'anno T+1, ma si conclude che il superamento è modesto, temporaneo e dovuto ad "altri fattori significativi".
- Nell'anno T+1 la situazione di bilancio peggiora ulteriormente e nell'anno T+2 si decide che esiste un disavanzo eccessivo. Tuttavia, poiché un miglioramento del saldo di bilancio corretto per il ciclo pari allo 0,5 per cento del PIL appare ormai insufficiente per rimediare alla situazione entro l'anno successivo alla constatazione (anno T+3), il Consiglio Ecofin considera che sussistono circostanze particolari e decide di prorogare il termine iniziale all'anno T+4.
- Lo Stato membro non intraprende un'azione efficace e il disavanzo eccessivo non viene corretto nell'anno T+4. Il Consiglio Ecofin rivolge, pertanto, un'intimazione allo Stato membro affinché adotti provvedimenti per correggere la situazione nell'anno T+5.
- Lo Stato membro ottempera all'intimazione, correggendo il disavanzo eccessivo nell'anno T+5; in questo modo sono evitate le sanzioni e si pone fine alla PDE.

- In seguito, il paese dovrebbe compiere progressi verso il raggiungimento di solide posizioni di bilancio nel medio periodo, secondo il percorso di avvicinamento all'obiettivo a medio termine. Data la mancanza di un adeguato margine di sicurezza, non si può tuttavia escludere che il valore di riferimento venga di nuovo disatteso in caso di dinamiche economiche e/o di bilancio sfavorevoli.

La figura B presenta una simulazione delle implicazioni per l'evoluzione del debito dei due scenari descritti. In entrambi i casi, il punto di partenza corrisponde al rapporto fra il debito e il PIL registrato in media nell'area dell'euro, pari al 71,3 per cento, e il disavanzo è inizialmente superiore al 3 per cento del PIL. Si assume, inoltre, che la crescita economica si mantenga sul livello medio dell'area dell'euro per l'intero orizzonte della simulazione. La curva che nella figura si colloca più in basso è quella relativa allo scenario caratterizzato da rigore, in cui il rapporto fra il debito e il PIL registra un iniziale incremento ma scende al di sotto del valore di partenza dopo 6 anni. La curva che compare più in alto si riferisce invece allo scenario "permissivo" in cui ripetute inosservanze e la successiva mancanza di rigore applicativo comportano un disavanzo compreso fra un valore leggermente inferiore al 3 per cento e un livello più elevato (qui pari al 4,5 per cento). In questo scenario il rapporto fra il debito e il prodotto continua ad aumentare. Esistono tuttavia numerose varianti ammissibili per questo scenario: è ad esempio possibile che un risanamento più ambizioso determini una riduzione del rapporto fra il debito e il PIL, oppure che l'evoluzione del debito risulti più sfavorevole se la crescita economica è inferiore alla media dell'area dell'euro e il disavanzo più cospicuo.

Figura B Simulazione di due scenari derivanti da diversi comportamenti in caso di PDE e relativi effetti sul debito pubblico

(in percentuale del PIL)



GOVERNANCE: CAMBIAMENTI MODESTI SUL PIANO ISTITUZIONALE

È stata ampiamente riconosciuta la necessità di migliorare la *governance* del PSC, promuovendo, fra l'altro, gli incentivi a rispettare e a far osservare le regole. Una critica comune riguarda la possibile riluttanza degli Stati membri a perseguire la rigorosa applicazione delle regole a causa delle ripercussioni che ciò potrebbe comportare per i futuri giudizi concernenti le loro politiche. È stato inoltre criticato il fatto che le attuali regole sulle modalità di voto consentano a una minoranza di paesi (compresi quelli in disavanzo eccessivo) di bloccare le procedure e quindi di rendere più ardua una rigorosa attuazione. Da questo punto di vista la riforma non ha apportato fondamentali cambiamenti all'assetto istituzionale.

Tuttavia, è stata introdotta una nuova disposizione che consente alla Commissione di fornire indicazioni riguardanti le politiche, mentre, fuori dal contesto della riforma del PSC, sono in fase di studio e applicazione miglioramenti dell'assetto istituzionale per la *governance* delle statistiche, che sono fortemente necessari. Allo stesso tempo, data la varietà degli esiti possibili illustrati nel riquadro 2, l'adozione di regole più sofisticate e la maggiore rilevanza attribuita alla discrezionalità e alle valutazioni economiche richiederanno, di certo, una più intensa cooperazione e "pressione reciproca" per assicurare l'efficace attuazione delle procedure.

L'impatto della riforma dal punto di vista dell'ottemperanza costituisce una fonte di incer-

tezza. Da un lato, la riforma potrebbe rafforzare la responsabilizzazione politica e la volontà di osservare le regole poiché tiene conto di alcune critiche e adotta regole più facili da rispettare; dall'altro, è probabile che i costi di reputazione connessi con politiche di bilancio non rigorose diminuiscano a causa della relativa complessità delle regole, dell'allentamento degli standard per la rilevazione dell'esistenza di un disavanzo eccessivo e della più remota prospettiva di incorrere in sanzioni. Inoltre, la maggiore complessità delle regole può anche ripercuotersi sulla capacità dei mercati finanziari e del pubblico in generale di sorvegliare le politiche di bilancio.

4 SFIDE PER IL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA DOPO LA RIFORMA

La riforma del PSC si è conclusa in un momento in cui le politiche di bilancio nell'area dell'euro si trovano ad affrontare grandi sfide a breve e lungo termine. Dal 1999 il risanamento delle finanze pubbliche ha segnato una battuta d'arresto se non un'inversione di tendenza in molti paesi dell'area. Nell'insieme, l'area dell'euro ha registrato disavanzi prossimi al 3 per cento del PIL negli ultimi tre anni, riflettendo significativi o persino gravi squilibri di bilancio in una serie di paesi membri. Tali squilibri si sono protratti per alcuni anni e, in alcuni casi, si registra un progressivo peggioramento. Al momento cinque paesi sui dodici dell'area dell'euro sono soggetti alla PDE e soltanto un numero modesto di paesi è riuscito a conseguire e a mantenere posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo. Inoltre, il rapporto fra il debito e il PIL dell'area dell'euro è andato aumentando e un insieme sempre più cospicuo di paesi ha superato il valore di riferimento del 60 per cento negli ultimi anni (cfr. tavola). I disavanzi eccessivi costituiscono un fattore rilevante alla base dell'evoluzione sfavorevole del debito. Per alcuni paesi, tuttavia, anche la bassa crescita del PIL, che talvolta riflette un calo di quella potenziale, ha avuto un impatto negativo sulle dinamiche del debito. L'implicazione di tale situazione è che il semplice mantenimento dei disavanzi su livelli inferiori al valore di riferimento del 3 per cento

Tavola Rapporti disavanzo/PIL e debito/PIL nell'area dell'euro nel 2004

(in percentuale del PIL)

	Disavanzo	Debito
Belgio	0,1	95,6
Germania	-3,7	66,0
Grecia	-6,1	110,5
Spagna	-0,3	48,9
Francia	-3,7	65,6
Irlanda	1,3	29,9
Italia	-3,0	105,8
Lussemburgo	-1,1	7,5
Paesi Bassi	-2,5	55,7
Austria	-1,3	65,2
Portogallo	-2,9	61,9
Finlandia	2,1	45,1
Area dell'euro	-2,7	71,3

Fonte: Commissione europea, previsioni economiche della primavera 2005.

del PIL non basterà a stabilizzare i rapporti fra il debito e il prodotto, mentre il regolare superamento di tale valore pone in chiaro pericolo la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Le attuali prospettive per le politiche di bilancio suggeriscono che in numerosi paesi dovranno essere attuate ulteriori misure per poter ottemperare al nuovo quadro di riferimento. La maggior parte delle previsioni, incluse quelle della Commissione, indica che le politiche e i programmi di bilancio attualmente in essere non saranno sufficienti per correggere gli squilibri nel modo richiesto. Gli Stati membri che al momento presentano un disavanzo eccessivo rischiano di non riuscire a rispettare i termini stabiliti per la correzione stabiliti dal Consiglio Ecofin. Sarebbero, inoltre, pochi i paesi membri che rispetterebbero il percorso scandito da un adeguamento annuo dello 0,5 per cento verso posizioni di bilancio sicure nel medio periodo, come stabiliscono le regole riviste. I rapporti fra il debito e il PIL continuano ad aumentare nella maggior parte dei paesi con livelli attualmente superiori al 60 per cento e soltanto in uno dei paesi caratterizzati da un rapporto prossimo al 100 per cento quest'ultimo mostra un chiaro profilo decrescente.

Cresce l'urgenza di compiere progressi sul fronte del contenimento del debito, poiché entro i prossimi 10-20 anni la maggior parte dei paesi inizierà ad avvertire l'impatto sulle finanze

pubbliche dell'invecchiamento della popolazione. La quantificazione di tale impatto è soggetta a notevole incertezza poiché le previsioni su orizzonti temporali molto lunghi risentono considerevolmente delle ipotesi sottostanti. Ciò nonostante, l'analisi del Comitato di politica economica della UE, a cui partecipano rappresentanti di tutti gli Stati membri, della Commissione e della BCE, indica che entro il 2050 gli oneri connessi all'invecchiamento demografico per l'intera area dell'euro potrebbero aumentare di circa il 5 per cento del PIL, con punte prossime o superiori al 10 per cento in alcuni paesi. La rapida riduzione degli elevati rapporti fra il debito e il PIL è cruciale per poter sostenere tali oneri senza dover effettuare aggiustamenti di bilancio significativi e potenzialmente destabilizzanti. In diversi paesi il contenimento del debito deve inoltre essere integrato da riforme di finanza pubblica di ampio respiro. Tutto ciò aiuterà a limitare i costi derivanti dall'invecchiamento della popolazione e, in generale, a migliorare la qualità delle finanze pubbliche e il relativo apporto alla stabilità e alla crescita nel lungo periodo.

In un orizzonte a medio-lungo termine il successo della riforma del PSC dipenderà dal conseguimento dell'obiettivo di fondo di promuovere politiche di bilancio sostenibili, che contribuiscano in modo efficace alla crescita, alla stabili-

tà e alla coesione nell'area dell'euro. A tal fine, il nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio deve offrire a queste ultime i giusti incentivi per determinare un'inversione rispetto alla tendenza attuale caratterizzata da disavanzi elevati e debito crescente, e realizzare una convergenza su livelli più moderati dei rapporti fra il debito e il PIL.

L'attuazione della PDE e la sorveglianza di bilancio nei prossimi mesi costituiranno un primo riscontro dell'efficacia del quadro di riferimento. Occorre attribuire la massima priorità alla tempestiva correzione dei disavanzi eccessivi in essere e alla realizzazione di nuovi progressi verso solide posizioni di bilancio nel medio periodo. Specie se perseguito nel quadro di una strategia di riforma economica complessiva, un risanamento ambizioso e credibile delle finanze pubbliche rafforzerebbe in misura significativa la fiducia dei consumatori e delle imprese.

La riforma del PSC offre l'opportunità di rinnovare l'impegno ad attuare e a far eseguire politiche di bilancio rigorose che rispondano alle sfide per le finanze pubbliche nel breve e nel lungo termine. A sostegno della credibilità del quadro di riferimento della UE per le politiche di bilancio e della fiducia nella prudenza della loro conduzione, occorre una rigorosa e coerente applicazione delle regole che sono state riviste.

IL RUOLO DEI PAESI EMERGENTI DELL'ASIA NELL'ECONOMIA MONDIALE

Negli ultimi quindici anni le economie dei paesi emergenti dell'Asia¹⁾ si sono sviluppate rapidamente, a un ritmo più sostenuto di quello del resto del mondo in termini sia del prodotto sia delle esportazioni. In tal modo esse hanno impresso un impulso rilevante alla crescita dell'attività economica mondiale e del commercio internazionale. Nel contempo la struttura economica e l'andamento degli scambi commerciali e degli investimenti nella regione hanno subito consistenti trasformazioni; l'aumento della specializzazione intraregionale ha favorito i flussi di commercio e di investimento. I paesi emergenti dell'Asia si sono affermati nell'economia mondiale grazie all'elevata competitività internazionale dovuta a vari fattori. Di particolare rilievo è l'emergere della Cina e, in misura minore, dell'India. Negli ultimi quindici anni la Cina ha registrato i tassi di crescita delle esportazioni e del prodotto più elevati e sta acquisendo un ruolo sempre più importante come motore della crescita regionale e mondiale.

Tra tutte le aree emergenti, quella asiatica ha attratto la più ampia quota di flussi di investimenti diretti all'estero (IDE); ragguardevoli sono stati anche gli afflussi di investimenti di portafoglio e quelli di credito bancario. Tali afflussi, congiuntamente ad avanzi crescenti di parte corrente della bilancia dei pagamenti, hanno determinato negli ultimi anni un aumento senza precedenti dell'accumulo di riserve in valuta estera.

I INTRODUZIONE

Negli ultimi anni i risultati economici dei paesi emergenti dell'Asia, le cui quote di prodotto reale mondiale e di scambi commerciali internazionali hanno registrato un andamento crescente, sono stati eccezionali. In tali paesi il processo di sviluppo è stato accompagnato da rapidi cambiamenti strutturali, strettamente connessi al processo di integrazione dei mercati a livello regionale e mondiale. Contrariamente alle aspettative, la crisi finanziaria asiatica del 1997-98 non ha avuto effetti negativi persistenti sulla crescita del prodotto e delle esportazioni della regione, come ha dimostrato il vigore della successiva ripresa. Inoltre, dopo la crisi gli afflussi finanziari nei paesi emergenti dell'Asia sono cresciuti gradualmente, ma costantemente, raggiungendo nuovamente e in tempi brevi livelli superiori a quelli registrati in tutte le altre regioni emergenti. In anni recenti i paesi emergenti dell'Asia sono diventati anche un importante partner commerciale dell'area dell'euro: attualmente, il loro peso sul totale delle esportazioni e delle importazioni dell'area è pari, rispettivamente, a circa il 15 e il 18 per cento. Tali paesi hanno anche attratto una quota crescente di flussi di investimenti diretti provenienti dall'area dell'euro. La rapida crescita della Cina ha ricoperto un ruolo preminente nel dinamismo della regione. L'economia cinese è diventata uno dei principali motori della crescita regionale e mon-

diale e la maggiore beneficiaria dei flussi di IDE indirizzati nei mercati emergenti.

Il presente articolo illustra il ruolo crescente dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale durante gli ultimi quindici anni. La sezione 2 evidenzia il contributo della regione all'attività economica mondiale e al commercio internazionale. La sezione 3 considera i paesi emergenti dell'Asia in termini di flussi internazionali di capitale, descrivendo le posizioni di parte corrente della bilancia dei pagamenti e i flussi finanziari della regione. La sezione 4 analizza il processo di integrazione regionale e di regionalizzazione dell'attività economica fra le economie emergenti dell'Asia, mettendo in luce l'importante ruolo che la Cina ha assunto in tale processo. La sezione 5 presenta le conclusioni.

2 IL RUOLO DEI PAESI EMERGENTI DELL'ASIA NELL'ATTIVITÀ ECONOMICA E NEL COMMERCIO MONDIALE

All'affermarsi della regione come attore globale si è affiancata una significativa trasformazione

1) Nel presente articolo la definizione di paesi emergenti dell'Asia comprende le economie di Cina, Corea del Sud, Hong Kong, India, Taiwan nonché quelle dei paesi dell'ASEAN-5, ovvero Filippine, Indonesia, Malesia, Singapore e Thailandia.

delle economie che ne fanno parte. Un rapido assorbimento della manodopera nei settori industriale e dei servizi, una forza lavoro sempre più istruita, una rapida accumulazione di capitale e un aggiornamento tecnologico teso a migliorare l'efficienza delle risorse hanno determinato, in misura diversa, livelli crescenti di reddito reale pro capite. In una prospettiva di più lungo termine, tale reddito è considerevolmente aumentato a partire dal 1990 (cfr. tavola 1). Esaminando il reddito pro capite espresso in dollari statunitensi al valore corrente, si possono distinguere immediatamente tre gruppi di economie: i) le città-stato, più ricche, di Hong Kong e Singapore, con redditi pro capite superiori a 20.000 dollari nel 2002; ii) le economie avviate a diventare mature di Corea del Sud e Taiwan, con redditi pro capite di circa 10.000-15.000 dollari; iii) le altre economie, con redditi pro capite uguali o inferiori a 4.000 dollari. Va notato che, in seno a quest'ultimo gruppo, nonostante la rapida crescita economica degli ultimi anni, l'India registra ancora i più bassi livelli di reddito pro capite espresso in dollari sia in termini nominali che in termini reali.

La crescita dei paesi emergenti dell'Asia durante gli ultimi quindici anni è stata considerevole. In questo arco temporale queste economie si sono espanse a un ritmo più sostenuto della

media mondiale, incrementando così la propria quota sul PIL mondiale da quasi il 15 per cento del 1990 al 25 per cento del 2004 (cfr. tavola 2). Circa i tre quarti di tale incremento sono riconducibili all'economia cinese, la cui quota di prodotto mondiale è cresciuta nello stesso periodo dal 5,9 al 13,5 per cento. Anche l'India e il raggruppamento regionale dell'ASEAN-5 hanno incrementato la propria quota sul PIL mondiale in termini reali, rispettivamente dal 3,6 e 2,8 per cento del 1990 al 4,9 e 3,7 del 2004. Tale crescita si è realizzata in maniera piuttosto sostenuta, mentre la crisi asiatica del 1997-98 non ha avuto effetti di lunga durata sulla regione.

I risultati economici dei paesi emergenti dell'Asia sono stati sospinti dalle esportazioni. La quota della regione sulle esportazioni mondiali totali è salita da quasi il 13 per cento a oltre il 21 per cento fra il 1990 e il 2004 (cfr. tavola 2). Circa il 60 per cento di tale incremento è ascrivibile alla crescita delle esportazioni della Cina, attualmente il terzo maggiore esportatore al mondo (dopo l'area dell'euro e gli Stati Uniti).

Sebbene le esportazioni dell'India costituiscano tuttora meno dell'1 per cento delle esportazioni mondiali totali, una loro caratteristica importante è la crescita delle esportazioni di servizi rispetto a quelle di beni. Le prime sono aumentate fino

Tavola 1 Redditi pro capite nei paesi emergenti dell'Asia ¹⁾

	(in dollari USA; corretti per le PPA)					
	Dollari USA al valore corrente			Dollari USA al valore costante 1995=100		
	1980	1990	2003	1980	1990	2002
Cina	220	320	1.100	708	1.482	4.054
Hong Kong	5.780	12.520	25.860	11.068	18.274	23.833
India	270	390	540	1.083	1.564	2.365
Corea del Sud	1.760	5.740	12.030	4.197	8.389	15.009
Taiwan ²⁾	2.345	8.106	13.162	3.996	9.151	11.437
ASEAN-5						
Indonesia	500	620	810	1.346	2.087	2.857
Malesia	1.830	2.380	3.880	3.730	5.079	8.080
Filippine	690	740	1.080	3.830	3.574	3.694
Singapore	4.830	11.840	21.230	8.926	13.435	21.296
Thailandia	720	1.520	2.190	2.291	4.116	6.208

Fonti: Banca Mondiale *World Development Indicators* e Asian Development Bank *Key Indicators*.

1) Salvo diversa indicazione, Prodotto Nazionale Lordo (PNL) pro capite stimato secondo il metodo Atlas della Banca Mondiale per convertire in dollari USA al valore corrente i dati in valuta nazionale.

2) Elaborazioni della BCE.

Tavola 2 Quota dei paesi emergenti dell'Asia sul PIL e sulle esportazioni mondiali in termini reali

(percentuali del totale mondiale; corrette per le PPA)

	Quote sul PIL mondiale				Quote sulle esportazioni mondiali			
	1990	1995	2000	2004	1990	1995	2000	2004
Asia emergente	14,8	20,2	22,6	25,1	12,9	17,9	19,1	21,3
Cina	5,9	9,3	11,5	13,5	1,9	2,9	3,9	6,9
Hong Kong	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	3,4	3,2	2,9
India	3,6	4,1	4,6	4,9	0,5	0,6	0,7	0,9
Corea	1,4	1,8	1,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,7
Taiwan	0,8	1,0	1,0	1,0	2,0 ¹⁾	2,2 ¹⁾	2,3 ¹⁾	1,9 ¹⁾
ASEAN-5	2,8	3,6	3,5	3,7	4,1	6,1	6,4	6,0
Indonesia	0,3	0,4	0,5	0,5	0,8	0,9	1,0	0,8
Malesia	0,2	0,2	0,3	0,2	0,9	1,5	1,5	1,5
Filippine	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,6	0,5
Singapore	1,3	1,6	1,7	1,8	1,6	2,3	2,2	2,0
Thailandia	0,8	1,1	0,9	0,9	0,7	1,1	1,1	1,1

Fonti: FMI *World Economic Outlook e Direction of Trade Statistics* (salvo diversa indicazione).

1) Dati forniti dal Ministero delle finanze di Taiwan.

a incidere nel 2004 per il 5,5 per cento sul PIL nominale e per il 33 per cento sulle esportazioni totali di beni e servizi, a fronte, rispettivamente, dell'1,5 e del 20 per cento del 1990. Tale crescita si può ricondurre per lo più all'*outsourcing* di attività internazionali da parte di multinazionali della tecnologia dell'informazione e delle telecomunicazioni. Queste società hanno cercato di approfittare del bacino, relativamente ampio e a basso costo, di laureati indiani in discipline tecniche e in informatica, altamente specializzati e in grado di parlare correntemente in inglese. Nonostante la rapida crescita degli ultimi anni, i settori della tecnologia delle informazioni e dell'*offshoring* in India rimangono una parte relativamente ridotta dell'economia. Nel 2003 essi incidevano per circa il 4,5 per cento sul PIL nominale e occupavano approssimativamente un milione di lavoratori su una forza lavoro complessiva di 482 milioni.

Anche le importazioni dei paesi emergenti dell'Asia sono aumentate molto rapidamente a partire dagli anni novanta. In particolare, ha registrato un marcato incremento la domanda della regione di materie prime, energetiche e non, e la Cina è diventata ora il secondo maggior consumatore di energia al mondo. In questo paese, sebbene il carbone continui a costituire la principale fonte energetica per la produzione di

elettricità (alla Cina è ascrivibile il 42 per cento del consumo mondiale di carbone), si sta assistendo a un rapido spostamento verso il greggio. Di conseguenza, il consumo cinese di petrolio è triplicato dal 1985 (250 milioni di tonnellate nel 2004) e i pagamenti per le importazioni nette di greggio, che attualmente corrispondono al 2,4 per cento del PIL, sono aumentati di otto volte, rendendo il paese il terzo maggior importatore di petrolio al mondo. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, dal 2002 quasi il 40 per cento dell'aumento della domanda mondiale di petrolio è attribuibile alla Cina; ne è scaturito l'importante impatto osservato di recente sui corsi petroliferi mondiali. È stata molto sostenuta da parte della Cina anche la domanda di acciaio e di tutti i metalli di base scambiati sui mercati mondiali. Nel 2003 il paese aveva concorso per una quota significativa alla domanda mondiale di minerale ferroso (34 per cento), acciaio (27 per cento), rame (20 per cento), alluminio (19 per cento) e nickel (10 per cento), mentre negli ultimi tre anni è stato responsabile di oltre il 50 per cento della crescita della domanda mondiale di tutti questi metalli.

I risultati eccezionali dei paesi emergenti dell'Asia in termini di crescita del PIL e delle esportazioni si associano alla maggior efficienza ottenuta grazie a un processo di regionalizzazione

crescente della produzione (cfr. sezione 4). Quest'ultimo ha contribuito a un incremento considerevole dell'importanza degli scambi commerciali intraregionali fra le economie considerate, la cui quota sugli scambi commerciali totali è aumentata di circa il 10-20 per cento negli ultimi quindici anni. Per quanto riguarda la bilancia commerciale bilaterale dei paesi emergenti dell'Asia con le tre maggiori economie del mondo, l'avanzo complessivo della regione rispetto all'area dell'euro ammontava nel 2003 a circa il 10 per cento dei suoi scambi commerciali bilaterali complessivi, a fronte della posizione prossima al pareggio del 1990. Nello stesso periodo, il disavanzo commerciale dei paesi emergenti dell'Asia nei confronti del Giappone è lievemente diminuito (dal 10,1 all'8,8 per cento), mentre l'avanzo con gli Stati Uniti è salito dal 7,4 al 15,9 per cento degli scambi commerciali bilaterali totali.

3 I FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALE E I PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

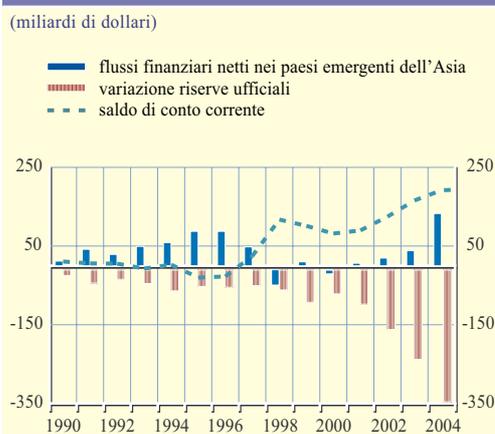
Dagli inizi degli anni novanta i paesi emergenti dell'Asia hanno attratto consistenti flussi finanziari netti, prevalentemente sotto forma di afflussi di investimenti diretti all'estero (IDE), ma anche di investimenti di portafoglio e di credito bancario. Tali afflussi hanno registrato una

rapida espansione tra il 1992 e il 1996 in seguito alla vigorosa crescita della regione in un contesto di bassi tassi di interesse in numerosi paesi industrializzati e all'apertura dell'economia cinese (cfr. figura 1). Questa fase si è bruscamente interrotta con la crisi finanziaria asiatica, quando nel 1998 la regione ha registrato un deflusso netto di 50 miliardi di dollari statunitensi. Dal 2001 gli afflussi finanziari netti verso i paesi emergenti dell'Asia si sono gradualmente rafforzati, raggiungendo, nel 2004, un livello pari a quasi la metà dei flussi finanziari netti complessivi diretti verso i mercati emergenti.

Prima della crisi finanziaria, la bilancia dei pagamenti dei paesi emergenti dell'Asia registrava saldi di parte corrente prossimi al pareggio e afflussi finanziari netti. Tali risultati erano coerenti con il modello di crescita elaborato dalla teoria economica tradizionale, il quale prevede che i paesi in via di sviluppo debbano diventare importatori netti di capitali per finanziare investimenti maggiori del loro risparmio.

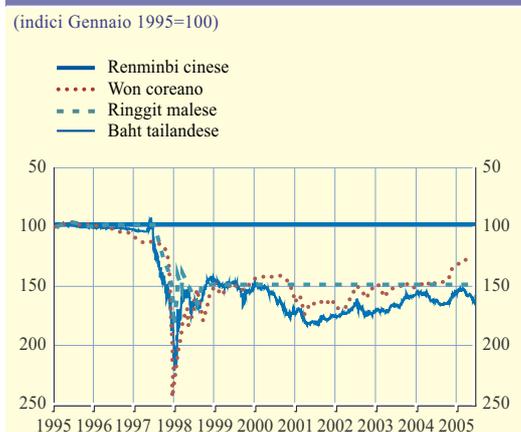
Dopo la crisi, tuttavia, la maggioranza dei paesi emergenti dell'Asia ha registrato avanzi di conto corrente sempre più elevati; vi avrebbero contribuito diversi fattori. In primo luogo, la consistente crescita delle esportazioni favorita, nel periodo successivo alla crisi, dal considerevo-

Figura 1 Alcuni saldi di bilancia dei pagamenti dei paesi emergenti dell'Asia



Fonte: FMI World Economic Outlook e elaborazioni della BCE.
Nota: un valore negativo indica un aumento delle riserve.

Figura 2 Tassi di cambio di alcune valute dei paesi emergenti dell'Asia nei confronti del dollaro statunitense



Fonte: Bloomberg.

le deprezzamento in termini nominali e reali di gran parte delle valute asiatiche e dall'aumento della domanda mondiale per i beni prodotti nella regione, in particolare per quelli del comparto delle tecnologie dell'informazione. Dopo la crisi, nella maggioranza dei paesi della regione i tassi di cambio rispetto al dollaro statunitense hanno registrato valori assai deprezzati rispetto a quelli del periodo antecedente il 1997, nonostante i crescenti avanzi di parte corrente (cfr. figura 2). Ciò ha permesso alle economie della regione di mantenere un vantaggio competitivo cospicuo, soprattutto grazie al fatto che i beni esportati, anche se destinati a paesi diversi dagli Stati Uniti, sono fatturati in dollari statunitensi. In tutti i paesi, a eccezione della Cina e dell'India, anche i tassi di cambio effettivi reali si sono collocati su livelli deprezzati rispetto a quelli del periodo precedente la crisi (cfr. tavola 3). In secondo luogo, nel periodo successivo alla crisi il netto calo dei tassi di investimento interno, a fronte di tassi di risparmio stabili e elevati, ha determinato consistenti avanzi di parte corrente. Negli ultimi anni un fattore aggiuntivo è stata la crescente domanda da parte della Cina di beni di investimento e materie prime: molti paesi della regione ne hanno tratto beneficio in termini di aumento significativo dei loro avanzi commerciali nei confronti dell'economia cinese.

Tavola 3 Tassi di cambio effettivi reali dei paesi emergenti dell'Asia

(indici: 1990=100)¹⁾

	1996	2000	2004
Cina	84,5	92,2	88,7
Hong Kong	133,8	144,0	114,7
India	77,1	78,0	77,9
Corea del Sud	98,7	84,7	84,2
Taiwan	95,4	91,2	75,6
ASEAN-5			
Indonesia ²⁾	101,6	70,0	79,8
Malesia	106,1	87,6	80,5
Filippine	113,5	87,7	88,6
Singapore	117,6	105,6	96,2
Thailandia	107,2	85,7	80,9

Fonti: BRI e FMI *International Financial Statistics* (salvo diversa indicazione).

1) Un aumento (calo) dell'indice indica un apprezzamento (deprezzamento) del tasso di cambio reale.

2) Fonte: JP Morgan.

Gli elevati avanzi di parte corrente dei paesi emergenti dell'Asia corrispondono necessariamente a disavanzi di pari entità in altri paesi e in futuro potrebbero richiedere una correzione. Essi riflettono anche l'eccesso di risparmio interno rispetto alle esigenze di investimento. I tassi di risparmio dei paesi emergenti dell'Asia sono, infatti, fra i più elevati del mondo e, secondo i dati dell'FMI, hanno registrato un aumento dal 31 per cento del PIL nel 2000 a quasi il 37 per cento nel 2004, mentre nello stesso periodo il rapporto tra risparmio nazionale e PIL negli Stati Uniti è sceso dal 18 al 14 per cento. L'incremento del tasso di risparmio nei paesi emergenti dell'Asia è dovuto prevalentemente alla Cina, il cui risparmio è aumentato dal 38 per cento del PIL nel 2000 al 50 per cento nel 2004.

Oltre a fattori strutturali, negli ultimi quindici anni i risultati delle esportazioni della regione sono in parte riconducibili all'andamento del tasso di cambio effettivo reale (TCER) delle valute della regione. In gran parte delle economie emergenti dell'Asia il TCER si è deprezzato (cfr. tavola 3). La misura del deprezzamento reale, tuttavia, varia da paese a paese e si colloca fra il 10 e il 25 per cento. L'indebolimento delle valute era già evidente nei paesi non appartenenti all'ASEAN-5 a metà degli anni novanta, quando la Cina decise di abbandonare il regime di doppio tasso di cambio. Tuttavia, l'entità di questi deprezzamenti reali è aumentata durante e dopo la crisi finanziaria del 1997-98. Sebbene la valuta cinese e quella indiana non si siano indebolite in misura significativa in termini nominali durante la crisi, negli ultimi quindici anni entrambe hanno subito consistenti deprezzamenti in termini reali. Dal 1990, infatti, le valute di Cina e India si sono deprezzate in termini reali rispettivamente dell'11,3 e del 22,1 per cento.

Gli avanzi di conto corrente, congiuntamente ad afflussi finanziari netti, hanno innescato pressioni all'apprezzamento su molte valute della regione, talvolta contrastate mediante consistenti interventi sui mercati dei cambi. Ne è conseguito un aumento senza precedenti dell'accumulo di riserve in valuta estera in tutti i paesi emergenti dell'Asia, dai 695 miliardi di dollari

Tavola 4 Riserve valutarie dei paesi emergenti

(al netto dell'oro, dei Diritti speciali di prelievo e delle posizioni nei confronti del FMI; consistenze di fine periodo in miliardi di dollari)

	1995	1997	1998	2000	2002	2003	2004
Cina	74	140	145	166	286	403	610
Taiwan	90	84	90	107	162	207	242
Corea del Sud	32	20	52	96	121	155	199
Russia	14	13	8	24	44	73	104
India	17	24	27	37	67	98	125
Hong Kong	55	93	90	108	112	118	124
Singapore	69	71	75	80	82	96	113
Malesia	23	20	25	29	33	44	58
Messico	16	27	30	36	46	56	61
Brasile	52	52	45	33	38	47	54
Altri paesi emergenti dell'Asia							
Thailandia	35	26	28	32	38	41	48
Indonesia	13	16	22	28	31	35	35
Filippine	6	7	9	13	13	14	13
Totale riserve valutarie detenute dai paesi emergenti dell'Asia	414	501	563	695	946	1.211	1.567
in percentuale delle riserve mondiali	30	31	35	36	40	40	42
Pro memoria:							
Riserve mondiali	1.367	1.594	1.626	1.910	2.388	3.005	3.695
PIL dei paesi emergenti dell'Asia	2.614	2.962	2.572	3.070	3.341	3.696	4.193
in percentuale del PIL mondiale	9	10	9	10	10	10	10

Fonti: FMI *International Financial Statistics e World Economic Outlook*; elaborazioni della BCE.

statunitensi nel 2000 ai 1.600 miliardi nel 2004, pari a oltre il 40 per cento delle riserve mondiali totali detenute dalle banche centrali. Poiché le riserve accumulate sono state prevalentemente reinvestite all'estero, i paesi emergenti dell'Asia sono di fatto diventati esportatori netti di capitali, nonostante gli elevati afflussi netti privati nella regione (cfr. figura 1).

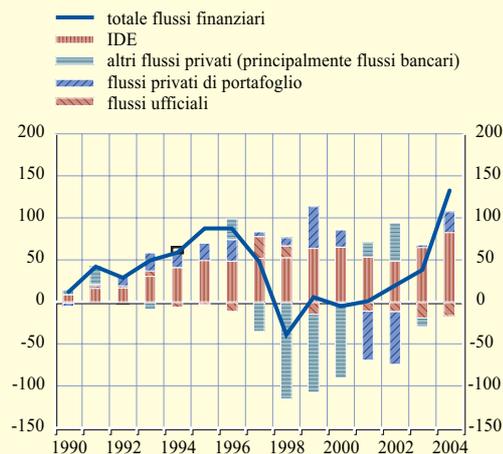
Fra i paesi emergenti, sette dei dieci maggiori detentori di riserve in valuta estera sono asiatici (cfr. tavola 4). Tra questi ultimi, i tre maggiori detentori (Cina, Taiwan e Corea del Sud) dispongono attualmente di riserve per un ammontare sufficiente a finanziare importazioni per un periodo superiore ai dieci mesi e molto più elevato del proprio debito estero a breve termine. La composizione degli afflussi finanziari netti privati nei paesi emergenti dell'Asia evidenzia come quelli di IDE si siano indirizzati prevalentemente in Cina: dal 1990 l'ammontare di IDE in Cina è stato in media pari a due terzi di quelli totali nella regione. Nonostante questo

elevato grado di concentrazione, sono aumentati considerevolmente anche i flussi di IDE nelle altre economie a rapida crescita, come Singapore, Thailandia, Malesia e India. È interessante osservare che anche alcuni dei paesi più industrializzati, come Taiwan e Corea del Sud, abbiano indirizzato IDE nelle economie meno sviluppate della regione. Inoltre, dopo la perdita di competitività dovuta a varie fasi di rapido apprezzamento dello yen negli anni ottanta e novanta, anche il Giappone è diventato una fonte importante di IDE per la regione. Contrariamente agli afflussi di investimenti di portafoglio, quelli di IDE sono rimasti relativamente stabili durante la crisi asiatica del 1997-98 e hanno ripreso ad aumentare nuovamente subito dopo (cfr. figura 3).

Gli afflussi di investimenti di portafoglio e quelli di credito bancario hanno costituito una fonte importante di finanziamento per le economie asiatiche, ad eccezione della Cina. Gli afflussi di investimenti di portafoglio sono stati partico-

Figura 3 Composizione dei flussi finanziari nei paesi emergenti dell'Asia

(miliardi di dollari statunitensi)

Fonte: FMI *World Economic Outlook*.

larmente rilevanti in India e in Corea del Sud, dove dal 1990 hanno registrato su base annua un valore medio netto rispettivamente pari a 3,1 e 7,9 miliardi di dollari statunitensi. In entrambi i casi, una quota considerevole di tali flussi va ricondotta ai processi di privatizzazione e all'acquisizione di consistenti quantità di azioni di società private nazionali da parte di investitori esteri. In Corea del Sud, ad esempio, gli acquisti di azioni di società private nazionali da parte di non residenti hanno registrato una forte espansione dopo la crisi asiatica, in seguito all'introduzione di nuove norme volte a ridurre i vincoli esistenti in materia di acquisizione di attività nazionali da parte di operatori esteri.

I flussi internazionali di credito bancario, che secondo le statistiche della bilancia dei pagamenti sono compresi prevalentemente nella voce "altri flussi (di capitali) privati" (cfr. figura 3), sono stati prima della crisi asiatica particolarmente importanti per Thailandia, Indonesia, India e Corea del Sud. Tuttavia, tale comparto è stato quello che ha subito in misura maggiore l'inversione di tendenza fra il 1997 e il 1998, registrando un deflusso di oltre 200 miliardi di dollari statunitensi nei tre anni successivi al 1997, e solo recentemente è ritornato sui livelli registrati nel periodo precedente la crisi.

4 L'INTEGRAZIONE REGIONALE NEI PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Il processo di integrazione economica regionale in Asia è in atto da vari decenni, ma ha accelerato negli ultimi dieci anni con l'affermarsi della Cina quale importante attore economico globale. Per gran parte degli anni ottanta è stato il Giappone a fungere da forza trainante dell'integrazione economica regionale, in quanto le imprese giapponesi avevano intrapreso un trasferimento su vasta scala degli investimenti nel comparto manifatturiero verso il resto dell'Asia, soprattutto il Sud-est asiatico e, successivamente, la Cina. Una motivazione fondamentale alla base di questo processo era, per il Giappone, quella di preservare la competitività di costo, dopo il forte apprezzamento dello yen e l'aumento dei salari reali interni e dei prezzi dei terreni registrato negli anni ottanta. Altre economie avviate a diventare mature, come Taiwan, Corea del Sud e Hong Kong, hanno seguito l'esempio del Giappone nel trasferire parti crescenti dei loro processi produttivi nel Sud-est asiatico e, soprattutto, in Cina.

Di conseguenza, uno dei fattori principali alla base del sostenuto ritmo di integrazione e crescita dei paesi emergenti dell'Asia è stato il rafforzamento degli scambi commerciali intraregionali, che attualmente rappresentano oltre la metà degli scambi commerciali complessivi della regione. Un importante tratto distintivo degli scambi intraregionali in Asia è il fatto che hanno assunto in larga misura la forma di commercio intrasettoriale, soprattutto nei comparti dell'elettronica, dei macchinari elettrici e delle telecomunicazioni. Gli scambi commerciali relativi a macchinari e mezzi di trasporto attualmente costituiscono circa la metà delle importazioni ed esportazioni complessive in gran parte dei paesi emergenti dell'Asia (cfr. tavola 5). Inoltre, la maggior parte di questi scambi interessa beni del comparto dell'elettronica o delle telecomunicazioni, come macchinari da ufficio e macchine per l'elaborazione automatizzata dei dati, apparecchi di telecomunicazione e macchinari elettrici.

Un'altra importante caratteristica del processo di integrazione regionale è che i flussi di IDE in-

Tavola 5 Quote percentuali sul commercio totale dei paesi asiatici (per categorie SITC)

	Esportazioni: macchinari e mezzi di trasporto	Importazioni: macchinari e mezzi di trasporto	Esportazioni: beni del comparto dell'elettronica e delle telecomunicazioni	Importazioni: beni del comparto dell'elettronica e delle telecomunicazioni
Cina	45	45	36	29
Hong Kong	50	51	45	44
Taiwan	52	42	41	28
Corea del Sud	63	34	37	22
Singapore	61	59	51	40
Malesia	54	58	50	45
Indonesia	16	26	13	6

Fonte: CEIC.

Nota: tutti i dati si riferiscono al 2004. I tre paesi emergenti dell'Asia mancanti non sono mostrati per mancanza di dati.

traregionali rappresentano una quota significativa e, in alcuni paesi, quella principale degli afflussi totali di IDE. Nel caso dei paesi appartenenti all'ASEAN, circa il 35 per cento degli afflussi di IDE proviene da Giappone, Taiwan, Corea del Sud, Hong Kong e altri paesi dell'ASEAN. A Taiwan, circa il 33 per cento degli afflussi di IDE giunge da altre economie asiatiche, in Corea del Sud il 12 per cento. In molti casi, tali flussi sono strettamente connessi agli scambi commerciali regionali intrasettoriali dell'elettronica.

La combinazione degli IDE intraregionali con il commercio intraregionale di beni del comparto dell'elettronica e delle telecomunicazioni ha riflesso prevalentemente il coesistere, in seno alla stessa regione, di economie che si trovano a stadi di sviluppo molto diversi. Le imprese appartenenti alle economie più avanzate della regione (ovvero Giappone, Corea del Sud e Taiwan), da molti anni esse stesse protagoniste mondiali dei settori collegati alle TIC, hanno trasferito in numero sempre maggiore le fasi produttive a più elevata intensità di lavoro di tali settori nelle economie in via di sviluppo, come la Cina e i paesi dell'ASEAN.

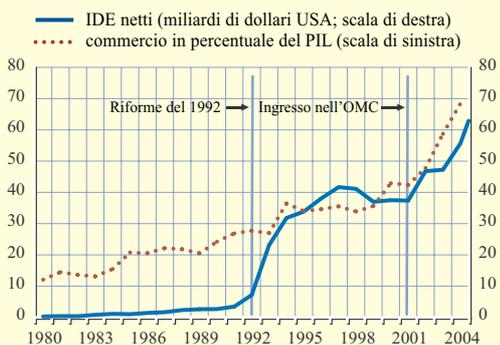
La Cina sta svolgendo un ruolo preminente nell'attuale accelerazione della crescita e dell'integrazione economica regionale in Asia. Secondo i dati dell'FMI, la Cina è attualmente il terzo maggiore importatore ed esportatore al mondo e riceve oltre la metà degli IDE complessivi destinati a economie di mercato emergenti. Gli scambi commerciali complessivi sono saliti da solo il 12 per cento del PIL nel 1980 a oltre il 60 per cento nel 2004, men-

tre gli afflussi di IDE sono cresciuti nello stesso periodo da 300 milioni di dollari a 56 miliardi.

La metà delle esportazioni cinesi è riconducibile a imprese finanziate da capitali esteri. Analogamente, sempre la metà delle esportazioni è costituita da importazioni rilavorate per l'esportazione. Data questa stretta correlazione fra scambi commerciali e IDE, non sorprende il fatto che entrambi questi indicatori abbiano ricevuto un impulso importante nel 1992 con la liberalizzazione delle regolamentazioni sugli investimenti esteri e nuovamente dopo il 2001 quando la Cina è entrata a far parte dell'Organizzazione mondiale del commercio (cfr. figura 4).

Gli afflussi di IDE in Cina si concentrano nel settore manifatturiero e per quasi il 70 per cento sono riconducibili ad altre economie asiatiche (cfr. figura 5), soprattutto, in ordine di importanza, a Hong Kong, Giappone, Taiwan, Singapore e Corea del Sud.

Anche le economie limitrofe più sviluppate – Giappone, Corea del Sud e Taiwan – hanno beneficiato in misura significativa della domanda cinese di beni intermedi e di investimento. Gli scambi commerciali con la Cina sono rapidamente aumentati al punto che ora tale paese è diventato il secondo partner commerciale della Corea del Sud e del Giappone, nonché il primo di Taiwan. Queste economie sono riuscite a compensare l'aumento delle importazioni dalla Cina verso i loro mercati di beni a elevata intensità di lavoro e a basso costo incrementando a un ritmo

Figura 4 Evoluzione dell'apertura commerciale e degli afflussi netti di IDE della Cina

Fonte: FMI *World Economic Outlook*.

Nota: L'apertura commerciale è calcolata come somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi in percentuale del PIL.

Figura 5 Afflussi cumulati di IDE in Cina per paese di origine (1995-2001)

(percentuale del totale)



Fonte: *Statistical yearbook of China*.

Nota: sono mostrati i paesi emergenti dell'Asia per i quali sono disponibili i dati.

ancor più sostenuto le proprie esportazioni di beni a maggior valore aggiunto. Di conseguenza, esse hanno registrato considerevoli avanzamenti commerciali nei confronti della Cina.

5 CONCLUSIONI

Negli ultimi quindici anni i risultati delle economie dei paesi emergenti dell'Asia sono stati ragguardevoli; ne è conseguito un aumento della loro quota di prodotto e di esportazioni a livello mondiale. L'eccezionale crescita delle esportazioni dei paesi emergenti dell'Asia è stata sostenuta dagli scambi commerciali sia all'interno sia all'esterno della regione. L'utilizzo della Cina come piattaforma da parte di altri paesi asiatici per esportare a basso costo non solo contribuisce a spiegare l'aumento dei flussi intraregionali di IDE e la rapida crescita delle esportazioni cinesi verso il resto del mondo, ma ha anche creato domanda per importazioni di beni intermedi a più elevato valore aggiunto dal resto dell'Asia. L'interazione fra flussi intraregionali di IDE e scambi commerciali intrasettoriali ha dato origine a quella che si può definire una "catena di produzione asiatica", all'interno della quale paesi della regione differenti fra loro hanno sfruttato i diversi stadi di svi-

luppo raggiunti e i propri vantaggi comparati per aumentare il potenziale di crescita.

Questi andamenti si sono accompagnati, negli ultimi quindici anni, con avanzi di parte corrente e afflussi finanziari netti che hanno generato pressioni all'apprezzamento per la maggioranza delle valute della regione, contrastate talvolta mediante massicci interventi sui mercati dei cambi. Ne è conseguito un aumento senza precedenti dell'accumulo di riserve in valuta estera in tutta l'Asia, che attualmente possiede un ammontare di riserve in valuta estera pari a oltre il 40 per cento di quello detenuto a livello mondiale dalle banche centrali. Poiché le riserve ufficiali sono state reinvestite soprattutto all'esterno della regione, i paesi emergenti dell'Asia sono diventati esportatori netti di capitali verso il resto del mondo, nonostante gli elevati afflussi privati netti nella regione. Dato il rilevante peso economico dei paesi emergenti dell'Asia, le decisioni di politica economica nella regione hanno un impatto crescente sull'andamento dell'economia mondiale.

Nel complesso, è indubbio che i notevoli risultati in termini di crescita dei paesi emergenti dell'Asia negli ultimi quindici anni hanno impresso un rinnovato dinamismo all'economia mondiale.

LE BANCONOTE IN EURO: SVILUPPI E SFIDE FUTURE

La domanda di banconote e monete in euro, in seguito alla loro positiva introduzione nel 2002, è continuata a crescere in termini di valore e di volume. Si è lavorato per conseguire continui miglioramenti sia nel campo della produzione sia in quello dell'emissione di banconote. È stato istituito un quadro di riferimento per l'individuazione delle contraffazioni e la selezione dei biglietti non più idonei alla circolazione da parte delle istituzioni creditizie e di altri gestori professionali del contante. Tutto ciò contribuisce ad assicurare l'integrità e la durata delle banconote in circolazione e quindi la fiducia del pubblico nei loro confronti. Inoltre la BCE ha elaborato un Indirizzo sull'approvvigionamento futuro delle banconote in euro, che istituisce una procedura d'asta unica centralizzata a livello di Eurosystema per la produzione delle banconote in euro in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse.

Per quanto riguarda gli sviluppi delle contraffazioni, il pubblico può essere certo della qualità delle banconote in euro e avere fiducia nelle loro caratteristiche di sicurezza. La stragrande maggioranza dei biglietti falsi può essere facilmente distinta da quelli veri attraverso il semplice test "tocca-guarda-muovi". Persino le contraffazioni migliori possono essere individuate applicando attentamente questo metodo. Guardando al futuro, prosegue l'attività di ricerca e sviluppo a supporto della prossima serie di banconote in euro, che dovrebbe essere emessa verso la fine del decennio.

I L'EMISSIONE DI BANCONOTE IN EURO E IL CICLO DEL CONTANTE

GLI ANDAMENTI DELLE BANCONOTE IN EURO IN CIRCOLAZIONE

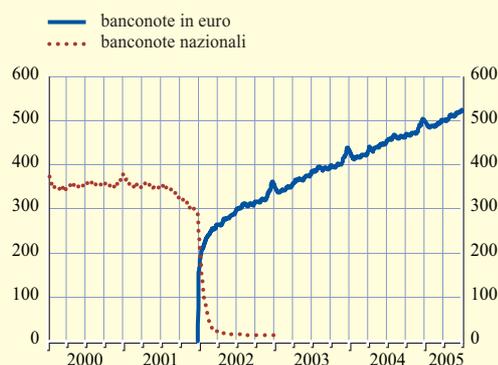
La domanda di banconote è rimasta vigorosa dopo la sostituzione del contante nel 2002. Il tasso di crescita medio annuo del valore delle banconote in euro in circolazione è stato del 31,1 per cento nel 2003 e del 19,0 per cento nel 2004. Nel periodo da gennaio a giugno del 2005

esso si è inoltre collocato su livelli quasi uguali a quelli del 2004, risultando pari al 16,6 per cento (cfr. figura 1). In termini assoluti, l'aumento medio mensile del valore delle banconote in circolazione è stato rispettivamente di 6,5 e di 5,4 miliardi di euro nel 2003 e nel 2004.

La domanda è stata più elevata per i tagli da 500 e da 50 euro, cui sono ascrivibili oltre i tre quarti dell'incremento del valore del circolante nel 2003 e nel 2004.

Figura 1 Valore totale delle banconote in circolazione nel periodo 2000-giugno 2005

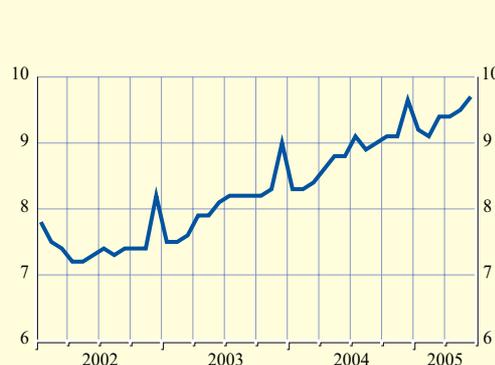
(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Figura 2 Numero delle banconote in circolazione nel periodo 2002-giugno 2005

(miliardi)



Fonte: BCE.

Questa forte domanda trova altresì riflesso nel fatto che il numero di banconote in euro in circolazione è salito da 7,3 a 9,7 miliardi dal giugno del 2002 al giugno del 2005, con un aumento del 32,9 per cento (cfr. figura 2). Il corrispondente tasso di crescita medio annuo è stato dell'8,2 per cento nel 2003 e del 10,1 per cento nel 2004. L'incremento medio mensile nel numero di biglietti in circolazione ha raggiunto 69,4 milioni nel 2003 e 51,1 milioni nel 2004. Poiché il numero delle banconote in circolazione è cresciuto più lentamente del loro valore, il valore medio unitario dei biglietti in circolazione è salito da 43,7 a 54,0 euro fra la fine del 2002 e la fine di giugno del 2005.

Oltre a ritirare le banconote in euro dalle BCN, gli istituti di credito depositano periodicamente presso queste ultime i quantitativi eccedenti. Nel complesso, la frequenza con cui le banconote in euro sono riaffluite alle BCN è rimasta piuttosto stabile dal 2003. Fra il gennaio del 2002 e il giugno del 2005, essa si è attestata a 3,3 volte l'anno.

Anche la domanda di monete metalliche in euro è rimasta sostenuta negli anni successivi al *changeover*. Il tasso medio di crescita annua del valore delle monete in euro in circolazione è stato del 21,8 per cento nel 2003 e del 18,7 per cento nel 2004. Se misurato in termini di numero di pezzi in circolazione, tale tasso risulta leggermente inferiore e pari al 13,7 e al 10,3 per cento rispettivamente nel 2003 e nel 2004. Alla fine di giugno di quest'anno erano complessivamente in circolazione 59,6 miliardi di monete (al netto delle scorte presso le BCN e delle monete da collezione non destinate alla circolazione), per un valore facciale di 16,0 miliardi di euro.

QUADRO DI RIFERIMENTO ADOTTATO DALLA BCE PER L'IDENTIFICAZIONE DEI FALSI E LA SELEZIONE DEI BIGLIETTI NON PIÙ IDONEI ALLA CIRCOLAZIONE

Dopo la loro messa in circolazione ad opera delle BCN, le banconote vengono trattate da altri soggetti coinvolti nel ciclo del contante. Al fine di attuare una politica comune per la gestione e il trattamento delle banconote da parte di questi

soggetti e fornire loro assistenza nell'adempimento degli obblighi fissati dall'articolo 6 del Regolamento (CE) n. 1338/2001 del Consiglio in materia di individuazione e ritiro dalla circolazione dei biglietti falsi, la BCE ha adottato nel dicembre del 2004 il Quadro di riferimento per l'identificazione dei falsi e la selezione dei biglietti non più idonei alla circolazione da parte delle banche e di tutte le categorie professionali che operano con il contante (di seguito, Quadro di riferimento). Le relative traduzioni in tutte le lingue ufficiali dell'UE sono state pubblicate sul sito Internet della BCE nel febbraio 2005.

Il Quadro di riferimento stabilisce che le banche e tutte le categorie professionali che operano con il contante possano reimmettere in circolazione le banconote in euro a condizione che la loro autenticità e idoneità all'uso siano state debitamente controllate. Le banconote rimesse in circolazione tramite distributori automatici di contante (*automated-teller machine*, ATM) o altri dispositivi utilizzabili autonomamente dalla clientela devono essere controllate mediante apparecchiature di selezione e accettazione delle banconote che abbiano superato le apposite verifiche di una BCN. L'Eurosistema sta attualmente ultimando i preparativi per la connessa procedura di test; un elenco centralizzato delle apparecchiature che supereranno queste prove sarà pubblicato sul sito della BCE a tempo debito. Oltre a ciò l'Eurosistema, in collaborazione con il Cash Working Group del Consiglio europeo per i pagamenti e con l'Associazione europea delle aziende di trasporto valori (European Security Transportation Association) sta definendo i dettagli delle metodologie con cui le BCN acquisiranno i dati dai soggetti (banche e categorie professionali che operano con il contante) che rimettono in circolazione le banconote in euro secondo quanto stabilito dal Quadro di riferimento.

IL RUOLO DELL'EUROSISTEMA NEL CICLO DEL CONTANTE

Nel dicembre del 2004 il Consiglio direttivo ha concordato principi e obiettivi comuni circa il ruolo e le responsabilità dell'Eurosistema nel ciclo del contante. Ciò contribuirà

all'istituzione di un'area unica dei pagamenti in euro. Oltre al già menzionato Quadro di riferimento, la BCE ha già adottato varie misure in merito che muovono nella direzione di un contesto caratterizzato da condizioni di parità concorrenziale. Di seguito vengono riportati due esempi.

- Una politica tariffaria per l'Eurosistema

Le BCN offrono i servizi basilari gratuitamente, ma possono offrire servizi aggiuntivi dietro commissione. Questi potrebbero essere erogati anche da parti terze, per cui le BCN che forniscono servizi a pagamento dovrebbero richiedere compensi in linea con quelli di mercato per evitare distorsioni.

- Approccio comune in materia di orari di apertura e di regole di addebito/accredito

È stata introdotta una finestra comune di almeno sei ore per giorno lavorativo per il deposito e il ritiro di banconote presso un certo numero di punti operativi delle BCN (filiali, sedi e/o centri di contazione). I relativi addebiti/accrediti devono di norma essere effettuati al momento fisico del ritiro/deposito del contante.

Con la definizione del proprio ruolo e delle proprie responsabilità, l'Eurosistema fornisce altresì un quadro di riferimento affidabile ai suoi partner nel ciclo del contante (il settore bancario e le società di trasporto valori). In linea con il principio del decentramento, il Consiglio direttivo non ha fissato un sistema completamente armonizzato per i servizi di cassa nell'area dell'euro. Sebbene sia necessario conseguire un certo grado di armonizzazione e standardizzazione sotto la guida della BCE, le BCN sono responsabili dell'attuazione dei principi a livello nazionale, tenendo conto dei rispettivi contesti economici e sistemi bancari nazionali, dell'attuale rete di filiali di cui esse dispongono, della quota relativa dei pagamenti in contante e/o dell'esistenza di accordi a lungo termine. In tale contesto, sono state individuate varie questioni da risolvere che saranno presto affrontate dall'Eurosistema.

MANTENIMENTO DELLA STRUTTURA PER TAGLIO DELLE BANCONOTE IN EURO

A seguito della richiesta pervenuta da più parti di introdurre banconote di taglio minimo, la BCE ha condotto un'analisi con la partecipazione della Commissione europea e delle associazioni europee di categoria in rappresentanza di istituzioni creditizie, società di trasporto valori, dettaglianti, organizzazioni dei consumatori, produttori e gestori di distributori automatici. L'indagine ha messo in luce che, nel complesso, gli svantaggi derivanti dall'introduzione di banconote di taglio minimo superavano i vantaggi. Fra gli aspetti problematici figuravano in particolare l'insufficiente domanda per questi tagli, il calo di efficienza che tale introduzione comporterebbe per la maggioranza delle parti terze interessate (in particolare per il settore al dettaglio e per l'industria dei distributori automatici) e gli elevati costi di stampa e trattamento. Di conseguenza, nel novembre del 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di non introdurre biglietti da 1 o 2 euro.

Il Consiglio direttivo ha altresì deciso di mantenere le banconote da 200 e da 500 euro. Pertanto, la struttura per taglio delle banconote in euro rimarrà invariata per la seconda serie di banconote.

LA SECONDA SERIE DI BANCONOTE IN EURO

Come già annunciato, la BCE ha cominciato a programmare circa due anni fa la seconda serie di banconote in euro. Tale decisione è in linea con le prassi delle autorità di emissione, che in genere dopo alcuni anni di circolazione aggiornano i biglietti per far sì che incorporino sempre le più recenti caratteristiche di sicurezza. In questa occasione verranno altresì rivisti i relativi requisiti funzionali.

Il Consiglio direttivo ha recentemente approvato il "piano d'azione" per questo progetto dell'Eurosistema. Esso contiene le principali specifiche del progetto e individua le problematiche principali. La tempistica e la sequenza di emissione dei diversi tagli dipenderanno dalla disponibilità di nuovi supporti e caratteristiche di sicurezza, nonché dalla situazione in termini di contraffazione.

Il primo taglio della seconda serie dovrebbe essere emesso verso la fine di questo decennio.

2 LA PRODUZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

I quantitativi di banconote da produrre sono significativamente variati dall'inizio della produzione nel 1999, toccando un picco massimo di circa 1 miliardo di banconote al mese nel 2001. Un livello così elevato era necessario per costituire le scorte richieste per l'introduzione delle banconote in euro il 1° gennaio 2002.

Negli anni successivi all'introduzione delle banconote in euro, i fabbisogni di produzione sono stati determinati in base al numero di banconote necessario a fronteggiare gli aumenti della domanda sopra descritti, ovvero a sostituire le banconote non più idonee alla circolazione che sono state distrutte. Le esigenze di sostituzione sono particolarmente rilevanti nel caso dei tagli più bassi, in ragione della loro più breve durata, mentre i fabbisogni di produzione per i tagli alti, che hanno vita più lunga, dipendono maggiormente dall'aumento della relativa domanda. Di conseguenza, i volumi di produzione sono diminuiti dopo il *changeover* del 2002, ma oggi hanno cominciato ad aumentare nuovamente: i fabbisogni di produzione sono di circa 3,6 miliardi di banconote per il 2005 e di 7,0 miliardi di banconote per il 2006 (cfr. tavola).

Contemporaneamente sono proseguiti gli approfondimenti dell'Eurosistema in ordine al miglio-

ramento dei propri standard e processi operativi. Essi hanno condotto all'affinamento di alcuni requisiti tecnici e al continuo perfezionamento del sistema di gestione della qualità.

LO SVILUPPO E IL MANTENIMENTO DEGLI STANDARD TECNICI E DEL SISTEMA DI GESTIONE DELLA QUALITÀ

Di recente le specifiche tecniche per la produzione delle banconote in euro sono state oggetto di una revisione completa. Essa ha interessato soprattutto i metodi e gli strumenti di misurazione delle caratteristiche verificabili meccanicamente, tenendo conto delle informazioni fornite sia dagli utilizzatori sia dai produttori di banconote. Il processo di revisione ha portato a un miglioramento di standard e procedure.

L'uniformità della produzione viene accertata prelevando e controllando campioni di banconote da tutti i lotti di produzione. La valutazione considera sia l'aspetto visivo che la verificabilità meccanica delle banconote. L'uniformità dell'aspetto visivo viene periodicamente valutata confrontando i campioni sia fra di loro sia con un biglietto di riferimento unico.

I risultati delle valutazioni visive e di laboratorio confermano che la produzione delle banconote in euro si è stabilizzata e ha raggiunto un ottimo grado di uniformità in termini sia di aspetto visivo sia di *performance* tecnica.

Vengono tenuti regolari incontri di raccordo con i fornitori (come produttori di banconote e cartiere) e gli utilizzatori delle banconote,

Tavola Assegnazione della produzione di banconote nel 2006

Taglio	Quantità (in milioni di banconote)	Valuta (in milioni di euro)	BCN incaricate delle produzioni
€ 5	1.080	5.400	ES, FR, IE, AT, FI
€ 10	1.780	17.800	DE, GR, FR, NL
€ 20	1.940	38.800	DE, ES, FR, IT, PT
€ 50	1.920	96.000	BE, DE, ES, IT, NL
€ 100	280	28.000	IT, LU, AT
€ 200	-	-	-
€ 500	-	-	-
Totale	7.000	186.000	

Fonte: BCE.

per informarli e consultarli su questioni di loro interesse. Questo flusso informativo consente all'Eurosistema di monitorare la *performance* della serie corrente di banconote e di prepararsi in vista della seconda serie.

Al fine di conseguire lo stesso livello di qualità presso tutte le stamperie, prima dell'avvio della produzione era stato introdotto un sistema di gestione della qualità, poi ampiamente riveduto nel 2003. Il sistema aggiornato pone l'accento sul controllo più dei processi che del prodotto finito, così da ridurre il costo degli scarti di produzione.

Nell'ambito del programma generale di miglioramento e al fine di potenziare la comunicazione lungo la catena dell'offerta, tutte le stamperie, le cartiere e gli altri importanti fornitori sono sottoposti a verifiche periodiche volte ad assicurare il rispetto dei requisiti previsti dal sistema di gestione della qualità. Tutti i siti produttivi operano ora secondo i più rigorosi standard industriali. I requisiti comuni riguardano in particolare la documentazione sulla produzione di banconote, le procedure di controllo della qualità (ispezione delle materie prime, verifiche di processo e ispezione finale) e gli standard di controllo della qualità.

L'APPROVVIGIONAMENTO DELLE BANCONOTE

Nel settembre del 2004 il Consiglio direttivo ha adottato l'Indirizzo BCE/2004/18 che stabilisce le modalità future di approvvigionamento delle banconote in euro. La procedura d'asta unica a livello di Eurosistema (PAUE) istituisce un sistema di approvvigionamento aperto e trasparente, in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse. Essa tiene altresì conto del fatto che varie BCN dispongono di una stamperia interna o si avvalgono di una stamperia pubblica piuttosto che affidare in appalto la produzione di banconote in euro a esse assegnata.

In base al sistema attuale il fabbisogno di produzione annuo viene determinato in maniera

accentrata e ciascuna BCN definisce specifiche modalità di approvvigionamento per la produzione a essa assegnata. La PAUE prevede che le BCN che non dispongono di una stamperia interna e che non si avvalgono di una stamperia pubblica dovranno dare in appalto la rispettiva quota di produzione delle banconote. Le altre BCN con stamperia interna o pubblica potranno decidere di non aderire alla PAUE, nel qual caso le rispettive stamperie continueranno a produrre la quota loro assegnata. La nuova procedura d'asta sarà applicata al più tardi a partire dal gennaio 2012, ma sarà preceduta da un periodo transitorio concepito per permettere alle BCN e alle stamperie di prepararsi al cambiamento. Detto periodo non comincerà prima del 1° gennaio 2008, ma la sua data d'inizio esatta – che sarà determinata dal Consiglio direttivo – dipenderà dal conseguimento di una massa critica in termini sia del numero di BCN che ricorreranno alla procedura d'asta sia del volume totale di produzione che sarà appaltato.

3 SVILUPPI NELLA CONTRAFFAZIONE DELLE BANCONOTE IN EURO

A partire dall'introduzione delle banconote in euro nel gennaio del 2002, la quantità di biglietti contraffatti ritirati dalla circolazione è gradualmente cresciuta. Tuttavia, dall'ottobre del 2003 essa si è stabilizzata a un livello appena inferiore alle 50.000 banconote al mese. I falsi presentano le stesse fluttuazioni cicliche delle banconote autentiche, toccando un massimo intorno ai periodi delle vacanze estive e natalizie. La BCE ha di recente comunicato che circa 293.000 biglietti contraffatti erano stati ritirati dalla circolazione nei primi sei mesi del 2005, contro i 287.000 del semestre precedente.

Questi dati andrebbero valutati alla luce del numero di banconote autentiche in circolazione (approssimativamente 9 miliardi), della popolazione dell'area dell'euro (oltre 300 milioni di abitanti) e del numero di transazioni per contanti effettuate con banconote (stimato intorno a 120 miliardi per anno). In questo contesto, le probabilità che un individuo venga in possesso

di un biglietto contraffatto sono estremamente basse. Alcuni falsi sono di buona qualità, ma nella stragrande maggioranza dei casi essi possono essere prontamente individuati utilizzando il semplice test “tocca-guarda-muovi” descritto dall’Eurosistema nel suo materiale informativo. Anche le contraffazioni ben fatte possono essere riconosciute applicando attentamente questo test. In caso di dubbio, un altro valido metodo per verificare la genuinità di una banconota è quello di confrontarla con una banconota dello stesso taglio che si sa essere autentica.

Tre sono le principali modalità per combattere la contraffazione: la protezione delle banconote attraverso una gamma di caratteristiche di sicurezza di elevata qualità, l’educazione del pubblico in materia e un’adeguata attività di polizia. In merito a quest’ultimo aspetto, nell’ultimo anno le forze dell’ordine hanno conseguito successi significativi nella lotta alla contraffazione, sia all’interno che all’esterno dell’area dell’euro. I mezzi di informazione hanno dato ampio risalto a vari interventi di questo tipo. Per citare qualche esempio all’interno dell’area, nel marzo del 2005 sono state smantellate due stamperie illegali in Spagna, con il sequestro di biglietti contraffatti per un valore facciale totale di circa 2,5 milioni di euro e l’arresto di 27 persone. Nel novembre del 2004 un’unità dei carabinieri ha fatto chiudere una stamperia clandestina in Italia, sequestrando banconote da 50 euro contraffatte per 195.000 euro di valore facciale. All’esterno dell’area, nello stesso mese veniva smantellata una stamperia che produceva banconote false in Lituania. Qui sono stati sequestrati falsi di elevata qualità delle banconote da 100 euro, per un valore di circa un milione di euro, nonché altri falsi non ancora completati, per circa 8 milioni di euro, e sono stati effettuati 13 arresti. La polizia lituana ha successivamente segnalato l’intervento presso un’altra stamperia clandestina utilizzata per fabbricare banconote da 50 euro false.

Le banconote contraffatte sono spesso introdotte in circolazione nei settori del commercio al dettaglio o degli alimentari, di norma acquistando articoli di basso valore con biglietti di taglio re-

lativamente elevato al fine di ricevere come resto quanta più moneta autentica possibile. Molti biglietti falsi vengono riconosciuti soltanto allorché pervengono alle banche o alle BCN, ovvero dopo aver causato un danno finanziario a coloro che le hanno accettate. Tale rischio potrebbe essere minimizzato, o interamente evitato, se il personale di cassa verificasse attentamente tutte le banconote ricevute dalla clientela. Il controllo accurato di più caratteristiche di sicurezza non accresce soltanto le probabilità di riconoscere una contraffazione, ma costituisce anche un deterrente per chi sta consapevolmente cercando di disfarsi di moneta contraffatta. In considerazione di ciò, l’Eurosistema aggiorna regolarmente il materiale informativo per gli incontri di formazione destinati al personale di cassa.

4 L’ATTIVITÀ DI RICERCA E SVILUPPO

L’obiettivo delle attività di ricerca e sviluppo (R&S) intraprese dall’Eurosistema è quello di mantenere l’integrità delle banconote in euro presenti e future. Si tratta di valutare e fronteggiare la minaccia della contraffazione, assicurando al tempo stesso la qualità dei biglietti in circolazione e l’uniformità e l’efficienza dei processi di produzione. Chi progetta le banconote e le dota di nuove caratteristiche di sicurezza è in costante competizione con i falsari, che cercano di imitare tali caratteristiche. Affinché i progettisti abbiano la meglio e continuino a creare banconote in euro difficilmente falsificabili, è necessario un sostanziale sforzo di R&S per elaborare nuove tecnologie. Al fine di investigare nuovi paradigmi di sviluppo e produrre nuovi modelli di banconota le BCN e varie altre organizzazioni di ricerca sono impegnate in attività di R&S coordinate dalla BCE. La strategia in questo ambito mira a far sì che le banconote in euro siano in grado di “difendersi da sole” piuttosto che dover fare massiccio affidamento sull’applicazione della legge. Così, per far fronte alla minaccia della contraffazione, l’approccio europeo è tradizionalmente quello di incorporare nella banconota il maggior numero di elementi di ostacolo all’attività dei falsari. Tale approccio, che rimane alla base del-

le attuali strategie di R&S per l'euro, era anche quello adottato per le monete che nell'euro sono confluite. Esso viene integrato da un'opera significativa di comunicazione con il pubblico in materia di caratteristiche di sicurezza.

Alla fine del 1999 l'Eurosistema ha adottato un sistema strutturato di gestione dell'attività di R&S al fine di predisporre i futuri aggiornamenti delle banconote in euro e l'emissione della seconda serie. Tale approccio suddivide le attività a lungo termine che forniscono la tecnologia a sostegno delle nuove caratteristiche necessarie per rimanere all'avanguardia rispetto ai falsari dalle attività specifiche a sostegno dello sviluppo delle banconote future. Mentre le attività specifiche sono confinate a un particolare periodo temporale e a un particolare progetto di *design*, l'attività di R&S a lungo termine è un'attività continua che fornisce le fondamentali tecnologiche per i progetti futuri. L'equilibrio fra questi due elementi è essenziale per assicurare un ordinato programma a lungo termine di progettazione delle banconote.

La funzione di R&S sull'euro opera come rete decentrata coordinata dalla BCE. Essa pone in collegamento la BCE, le BCN e i loro fornitori a lungo termine, nonché altri operatori del settore, accrescendo così il potenziale innovativo. La rete è aperta a tutte le aziende e a tutti gli individui che desiderano proporre idee o progetti per potenziare la *performance* delle banconote in euro, fornendo così l'innovazione di cui una valuta internazionale come l'euro ha bisogno. L'Eurosistema ha elaborato la politica di R&S e creato un quadro procedurale per la valutazione e selezione dei progetti da finanziare ai fini dello sviluppo del portafoglio tecnologico di R&S per l'euro. Tale insieme di procedure è certificato in base alla norma ISO 9001:2000.

L'efficacia delle caratteristiche di sicurezza di una banconota diminuisce con il tempo: inizialmente, al momento della loro prima introduzione, esse daranno buoni risultati, ma in seguito, man mano che diventano più familiari per gli utilizzatori e che la tecnologia a disposizione dei falsari progredisce, esse finiscono per essere

imitate e vanno sostituite. Tale ciclo potrebbe essere accelerato se altre autorità di progettazione delle banconote venissero a considerare l'euro come uno standard tecnico e optassero per caratteristiche di sicurezza analoghe. Spetta all'attività di R&S fornire sulla base del portafoglio tecnologico disponibile caratteristiche inedite con cui sostituire quelle esistenti.

Le caratteristiche delle banconote in euro dovrebbero consentire al pubblico di valutarne prontamente l'autenticità: è pertanto essenziale che siano progettate in modo da poter essere facilmente riconosciute da tutti gli utilizzatori. Di conseguenza, l'Eurosistema cerca di sfruttare gli ultimi sviluppi trasformando le nuove tecnologie in caratteristiche di sicurezza che possono essere efficientemente utilizzate dal grande pubblico e dagli altri utilizzatori, quali i cassieri, per verificare l'autenticità delle banconote.

5 CONCLUSIONI E SFIDE PER IL FUTURO

Dopo oltre tre anni e mezzo l'euro continua a consolidare la sua posizione di moneta ben affermata. Molto si è appreso, sotto diversi aspetti e l'elemento chiave che ha caratterizzato questo processo è stato un continuo miglioramento. L'analisi delle serie storiche e degli andamenti acquisisce sempre maggior utilità col tempo, ma l'attenzione va ora fermamente rivolta al futuro e allo sviluppo della seconda serie di banconote, che condurrà l'euro nel nuovo decennio. Molto resta tuttavia da fare in termini di consolidamento dei processi e di miglioramento dei sistemi per garantire che la prossima serie veda la luce in un contesto ancora più favorevole della prima.

In futuro si continueranno a promuovere condizioni di parità concorrenziale e a raccogliere i benefici di una moneta comune, per quanto riguarda sia il ciclo del contante sia l'approvvigionamento di banconote.

Le disposizioni per le banche e per tutte le categorie professionali che operano con il contante previste dal Quadro di riferimento entreranno in vigore al più tardi entro il 2006. I lavori per la

procedura d'asta unica a livello di Eurosystem per la produzione di banconote saranno completati entro il 2008, anche se la data esatta di applicazione verrà determinata in funzione delle condizioni di mercato.

L'Eurosystem continuerà ad operare per accrescere ulteriormente la propria efficacia ed efficienza in tutti gli ambiti, avvantaggiandosi delle esperienze disponibili e sfruttando ove possibile le potenziali sinergie e le economie di scala.

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 di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S37
4.6 Tassi di 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.	9,6	7,1	6,6	-	7,3	9,1	2,14	3,67
2° trim.	9,7	7,5	7,0	-	7,5	.	2,12	3,41
2005 feb.	10,2	7,3	6,6	6,6	7,3	8,9	2,14	3,62
mar.	9,3	7,1	6,5	6,6	7,5	11,8	2,14	3,76
apr.	9,2	7,4	6,8	6,8	7,4	13,4	2,14	3,57
mag.	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,6	2,13	3,41
giu.	10,5	7,9	7,5	.	7,9	.	2,11	3,25
lug.	.	.	.	.	.	.	2,12	3,32

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	1,4	0,8	81,6	1,0	8,8
2° trim.	2,0	3,9	.	.	.	81,2	.	8,8
2005 feb.	2,1	4,2	-	-	0,4	-	-	8,8
mar.	2,1	4,2	-	-	0,1	-	-	8,8
apr.	2,1	4,3	-	-	1,2	81,2	-	8,8
mag.	2,0	3,5	-	-	0,2	-	-	8,7
giu.	2,1	4,0	-	-	.	-	-	8,7
lug.	2,2	.	-	-	.	81,2	-	.

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)	
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 3° trim.	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
4° trim.	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,8	1,2977
2005 1° trim.	2,0	14,5	-24,1	2,6	284,9	105,7	107,8	1,3113
2° trim.	.	.	.	.	302,2	103,4	105,6	1,2594
2005 feb.	5,5	5,9	0,2	20,9	283,2	105,1	107,1	1,3014
mar.	3,8	7,9	-15,1	-2,5	284,9	106,0	108,2	1,3201
apr.	-9,8	4,2	-4,8	-11,0	288,9	105,1	107,2	1,2938
mag.	-2,3	6,6	3,8	24,0	291,7	104,0	106,2	1,2694
giu.	.	.	.	.	302,2	101,2	103,4	1,2165
lug.	.	.	.	.	.	101,7	104,0	1,2037

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

	8 luglio 2005	15 luglio 2005	22 luglio 2005	29 luglio 2005
Oro e crediti in oro	138.375	138.298	138.123	138.078
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	162.473	161.554	160.976	159.586
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	20.918	21.591	21.158	21.510
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.807	9.554	10.405	9.643
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	397.509	388.514	398.513	407.007
Operazioni di rifinanziamento principali	307.500	298.501	308.502	317.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	90.000	90.000	90.000	89.998
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	3	3	2	7
Crediti connessi a scarti di garanzia	6	10	9	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.920	3.153	3.436	3.268
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	87.410	85.583	85.878	85.656
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.747	40.747	40.747	40.752
Altre attività	129.572	130.459	130.425	131.296
Attività totali	988.731	979.453	989.661	996.796

2. Passività

	8 luglio 2005	15 luglio 2005	22 luglio 2005	29 luglio 2005
Banconote in circolazione	530.296	531.441	530.235	533.793
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	148.124	149.684	150.813	145.185
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	147.901	149.646	150.796	144.954
Depositi overnight	223	21	17	230
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	17	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	273	247	274	129
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	77.782	65.563	75.186	84.884
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.930	9.980	9.992	10.141
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	342	362	239	232
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	8.879	8.653	9.008	8.009
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.896	5.896	5.896	5.896
Altre passività	56.627	57.045	57.436	57.944
Rivalutazioni	92.292	92.292	92.292	92.292
Capitale e riserve	58.290	58.290	58.290	58.291
Passività totali	988.731	979.453	989.661	996.796

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	
Operazioni di rifinanziamento principali							
2005 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
13	388.642	334	298.500	2,00	2,05	2,05	7
20	406.178	355	308.500	2,00	2,05	2,05	7
27	391.489	357	317.000	2,00	2,05	2,06	7
3 ago.	414.656	336	314.000	2,00	2,05	2,06	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 29 lug.	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
28 lug.	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
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
12 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
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
mag.	13.224,0	6.988,7	494,7	1.616,3	1.069,4	3.054,9

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	147,9	0,7	0,0	2,05
9 aug.	149,2	.	.	.	.

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											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 1° trim.	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
2005 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
12 lug.	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6

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.	1.286,4	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,8	13,1	186,7
mag.	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
giu. ^(p)	1.353,5	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,9	2,0	16,0	-	14,1	315,2	13,3	195,7
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	21.351,9	12.826,4	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.	21.658,7	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.	21.824,1	12.967,4	807,9	7.622,8	4.536,7	3.289,5	1.367,7	479,5	1.442,2	75,6	963,4	3.122,4	157,6	1.248,3
mar.	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,4	4.575,3	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,3
apr.	22.483,9	13.229,4	811,3	7.720,1	4.698,0	3.340,8	1.372,3	491,7	1.476,9	76,3	1.043,4	3.297,3	156,5	1.340,2
mag.	22.700,7	13.327,6	809,2	7.784,2	4.734,1	3.343,3	1.369,2	497,2	1.476,9	75,7	1.045,8	3.352,5	157,1	1.398,7
giu. ^(p)	22.755,0	13.252,2	809,1	7.915,7	4.527,5	3.386,0	1.379,3	505,1	1.501,6	75,6	1.000,8	3.398,8	163,3	1.478,4

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.	1.286,4	523,3	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	26,0	173,5
mag.	1.275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
giu. ^(p)	1.353,5	540,8	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
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	21.351,9	0,0	11.487,5	137,7	6.641,8	4.708,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 gen.	21.658,7	0,0	11.535,5	122,9	6.656,2	4.756,4	692,1	3.527,4	1.201,3	2.967,5	1.734,9
feb.	21.824,1	0,0	11.603,8	138,7	6.659,9	4.805,2	691,0	3.579,7	1.205,8	3.007,2	1.736,7
mar.	22.027,0	0,0	11.653,8	126,3	6.706,7	4.820,7	687,7	3.614,8	1.213,5	3.085,5	1.771,7
apr.	22.483,9	0,0	11.840,1	121,6	6.759,7	4.958,8	704,1	3.667,7	1.227,8	3.198,7	1.845,6
mag.	22.700,7	0,0	11.893,7	127,2	6.808,0	4.958,5	710,5	3.695,4	1.236,3	3.285,5	1.879,3
giu. ^(p)	22.755,0	0,0	11.830,8	136,3	6.907,5	4.787,0	696,4	3.765,8	1.266,3	3.234,6	1.961,1

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	15.720,4	8.392,0	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.	15.987,7	8.436,2	838,7	7.597,5	1.954,6	1.483,4	471,2	678,1	3.368,5	172,1	1.378,1
feb.	16.099,4	8.452,8	829,4	7.623,5	1.995,4	1.514,3	481,1	679,8	3.416,6	170,1	1.384,7
mar.	16.260,4	8.498,1	828,1	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.478,9	169,0	1.437,3
apr.	16.564,7	8.553,5	832,8	7.720,7	2.018,6	1.525,4	493,2	740,4	3.598,0	169,6	1.484,7
mag.	16.751,7	8.615,5	830,7	7.784,9	2.024,5	1.525,5	499,0	739,4	3.656,7	170,3	1.545,3
giu. ^(p)	17.028,1	8.746,5	830,2	7.916,3	2.045,3	1.538,2	507,1	715,9	3.713,9	176,6	1.629,8
Transazioni											
2003	766,6	384,3	12,1	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.266,9	500,0	-5,9	506,0	92,0	58,1	33,9	34,5	435,0	2,7	202,7
2005 gen.	196,2	42,2	3,8	38,5	42,5	38,2	4,3	10,9	82,3	-1,3	19,6
feb.	131,3	17,4	-9,2	26,6	42,8	32,5	10,4	-0,2	66,0	-2,1	7,4
mar.	120,3	46,1	-1,0	47,1	-2,8	-4,5	1,7	4,9	37,0	-0,7	35,9
apr.	290,4	56,1	4,6	51,4	21,4	11,9	9,6	58,2	109,5	0,1	45,0
mag.	106,0	56,9	-2,4	59,3	0,9	-3,8	4,7	-4,1	-6,9	0,7	58,5
giu. ^(p)	138,5	87,1	-0,5	87,6	9,4	2,1	7,4	-28,3	21,1	0,5	48,7

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 ¹⁾	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	15.720,4	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.	15.987,7	459,9	180,6	6.672,2	616,4	2.086,7	1.049,8	2.993,3	1.899,0	29,7
feb.	16.099,4	463,6	210,1	6.678,3	615,4	2.123,7	1.054,0	3.029,0	1.903,3	22,1
mar.	16.260,4	471,8	187,4	6.724,4	614,6	2.145,5	1.062,9	3.110,4	1.943,0	0,4
apr.	16.564,7	481,1	180,9	6.775,5	627,8	2.176,7	1.063,5	3.224,7	2.019,1	15,5
mag.	16.751,7	485,8	173,5	6.825,2	634,8	2.203,6	1.076,1	3.310,2	2.054,5	-12,0
giu. ^(p)	17.028,1	496,6	212,7	6.926,3	620,8	2.248,8	1.140,9	3.259,0	2.141,6	-18,6
Transazioni										
2003	766,6	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,8	59,8
2004	1.266,9	70,5	6,1	377,2	22,3	197,1	50,4	276,8	229,1	37,3
2005 gen.	196,2	-8,5	18,2	9,0	12,4	6,9	-0,4	99,7	73,6	-14,7
feb.	131,3	3,7	29,5	4,7	-1,9	41,4	5,7	52,4	-1,0	-3,1
mar.	120,3	8,2	-22,7	43,3	-0,7	17,0	7,8	59,6	34,7	-26,9
apr.	290,4	9,3	-6,5	50,2	13,7	29,1	-2,9	107,7	75,8	14,0
mag.	106,0	4,8	-7,4	42,6	7,5	14,7	4,7	32,1	48,6	-41,6
giu. ^(p)	138,5	10,7	39,2	53,9	-15,1	42,3	33,8	-72,3	54,5	-8,7

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	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.156,0	7.097,8	230,6
2004	2.912,6	2.661,0	5.573,6	961,5	6.535,1	-	4.454,5	2.298,1	8.692,3	7.552,9	373,3
2005 gen.	2.959,1	2.663,4	5.622,6	947,8	6.570,4	-	4.495,8	2.328,2	8.752,6	7.600,8	375,0
feb.	2.992,1	2.664,8	5.656,9	949,3	6.606,2	-	4.532,8	2.342,3	8.792,3	7.633,7	393,2
mar.	3.007,3	2.675,4	5.682,7	945,0	6.627,7	-	4.579,5	2.328,5	8.827,5	7.670,2	383,3
apr.	3.024,0	2.694,8	5.718,8	956,4	6.675,2	-	4.611,1	2.352,6	8.910,8	7.704,4	406,2
mag.	3.050,5	2.702,2	5.752,7	972,0	6.724,7	-	4.656,0	2.338,7	8.976,2	7.768,5	367,2
giu. ^(p)	3.235,7	2.591,3	5.827,0	982,1	6.809,1	-	4.785,2	2.349,8	9.105,8	7.890,1	453,3
Transazioni											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,5	131,9	445,9	372,3	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	55,7	407,9	-	340,7	54,5	574,3	505,5	160,4
2005 gen.	44,0	-0,4	43,6	-13,3	30,3	-	19,5	23,8	58,5	46,8	1,3
feb.	33,3	-0,6	32,7	-5,2	27,4	-	49,1	15,7	39,0	33,6	19,3
mar.	14,6	9,2	23,8	-2,7	21,1	-	38,6	-14,2	36,5	37,2	-13,4
apr.	16,4	18,9	35,3	11,6	46,9	-	26,0	21,0	84,8	34,9	19,9
mag.	23,6	4,4	28,0	15,9	43,9	-	23,9	-18,1	56,6	59,2	-51,1
giu. ^(p)	33,5	19,4	52,9	10,0	62,9	-	71,4	0,6	80,3	78,0	71,1
Variazioni percentuali											
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	96,0
2004 dic.	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,1	160,4
2005 gen.	9,6	4,5	7,1	4,7	6,8	6,7	8,1	3,6	7,3	7,3	120,0
feb.	10,2	4,3	7,3	2,6	6,6	6,6	8,7	4,1	7,3	7,3	124,8
mar.	9,3	4,8	7,1	2,7	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,5	94,1
apr.	9,2	5,3	7,4	3,3	6,8	6,8	8,4	2,9	7,7	7,4	88,9
mag.	10,1	4,9	7,6	5,7	7,3	7,2	8,4	1,5	7,8	7,5	70,8
giu. ^(p)	10,5	5,2	7,9	5,1	7,5	.	9,5	1,0	8,0	7,9	150,8

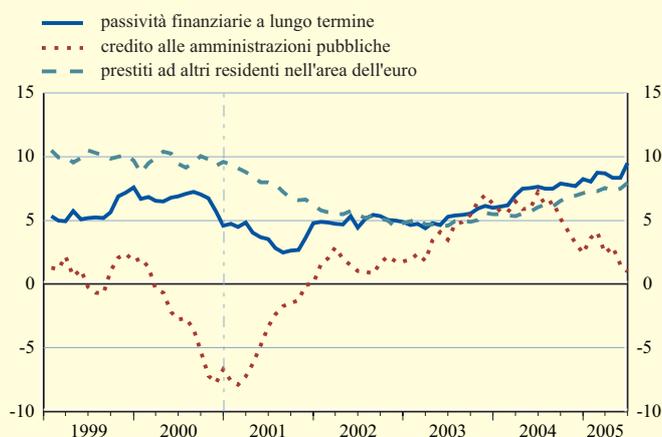
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, M2, M3: cfr. Glossario).

2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie

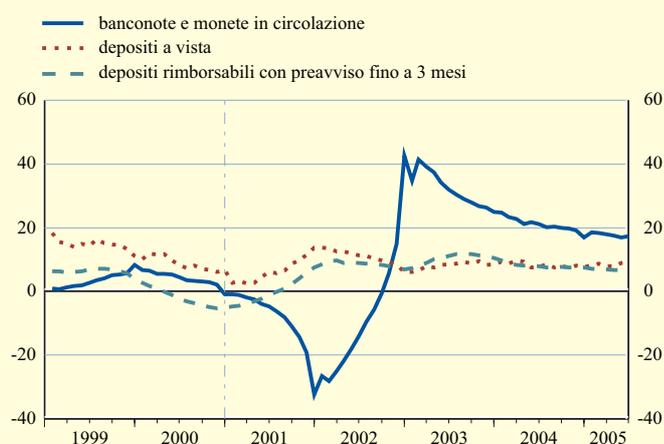
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	240,3	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 gen.	466,7	2.492,5	1.024,0	1.639,4	230,7	617,8	99,3	1.993,4	90,0	1.366,2	1.046,2
feb.	471,6	2.520,5	1.019,4	1.645,5	221,0	614,2	114,1	2.013,8	90,4	1.372,2	1.056,4
mar.	477,6	2.529,7	1.019,3	1.656,1	225,8	613,2	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
apr.	481,5	2.542,5	1.030,5	1.664,3	215,7	619,8	120,8	2.056,7	91,3	1.395,2	1.067,9
mag.	487,0	2.563,5	1.023,9	1.678,3	231,3	627,4	113,4	2.085,9	91,4	1.396,1	1.082,6
giu. ^(p)	493,8	2.741,9	1.051,8	1.539,5	239,2	622,4	120,5	2.126,5	91,7	1.424,9	1.142,1
Transazioni											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,5
2004	65,7	174,7	-0,8	112,6	22,8	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,0
2005 gen.	14,0	30,0	-5,1	4,7	-9,7	-0,1	-3,5	13,1	0,4	8,0	-2,0
feb.	4,9	28,3	-7,5	6,9	-9,6	-4,5	8,9	30,7	0,4	6,2	11,7
mar.	6,0	8,6	-0,6	9,7	4,7	-1,0	-6,5	18,6	0,0	14,7	5,3
apr.	4,0	12,4	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,5	16,1	0,5	8,0	1,5
mag.	5,4	18,2	-9,4	13,8	15,5	8,0	-7,6	17,2	0,0	-0,1	6,9
giu. ^(p)	6,8	26,7	17,0	2,3	7,9	-6,1	8,2	36,7	0,3	5,9	28,5
Variazioni percentuali											
2003 dic.	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 dic.	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,5	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 gen.	18,5	8,0	0,5	7,1	6,8	4,2	3,3	9,9	-0,4	8,6	4,8
feb.	18,3	8,8	0,3	6,9	-1,0	2,7	9,9	11,1	0,4	8,5	5,4
mar.	17,8	7,8	1,7	6,8	3,7	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
apr.	17,5	7,8	3,3	6,6	-0,1	2,6	14,4	10,4	1,2	8,7	4,9
mag.	17,0	8,9	1,9	6,7	8,0	4,2	9,8	10,6	1,7	8,2	5,0
giu. ^(p)	17,2	9,3	3,8	6,1	9,7	2,2	12,3	11,9	2,4	7,8	7,8

F3 Componenti degli aggregati monetari

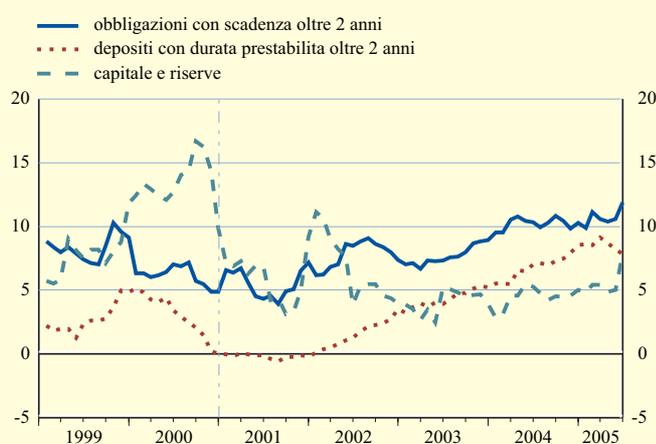
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4				
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	3.153,7	974,7	547,7	1.631,3
2005 gen.	55,5	38,6	547,5	339,2	3.170,9	980,9	556,6	1.633,4
feb.	59,1	41,3	551,2	345,0	3.174,4	982,6	552,3	1.639,5
mar.	58,2	39,7	560,1	350,0	3.190,7	985,0	554,7	1.650,9
apr.	59,3	40,6	556,7	343,4	3.216,3	993,0	559,7	1.663,6
mag.	62,1	42,9	567,7	351,9	3.235,1	994,4	564,3	1.676,4
giu. ^(p)	63,9	44,2	578,0	359,4	3.282,4	1.025,7	564,9	1.691,8
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	163,9	24,2	31,2	108,5
2005 gen.	6,6	7,0	-1,3	3,1	17,1	6,3	8,8	2,0
feb.	3,0	2,0	4,4	6,2	2,4	-1,3	-4,0	7,6
mar.	-1,0	-1,1	7,1	4,5	17,8	2,9	2,9	12,0
apr.	1,1	1,0	-3,1	-6,2	27,1	8,2	6,2	12,7
mag.	2,7	2,2	8,7	7,0	17,1	0,6	4,7	11,8
giu. ^(p)	1,9	1,3	9,3	7,1	29,4	18,1	0,4	10,9
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	7,0
2005 gen.	16,3	11,9	10,1	10,8	5,7	3,0	7,4	6,9
feb.	24,2	21,5	9,2	10,7	5,7	3,6	6,4	6,8
mar.	23,7	21,8	12,3	17,0	5,9	3,9	6,6	6,9
apr.	14,3	7,8	9,7	10,7	6,0	4,3	6,6	6,9
mag.	8,8	0,6	10,2	11,4	6,2	4,9	6,4	7,0
giu. ^(p)	17,8	10,7	13,3	17,6	6,2	4,9	6,4	7,0

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM 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	3.808,4	515,4	120,3	189,5	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,0	99,3	458,2
2005 gen.	3.823,0	515,1	121,2	188,4	205,5	2.607,1	14,2	65,6	2.527,3	700,9	143,6	98,5	458,8
feb.	3.838,1	514,8	119,9	188,9	205,9	2.621,9	14,1	65,6	2.542,2	701,4	143,4	98,4	459,6
mar.	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,2	14,3	67,1	2.558,9	700,8	144,4	98,7	457,8
apr.	3.887,7	522,8	119,7	192,6	210,5	2.662,2	14,3	65,0	2.582,9	702,7	142,6	100,2	460,0
mag.	3.919,4	527,5	121,2	194,5	211,8	2.686,1	14,3	65,0	2.606,9	705,8	142,6	100,8	462,4
giu. ^(p)	3.991,4	537,7	125,3	196,9	215,5	2.733,0	16,2	65,5	2.651,3	720,6	154,9	100,6	465,1
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	278,5	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,6	-0,9	2,0	11,5
2005 gen.	16,1	-0,2	0,3	-0,9	0,3	15,7	-0,4	-0,2	16,3	0,7	0,0	-0,8	1,4
feb.	16,8	0,1	-1,0	0,4	0,7	15,4	-0,1	0,1	15,4	1,3	0,1	-0,1	1,2
mar.	23,2	4,5	0,4	2,1	2,0	18,5	0,2	1,4	16,8	0,2	1,2	0,3	-1,3
apr.	26,3	4,1	-0,4	1,6	2,8	21,5	0,0	-0,8	22,3	0,7	-1,7	0,1	2,2
mag.	30,8	4,9	1,5	2,0	1,3	23,1	0,0	0,2	22,9	2,9	-0,1	0,7	2,2
giu. ^(p)	47,0	9,3	4,1	2,4	2,7	28,6	0,3	0,5	27,8	9,2	6,6	-0,2	2,8
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	6,3	4,8	7,0	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,6	2,1	2,6
2005 gen.	8,1	6,6	8,0	5,2	7,0	10,1	5,4	5,9	10,3	2,3	0,8	2,1	2,9
feb.	8,1	6,4	7,9	4,9	7,0	10,2	5,4	6,2	10,3	2,2	2,1	1,7	2,4
mar.	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
apr.	8,0	6,4	6,5	4,6	8,0	10,1	5,4	6,2	10,2	1,9	1,3	0,5	2,5
mag.	8,2	7,2	8,4	5,7	8,0	10,1	5,0	5,9	10,3	2,3	2,2	1,2	2,6
giu. ^(p)	8,4	7,2	7,7	5,8	8,1	10,4	2,3	3,6	10,6	2,6	3,2	0,8	2,8

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)	806,6	131,9	248,1	404,1	21,6	2.136,5	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)	-6,6	1,1	-4,2	-2,0	-2,2	124,7	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)	-2,0	-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⁾

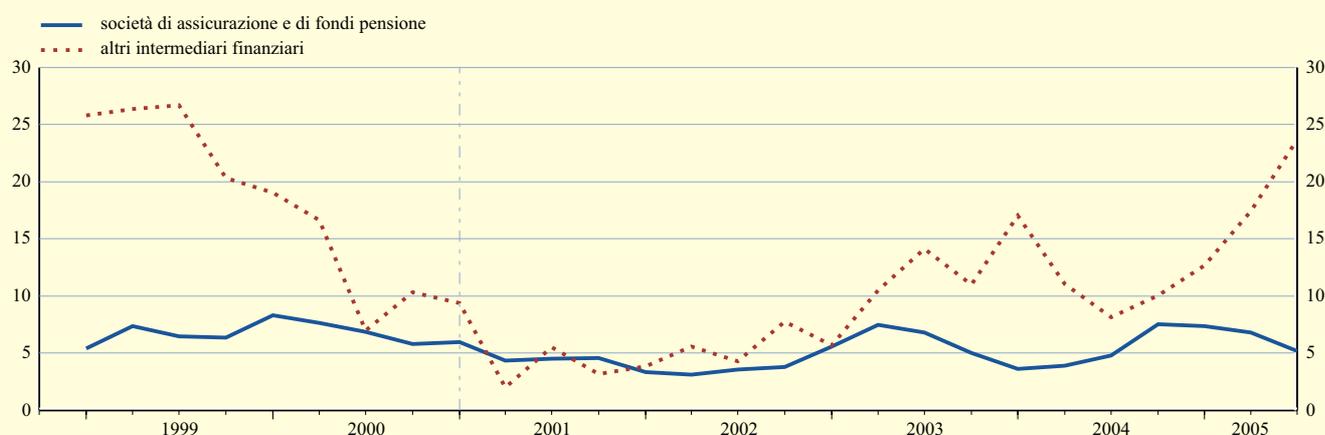
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
apr.	602,6	65,7	50,6	462,5	1,3	1,3	21,1	703,4	208,5	143,9	210,7	13,1	0,1	127,1
mag.	602,1	65,1	50,4	461,9	1,6	1,3	21,8	728,9	216,5	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
giu. ^(p)	596,4	61,9	48,2	463,0	1,2	1,6	20,5	764,9	225,3	152,8	234,1	11,6	0,1	141,0
Transazioni														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	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	-0,5	3,4	0,1	0,0	-2,5	14,2	-0,8	0,3	13,5	-0,1	0,0	1,2
apr.	5,6	-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.	-0,8	-0,8	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	23,2	7,1	0,3	4,0	-0,6	0,0	12,4
giu. ^(p)	-6,1	-3,7	-2,3	1,1	0,0	0,0	-1,2	15,2	6,2	2,9	4,6	0,2	0,0	1,3
Variazioni percentuali														
2003 dic.	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	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	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,4	8,5	9,3	40,1	50,0	-	10,7
apr.	6,7	6,1	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	16,7	7,2	8,7	41,2	60,1	-	7,4
mag.	6,4	14,4	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,1	12,4	9,1	44,2	60,3	-	17,1
giu. ^(p)	5,2	3,1	15,2	4,8	21,7	33,1	-3,1	23,7	15,4	15,7	41,6	55,2	-	20,3

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⁾

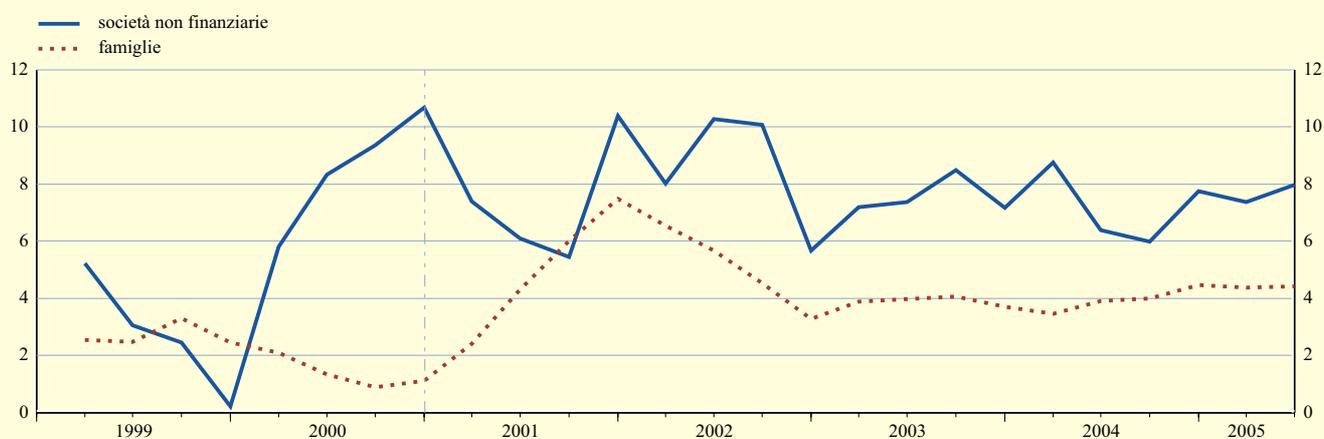
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 gen.	1.075,2	658,1	276,1	72,0	43,0	1,1	24,9	4.168,4	1.400,5	515,3	636,0	1.476,6	87,7	52,2
feb.	1.067,1	655,5	272,2	71,8	43,7	1,1	22,8	4.177,2	1.406,5	516,2	636,0	1.478,5	88,3	51,6
mar.	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.177,0	1.409,1	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
apr.	1.102,1	678,7	284,9	69,2	44,7	1,1	23,5	4.206,1	1.433,8	514,7	633,5	1.485,1	88,2	50,8
mag.	1.112,7	692,4	282,8	69,3	45,5	1,1	21,7	4.214,9	1.440,0	514,6	630,7	1.489,7	87,8	52,1
giu. ^(p)	1.141,3	721,5	279,7	75,0	42,1	1,6	21,4	4.252,4	1.607,8	515,5	633,8	1.356,9	87,3	51,2
Transazioni														
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	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	5,3	1,2	0,0	2,7	0,6	-0,6
mar.	28,2	19,3	7,6	0,2	0,3	0,0	0,8	0,4	3,0	-2,7	-1,9	2,6	-0,1	-0,4
apr.	5,5	3,2	4,6	-2,9	0,7	0,0	-0,1	29,0	24,7	1,4	0,6	3,2	-0,4	-0,4
mag.	7,9	12,2	-3,1	-0,2	0,7	0,0	-1,8	7,2	5,9	-1,1	-2,9	4,4	-0,5	1,3
giu. ^(p)	18,0	22,4	-5,8	1,1	-0,2	0,7	-0,3	22,2	23,9	-2,6	-1,0	3,3	-0,5	-0,9
Variazioni percentuali														
2003 dic.	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	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	0,3	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	9,4	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
apr.	7,7	9,3	7,0	-1,4	15,3	66,5	-11,2	4,7	7,2	-1,6	3,7	5,5	0,9	-2,9
mag.	7,0	10,3	2,9	-2,8	16,0	69,5	-16,7	4,5	6,6	-1,1	3,0	5,4	1,3	3,2
giu. ^(p)	8,0	10,1	5,6	0,2	15,5	75,7	-16,1	4,4	7,1	-1,1	2,7	4,8	1,2	1,5

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⁾

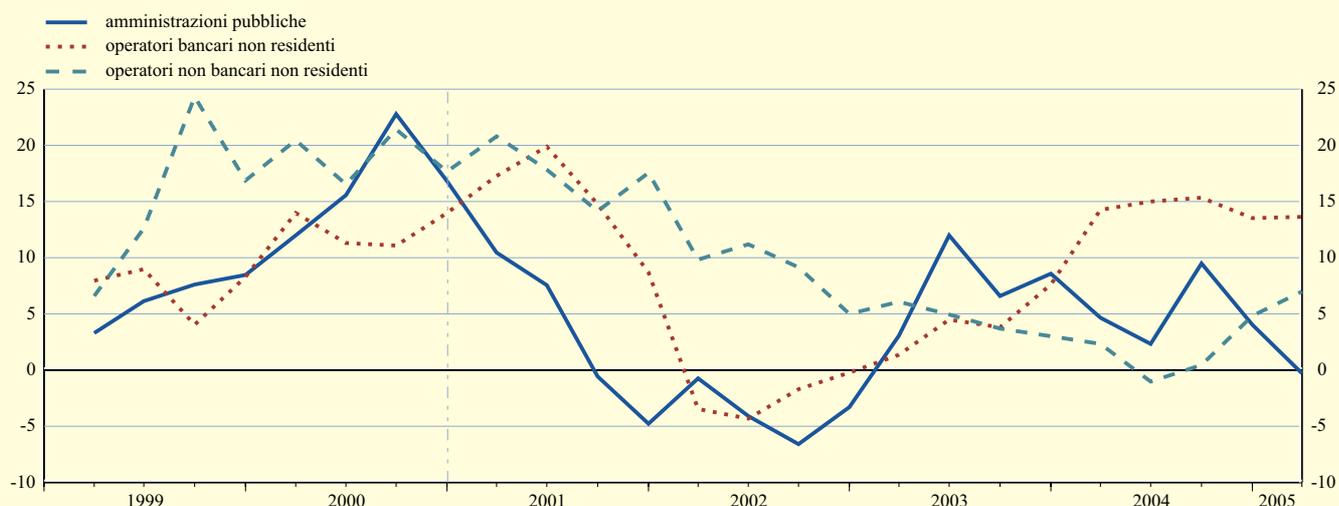
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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)	269,9	126,3	33,4	67,3	42,9	2.669,1	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)	-12,2	-11,4	2,8	-2,2	-1,4	188,0	145,7	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)	-0,3	-10,5	19,5	8,0	9,1	11,8	13,7	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.

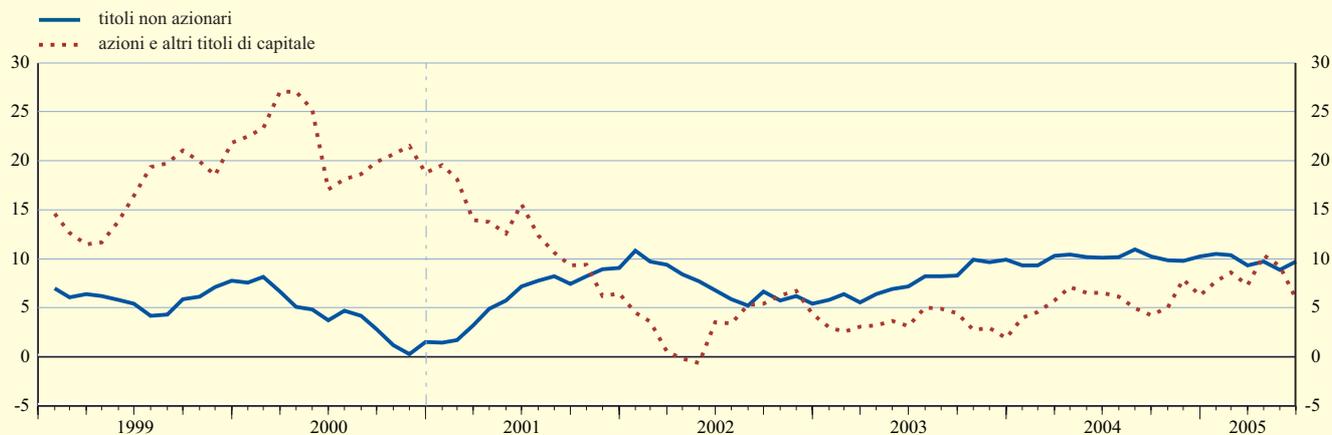
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	795,4	1.189,9	292,7	668,8	228,4
feb.	4.071,2	1.377,6	64,7	1.349,8	17,9	463,6	15,9	781,8	1.209,6	293,1	670,3	246,1
mar.	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,7	15,8	464,9	16,3	797,9	1.217,0	296,1	674,4	246,5
apr.	4.160,0	1.411,9	65,0	1.354,4	17,9	474,0	17,7	819,2	1.281,7	312,3	731,1	238,3
mag.	4.198,8	1.409,7	67,2	1.351,1	18,1	477,8	19,3	855,5	1.283,0	315,9	729,9	237,2
giu. ^(p)	4.254,0	1.434,1	67,5	1.363,6	15,7	484,7	20,5	868,0	1.235,1	294,6	706,2	234,4
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.	79,0	2,7	3,9	33,4	2,5	4,7	-0,4	32,4	31,0	6,1	11,5	13,4
feb.	46,2	15,8	-0,4	29,5	-0,7	10,8	-0,3	-8,5	16,9	-0,1	-0,3	17,3
mar.	12,4	10,6	1,2	-7,5	-2,3	1,5	0,2	8,7	9,1	3,4	4,8	0,9
apr.	60,5	23,1	-2,1	9,5	1,9	8,3	1,2	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
mag.	16,6	-1,9	0,5	-6,2	-0,4	3,5	1,0	20,2	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
giu. ^(p)	35,7	23,7	-0,3	2,7	-2,7	6,3	1,0	4,9	-48,3	-15,1	-28,4	-4,9
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.	10,4	10,5	16,2	5,5	18,7	11,1	-7,2	18,8	8,6	1,6	5,8	28,6
mar.	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,2	-4,6	19,2	7,3	1,9	4,0	26,4
apr.	9,7	10,1	8,6	4,0	10,3	12,0	-0,2	18,7	10,4	5,5	9,3	21,4
mag.	8,9	9,0	10,6	1,3	7,3	11,5	10,8	21,4	9,2	5,1	8,7	17,4
giu. ^(p)	9,8	11,3	7,9	1,0	-10,2	11,8	13,5	23,2	5,9	1,1	6,5	10,7

F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ¹⁾
(miliardi di euro)

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

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

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
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.	-1,1	-0,5	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
giu. ^(p)	-1,8	-1,0	-0,1	-0,8	-0,1	0,0	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

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

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	6.779,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4	
2005 1° trim. ^(p)	4.820,7	91,0	9,0	5,5	0,4	1,4	1,1	6.833,0	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)	3.794,9	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)	4.575,3	-	-	-	-	-	8.476,0	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)	1.455,5	95,4	4,6	2,0	0,4	0,4	1,5	1.839,7	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 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	1.472,8	72,1	1.400,6	1.095,3	281,0	144,4	152,6
4° trim.	3.509,0	240,1	1.497,6	71,9	1.425,7	1.157,8	293,7	146,9	172,9
2005 1° trim. ^(p)	3.708,7	265,5	1.560,5	72,8	1.487,7	1.222,8	315,9	151,1	193,0

2. Passività

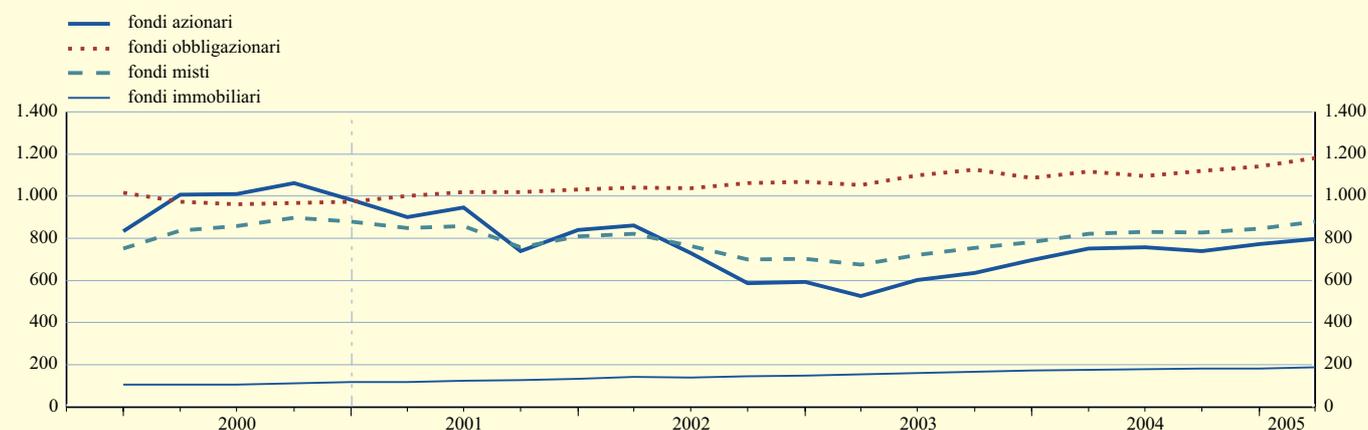
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2003 4° trim.	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 1° trim.	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
2° trim.	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
3° trim.	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
4° trim.	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 1° trim. ^(p)	3.708,7	56,0	3.478,4	174,4

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

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2003 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.	3.509,0	772,4	1.140,9	844,4	182,3	568,9	2.588,3	920,7
2005 1° trim. ^(p)	3.708,7	797,1	1.179,4	879,5	186,2	666,5	2.758,1	950,6

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 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	33,0	3,7	29,3	625,3	25,1	-	25,1
4° trim.	772,4	28,5	33,9	3,7	30,2	653,4	28,0	-	28,6
2005 1° trim. ^(p)	797,1	31,2	33,9	3,7	30,3	674,9	28,9	-	28,2
Fondi obbligazionari									
2003 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.	1.140,9	77,5	943,6	39,9	903,7	36,9	23,4	-	59,5
2005 1° trim. ^(p)	1.179,4	90,3	964,0	41,3	922,7	36,4	26,0	-	62,6
Fondi misti									
2003 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.	844,4	50,4	347,0	20,1	326,8	281,6	121,3	0,2	43,9
2005 1° trim. ^(p)	879,5	55,9	358,5	20,8	337,7	290,3	124,1	0,1	50,6
Fondi immobiliari									
2003 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.	182,3	14,6	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,8	8,0
2005 1° trim. ^(p)	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3

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 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	974,3	872,6	213,2	124,0	105,5
4° trim.	2.588,3	201,2	992,9	926,0	221,4	127,4	119,4
2005 1° trim. ^(p)	2.758,1	223,5	1.045,0	979,2	240,2	130,7	139,5
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2003 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.	920,7	38,9	504,7	231,8	72,3	19,5	53,5
2005 1° trim. ^(p)	950,6	42,1	515,5	243,6	75,7	20,4	53,5

Fonte: BCE.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Banconote, monete e depositi										Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003 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.	15.597,7	5.884,1	352,4	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.	16.512,4	6.235,7	413,5	5.434,9	2.165,2	1.577,9	1.603,7	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.	167,7	127,5	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	10,9
2004 1° trim.	147,7	28,5	-1,6	-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.	175,5	167,5	30,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,8	1,5
Variazioni percentuali											
2003 3° trim.	4,9	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,9	24,9
4° trim.	4,7	5,6	21,2	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.	4,7	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,7	13,5
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	3.749,1	1.174,6	2.574,5	4.186,1	292,9	3.893,2	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.	123,4	147,7	140,0	2,0	-9,4	11,3	61,7	21,0	40,7	84,0	6,1	77,8	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	2,8	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									
	Totale	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				
		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	338,2	1.136,1	-797,1	-0,9	0,0	1.951,2	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	49,7
1998	404,8	1.201,3	-823,6	27,0	0,2	2.419,2	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	54,6
1999	444,5	1.290,9	-863,7	17,1	0,2	3.117,8	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	47,9
2000	486,6	1.394,2	-913,1	22,2	-16,7	2.910,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	23,5
2001	466,2	1.449,6	-973,6	-11,8	2,0	2.590,6	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-19,4
2002	413,7	1.439,3	-1.005,4	-21,3	1,1	2.292,7	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	33,5
2003	433,1	1.464,8	-1.034,5	2,4	0,5	2.403,0	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	19,8

	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	472,7	1.468,2	-1.005,4	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	443,5	1.472,8	-1.034,5	5,2	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	156,7	746,4	-597,9	360,9	69,3	-57,9	107,6	191,3	80,5	647,0	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	154,1	374,7	-210,3	441,3	69,3	-20,8	192,5	217,6	425,7	615,5	169,7	168,3	3.852,4	16,0
1998	171,4	387,8	-215,1	453,0	92,9	-119,0	287,4	209,3	409,7	593,4	214,6	213,3	3.954,9	15,0
1999	185,5	418,2	-230,2	478,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	395,9	580,1	268,4	266,9	4.105,3	14,1
2000	200,4	442,2	-239,5	433,8	66,2	35,3	122,6	245,9	407,7	607,5	226,4	224,7	4.329,8	14,0
2001	192,1	452,6	-256,5	414,1	180,7	82,7	45,4	229,1	430,0	650,1	176,2	174,3	4.619,4	14,1
2002	186,9	463,8	-260,6	469,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	443,3	661,2	213,2	211,1	4.747,8	13,9
2003	209,3	485,0	-268,7	515,9	224,2	16,6	83,6	229,8	465,0	697,9	260,2	257,9	4.904,2	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

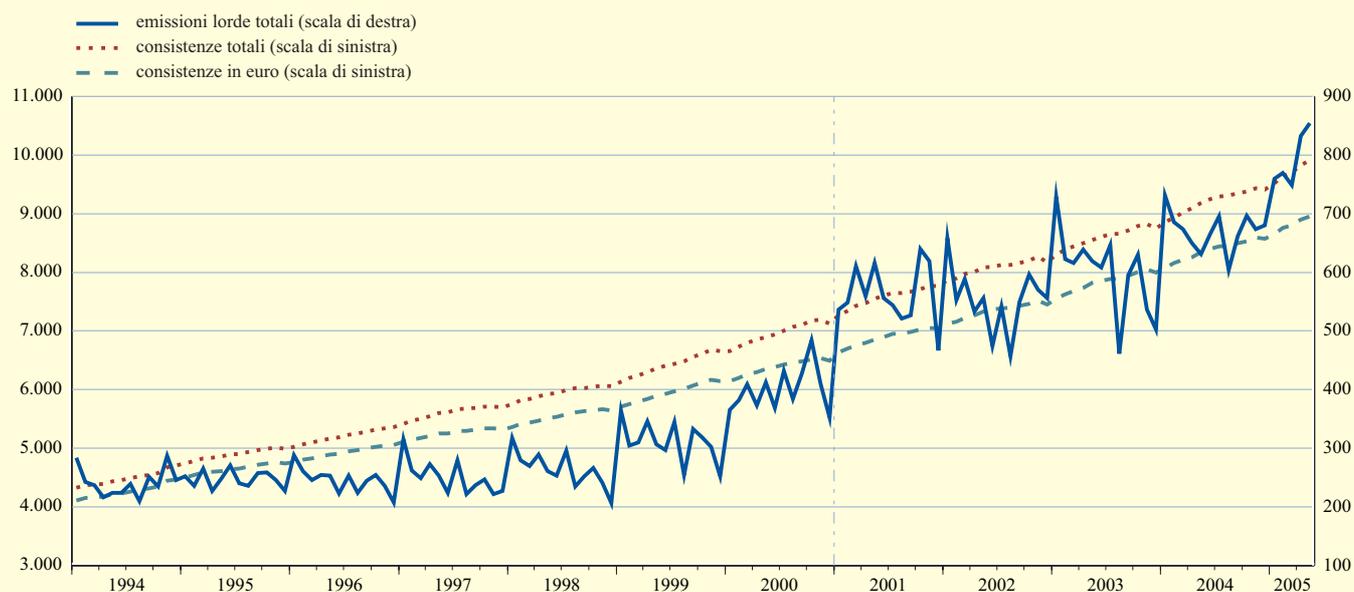
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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 mag.	9.625,4	649,2	549,6	99,6	9.179,2	630,9	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.	9.791,7	619,8	590,5	29,3	9.309,8	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
set.	9.904,6	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	9.435,5	673,9	615,1	58,8	91,1	94,3	94,3	55,9
dic.	10.025,0	706,3	701,2	5,1	9.408,3	680,1	702,3	-22,2	91,1	95,3	95,2	-21,0
2005 gen.	10.091,1	763,2	709,4	53,8	9.522,9	759,5	675,9	83,6	90,8	93,8	95,6	66,1
feb.	10.212,0	793,1	675,4	117,7	9.637,1	769,2	654,2	115,1	90,9	94,5	95,1	104,5
mar.	10.320,5	797,1	689,1	108,0	9.705,9	749,2	693,7	55,5	90,7	93,9	94,9	45,0
apr.	.	.	.	.	9.822,4	833,1	728,8	104,3	90,6	94,4	95,9	87,9
mag.	.	.	.	.	9.912,5	854,6	789,4	65,2	90,3	95,4	95,6	60,5
A lungo termine												
2004 mag.	8.718,7	174,8	72,0	102,8	8.234,7	156,6	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.	9.104,6	148,2	123,0	25,1	8.496,1	135,7	119,2	16,5	91,4	91,6	90,4	16,6
2005 gen.	9.175,1	198,4	137,7	60,8	8.585,7	195,0	130,7	64,3	91,1	89,7	93,8	52,2
feb.	9.291,6	220,9	106,9	114,0	8.689,2	199,4	95,5	103,9	91,2	90,4	89,5	94,8
mar.	9.368,5	203,1	126,8	76,3	8.758,4	184,0	124,4	59,6	91,0	88,9	90,0	51,5
apr.	.	.	.	.	8.843,4	180,1	104,9	75,2	90,9	90,1	94,0	63,7
mag.	.	.	.	.	8.930,9	164,3	99,0	65,3	90,7	90,8	91,3	58,8

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	735	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	601	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
4° trim.	9.408	3.710	735	593	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2005 1° trim.	9.706	3.845	755	611	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
2005 feb.	9.637	3.800	743	606	4.229	259	90,9	83,6	90,6	87,7	97,6	95,7
mar.	9.706	3.845	755	611	4.235	260	90,7	83,2	90,7	87,8	97,6	95,7
apr.	9.822	3.903	776	619	4.261	263	90,6	83,0	90,7	87,7	97,6	95,7
mag.	9.913	3.935	796	626	4.293	262	90,3	82,6	90,7	87,6	97,4	95,9
	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.	947	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
2005 feb.	948	456	8	106	372	6	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	87,4
mar.	947	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	97,5	96,7	98,5	81,2
mag.	982	476	8	114	378	5	87,1	75,7	97,6	97,2	98,4	81,8
	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	728	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	501	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	95,9
4° trim.	8.496	3.263	728	503	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 1° trim.	8.758	3.390	747	506	3.861	254	91,0	84,2	90,6	85,9	97,5	95,9
2005 feb.	8.689	3.344	735	500	3.858	253	91,2	84,4	90,5	85,8	97,5	95,9
mar.	8.758	3.390	747	506	3.861	254	91,0	84,2	90,6	85,9	97,5	95,9
apr.	8.843	3.422	768	509	3.888	257	90,9	83,9	90,6	85,7	97,5	96,0
mag.	8.931	3.459	788	512	3.915	257	90,7	83,5	90,7	85,5	97,3	96,2
	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	427	412	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,1	97,4	95,8
2005 feb.	6.492	1.957	418	407	3.518	193	91,6	83,5	84,1	85,0	97,4	95,8
mar.	6.516	1.966	427	412	3.515	196	91,5	83,3	84,4	85,1	97,4	95,8
apr.	6.553	1.971	430	413	3.541	199	91,4	82,9	84,1	85,0	97,4	95,9
mag.	6.600	1.982	433	415	3.571	199	91,2	82,7	83,9	84,7	97,3	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	1.868	1.147	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,1	97,7	96,6
2004 2° trim.	1.715	1.049	266	66	277	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.	1.868	1.147	309	78	275	59	90,9	86,9	99,0	89,1	97,7	96,6
2005 1° trim.	1.957	1.211	318	80	291	58	90,5	86,3	98,9	89,2	98,0	96,3
2005 feb.	1.921	1.181	314	79	287	59	90,7	86,5	99,0	89,1	97,7	96,5
mar.	1.957	1.211	318	80	291	58	90,5	86,3	98,9	89,2	98,0	96,3
apr.	2.007	1.232	334	81	302	58	90,4	86,1	98,9	88,5	98,0	96,3
mag.	2.038	1.250	352	82	297	58	90,3	85,8	98,9	88,6	98,0	97,2

Fonte: BCE

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

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

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

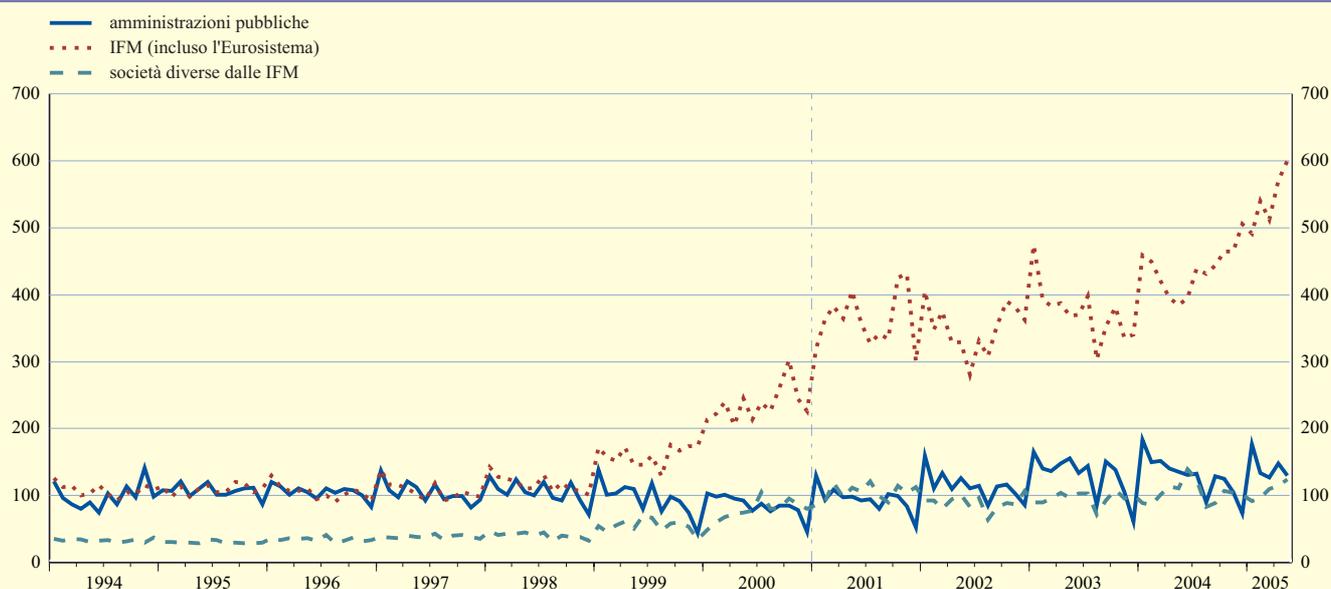
2. Emissioni lorde

(transazioni nel periodo)

	Totale						A lungo termine 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	8.045,9	5.249,8	221,9	1.027,8	1.463,6	82,8	1.190,9	405,7	69,2	60,4	619,7	35,9
2004 2° trim.	1.945,0	1.173,3	64,1	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.	2.050,8	1.434,1	84,0	228,4	283,9	20,4	258,7	92,7	25,6	14,7	117,1	8,5
2005 1° trim.	2.278,0	1.542,6	49,9	248,1	412,5	25,0	386,6	136,5	21,1	15,1	198,9	14,9
2005 feb.	769,2	539,5	15,2	81,2	125,8	7,6	127,3	50,9	5,1	3,3	63,6	4,6
mar.	749,2	512,2	24,9	84,6	120,5	7,0	117,1	40,9	12,0	8,2	52,5	3,4
apr.	833,1	569,9	30,4	84,7	140,0	8,0	105,0	29,9	7,1	3,5	60,8	3,8
mag.	854,6	599,8	27,3	97,1	126,3	4,1	97,6	24,5	5,6	2,9	63,4	1,1
	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	617,9	403,5	108,7	31,7	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	174,8	105,0	46,4	7,4	11,7	4,4
2005 1° trim.	1.699,5	1.261,3	12,4	228,9	188,4	8,6	167,6	129,5	16,3	3,4	16,9	1,5
2005 feb.	569,8	429,4	4,6	76,8	56,1	2,9	65,0	54,2	5,5	0,7	4,5	0,1
mar.	565,2	423,6	3,5	74,7	60,2	3,2	57,7	41,9	9,2	1,4	4,9	0,3
apr.	653,0	501,8	4,2	79,1	65,2	2,8	67,4	33,4	19,1	1,6	11,8	1,5
mag.	690,3	537,3	2,4	91,7	56,0	2,8	60,1	33,8	19,2	2,1	4,8	0,2

FI4 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



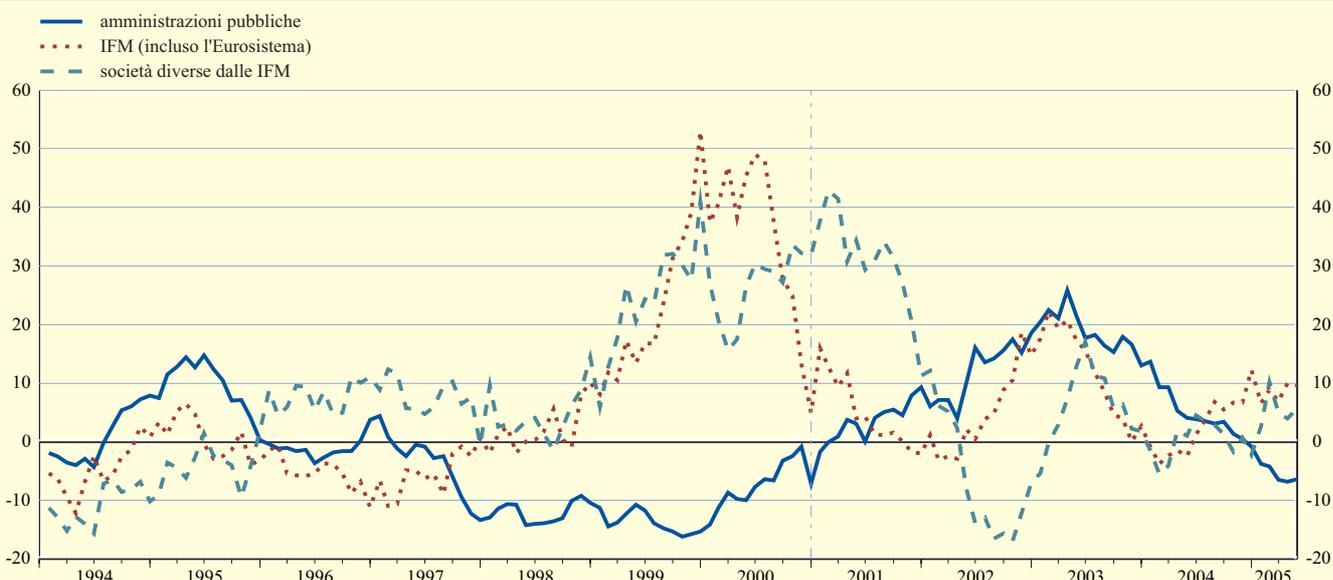
Fonte: BCE.

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

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

	Totale						A breve termine					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		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	11,6	3,2	5,1	13,7	2,6	8,3	34,1	3,1	-4,3	35,5
2004 dic.	7,2	9,3	11,1	1,6	5,0	14,4	5,0	12,3	22,3	-3,9	-1,3	51,2
2005 gen.	7,0	8,7	11,0	3,1	5,1	15,1	1,7	6,6	23,3	1,5	-4,1	32,7
feb.	7,4	9,3	11,2	3,4	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,3	-4,6	31,6
mar.	7,1	8,7	14,5	4,9	4,6	12,0	0,8	6,9	47,6	2,8	-7,0	36,4
apr.	7,5	8,9	16,5	5,9	4,8	12,8	2,0	10,0	46,3	1,8	-7,1	16,3
mag.	7,2	8,4	19,1	5,3	4,2	11,7	2,2	9,7	43,7	3,8	-6,6	11,9
	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	2,8	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	15,1	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	1,8	4,8	14,6	3,6	7,7	3,9	0,0	0,6	72,7
2005 1° trim.	6,7	7,7	14,9	2,5	5,0	13,9	2,8	9,7	28,5	5,1	-4,2	33,3
2004 dic.	6,8	8,4	14,2	0,4	5,0	14,6	5,1	14,5	15,1	-2,5	-1,4	49,7
2005 gen.	6,6	7,3	14,2	2,4	5,0	15,2	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
feb.	6,9	7,8	14,4	2,8	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,8
mar.	6,7	7,3	18,2	4,6	4,6	12,2	0,8	7,9	42,8	5,0	-6,8	39,4
apr.	7,2	7,6	20,1	5,7	4,8	13,0	2,0	11,4	42,6	3,7	-6,9	10,3
mag.	6,9	7,4	23,0	5,2	4,2	12,1	2,4	11,9	40,2	6,1	-6,6	3,4

F15 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

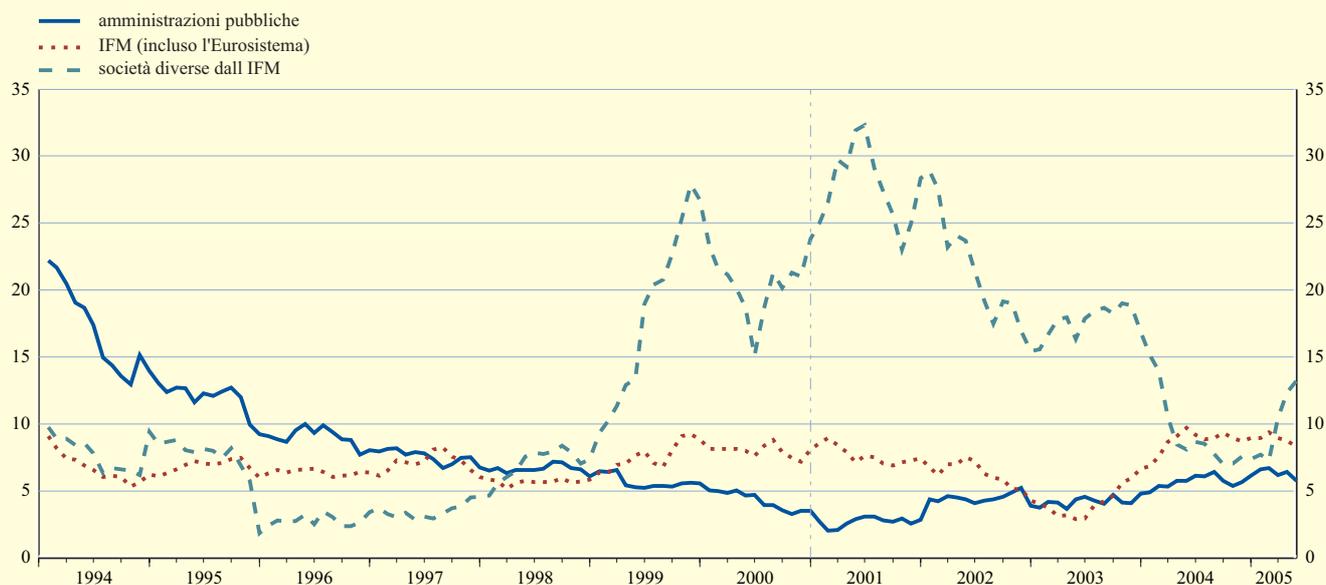
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			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	6,4	3,1	5,8	14,7	16,2	18,4	27,2	8,2	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	-2,4	1,1	30,2
3° trim.	4,9	3,0	3,5	1,1	6,2	13,5	17,5	19,1	27,0	18,3	3,3	25,2
4° trim.	4,3	2,3	2,6	0,7	5,7	12,3	17,7	20,2	22,5	29,4	2,3	18,8
2005 1° trim.	4,7	2,7	3,9	-0,9	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	29,7	7,7	12,4
2004 dic.	4,5	2,5	3,2	-1,1	6,0	12,8	18,0	19,2	23,9	32,9	5,1	17,2
2005 gen.	4,8	2,9	3,6	-0,7	6,2	14,9	18,0	18,5	22,7	30,0	9,4	14,4
feb.	4,9	2,8	3,6	-1,8	6,8	12,9	18,4	20,3	22,6	28,0	6,5	11,9
mar.	4,5	2,3	5,8	1,1	5,6	13,7	19,1	19,6	28,3	29,5	9,3	5,1
apr.	5,1	2,4	5,5	2,8	6,4	15,1	19,2	18,8	34,4	28,6	7,8	5,4
mag.	4,6	2,2	6,2	1,5	5,6	15,1	19,2	17,9	39,6	27,2	7,7	1,7
	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	27,3	8,5	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	-0,4	1,1	28,9
3° trim.	4,7	1,2	7,5	-0,5	6,4	13,8	16,9	18,2	27,3	15,9	3,3	24,1
4° trim.	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,5	22,8	26,9	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,4	6,2	13,8	17,6	18,2	24,1	29,0	7,8	13,0
2004 dic.	4,1	0,7	6,8	-3,0	6,0	12,9	17,5	18,3	24,2	31,9	5,1	18,0
2005 gen.	4,3	0,7	7,5	-2,3	6,1	14,9	17,4	17,5	23,0	29,2	9,5	15,1
feb.	4,4	0,4	7,5	-3,5	6,7	13,0	17,5	18,9	22,9	27,2	6,6	12,4
mar.	4,2	0,2	10,2	0,0	5,6	13,9	18,2	18,0	28,6	29,1	9,7	5,3
apr.	4,8	0,2	9,2	2,0	6,4	15,4	18,6	17,7	34,7	26,9	8,2	5,6
mag.	4,3	0,1	10,3	0,8	5,6	15,5	19,0	17,1	39,7	25,4	8,1	2,8

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'euro¹⁾

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

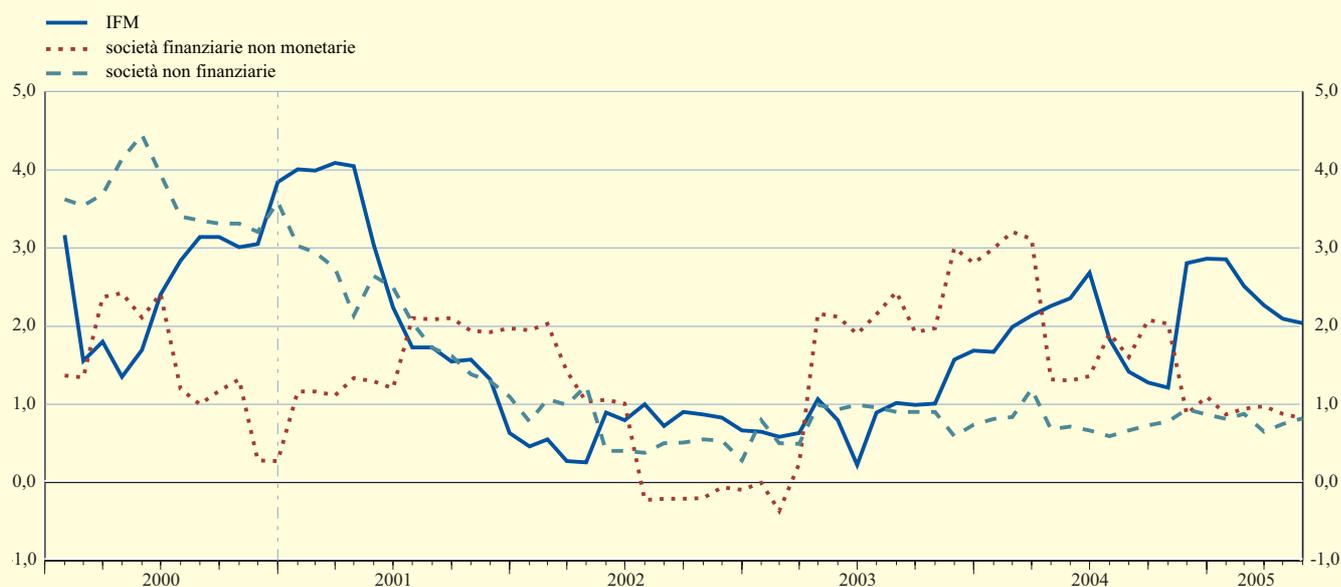
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	102,7	0,9	677,7	2,3	421,8	1,0	3.142,9	0,7
apr.	4.094,1	102,9	1,0	655,5	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,8
mag.	4.279,1	103,0	1,0	684,6	2,0	414,0	0,8	3.180,5	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⁾

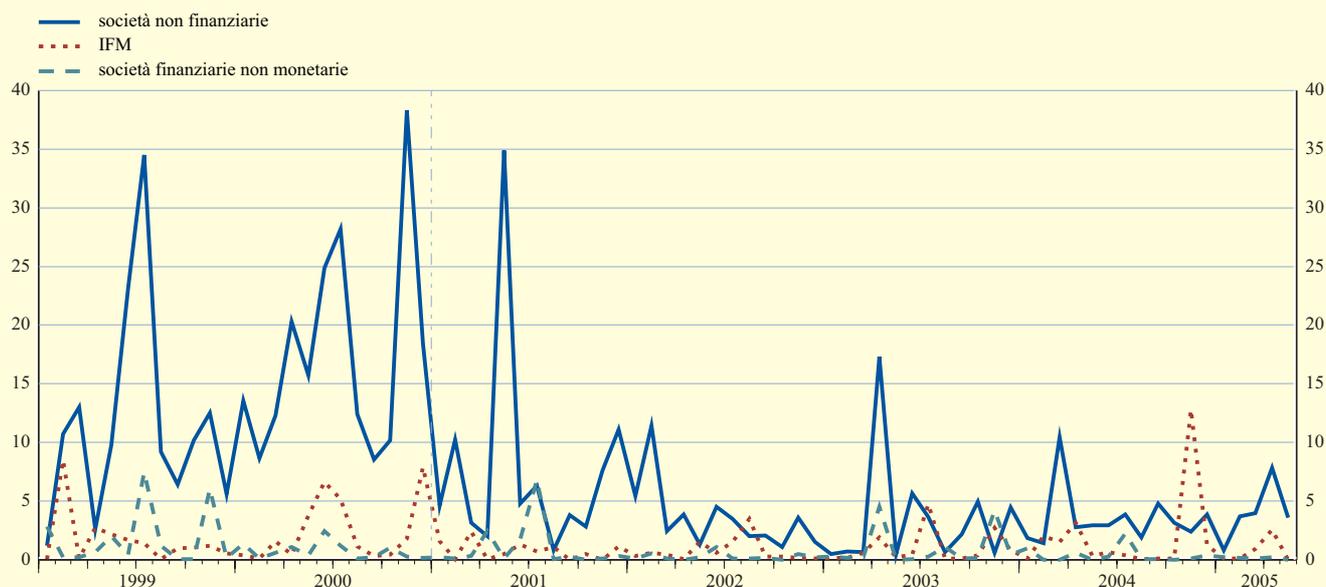
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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	1,8	3,2	0,9	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	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
mag.	3,6	2,4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	3,6	2,1	1,5

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 di 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 di 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 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.	0,74	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	2,33	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	2,00	2,35	3,15	1,99
apr.	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
mag.	0,75	1,93	2,01	2,21	1,98	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00

2. Tassi di 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					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 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.	9,62	6,60	6,64	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,28	3,95	3,97	4,71	4,62
mag.	9,64	6,83	6,55	8,00	7,78	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,87	4,68	4,61

3. Tassi di 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
2004 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	4,10
feb.	5,32	3,91	4,76	4,36	3,02	3,34	3,81
mar.	5,28	3,89	4,51	4,32	3,02	3,48	4,11
apr.	5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,54	3,99
mag.	5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,61	3,80

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 di 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 di interesse sui depositi (consistenze)

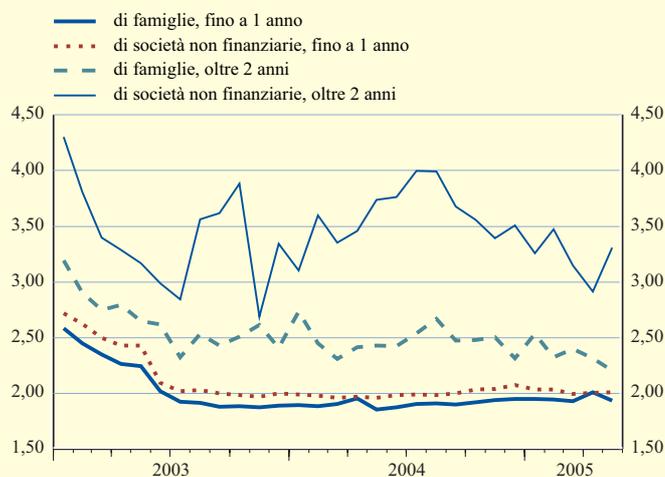
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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.	0,74	1,90	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,72	2,01
feb.	0,74	1,91	3,25	1,97	2,49	0,92	2,13	3,69	2,00
mar.	0,74	1,91	3,22	1,97	2,47	0,94	2,09	3,75	1,99
apr.	0,74	1,92	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,61	1,99
mag.	0,75	1,92	3,19	1,98	2,43	0,95	2,11	3,50	2,00

5. Tassi di 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 giu.	4,84	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	4,38	4,74	8,03	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37	
mag.	4,66	4,36	4,71	8,03	6,86	5,74	4,32	3,85	4,35	

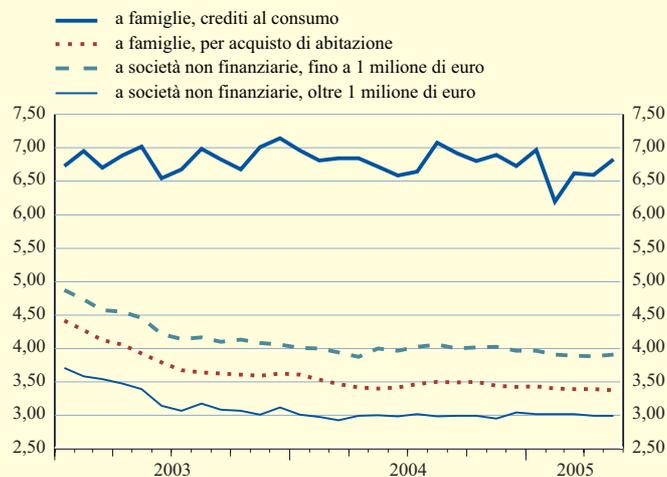
F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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.

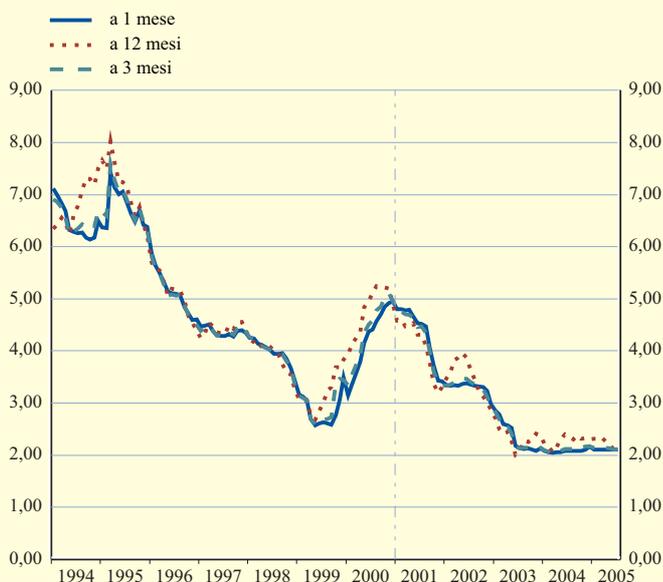
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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 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
lug.	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06

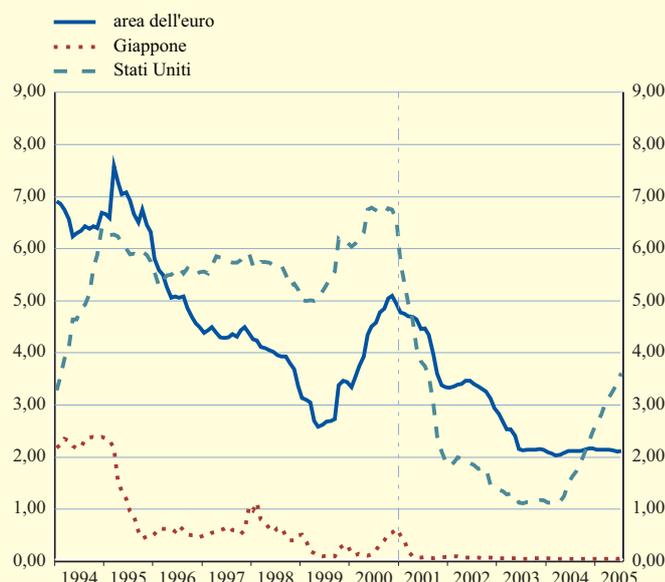
F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



F22 Tassi di 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.

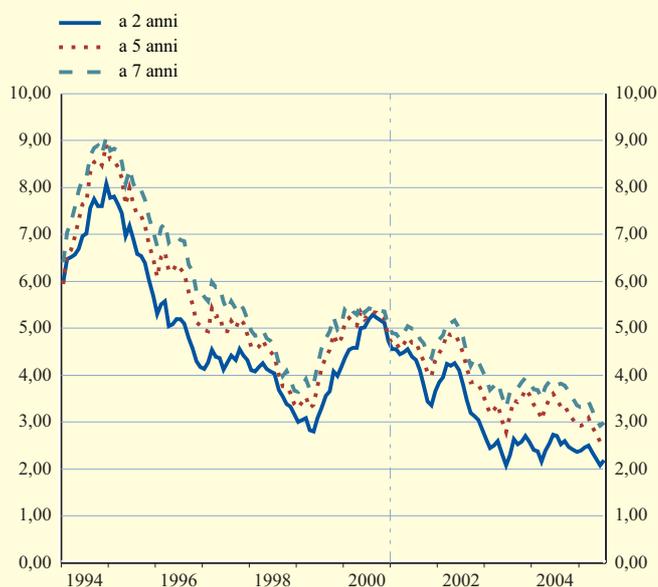
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
lug.	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26

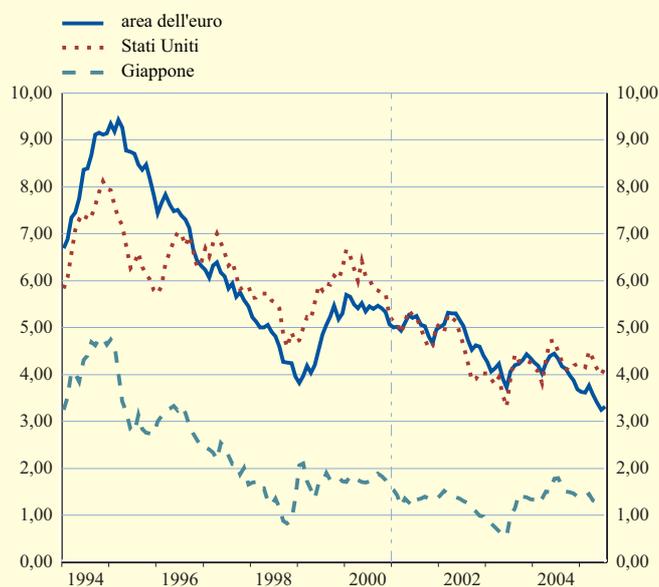
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



F24 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

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

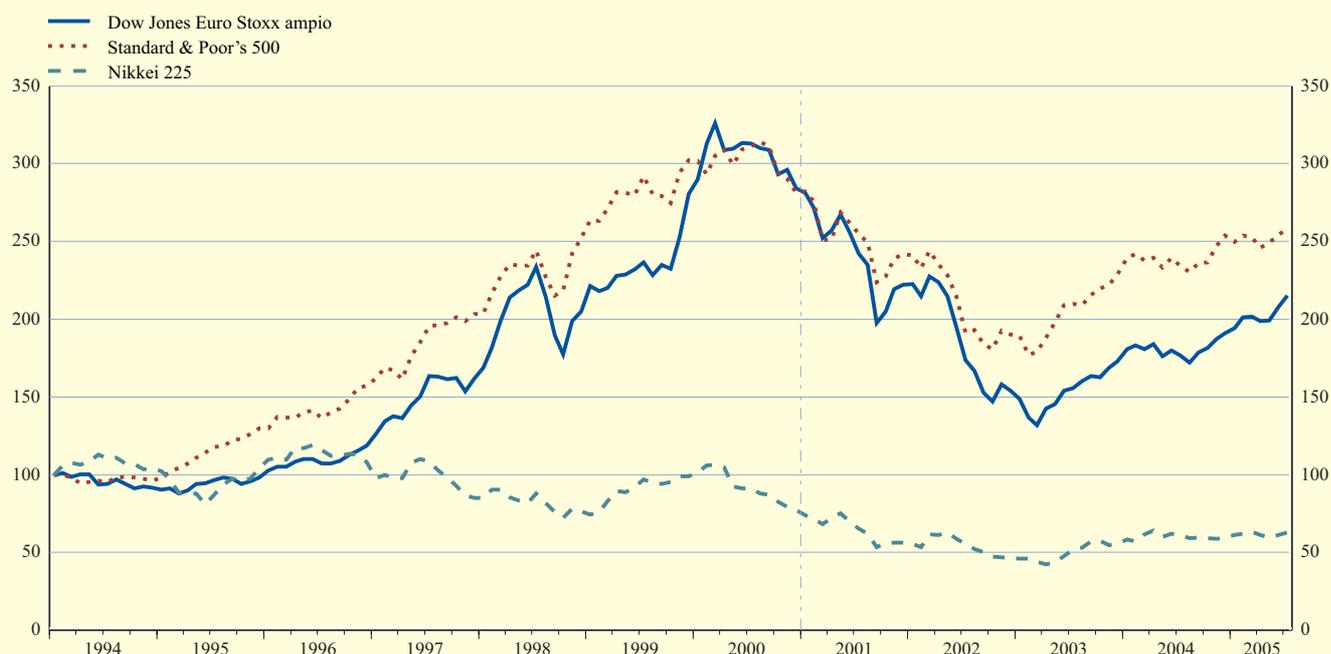
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli e estrat tivo	Finanziari	Indu striali	Alta tecno logia	Servizi pubblici	Telecomu nicazioni	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 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
lug.	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9

F25 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						
	Indice 1996 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		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 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	
2° trim.	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,3	0,1	4,5	0,5	
2005 feb.	116,6	2,1	1,6	1,8	2,4	0,2	0,0	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	2,1	2,2	0,2	0,2	-0,4	0,0	2,3	-0,1	
mag.	118,2	2,0	1,6	1,6	2,5	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,6	0,5	
giu.	118,3	2,1	1,4	1,9	2,2	0,1	0,2	-0,2	0,0	1,6	0,0	
lug. ²⁾	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 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	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
2° trim.	1,3	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
2005 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	2,2	0,4	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,6	3,4
apr.	1,3	1,7	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	1,8	0,4	6,9	2,7	2,2	2,5	-2,2	2,8	3,5
giu.	1,2	1,5	0,6	2,2	0,3	9,4	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,2	3,2
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	Totale al netto dell'energia	
	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		100,0	32,8			
	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	7,1	-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	7,4	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	7,5 ⁶⁾	22,9	1,3	34,5	
2005 1° trim.	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	.	-	22,9	1,9	36,6	
2° trim.	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	.	-	22,4	2,2	42,2	
2005 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	11,7	-	-	24,1	-0,4	40,4	
apr.	109,4	4,3	3,6	2,1	3,6	1,5	0,9	1,4	0,8	13,3	-	-	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	9,8	-	-	13,2	1,2	39,4	
giu.	109,7	4,0	3,1	1,7	2,6	1,4	0,8	1,4	0,7	13,3	-	-	31,9	7,6	45,7	
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,1	9,6	48,3

3. Costo orario del lavoro ⁷⁾

	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	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
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)

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾								
2001	102,3	2,3	1,8	1,6	3,2	1,8	2,5	2,6
2002	104,6	2,3	0,8	1,1	3,5	2,0	3,4	2,5
2003	106,5	1,8	3,0	1,2	2,3	1,8	1,6	2,6
2004	107,5	0,9	-5,6	-0,3	2,5	0,7	1,5	1,7
2004 1° trim.	107,1	1,2	-7,1	0,9	0,9	1,3	1,4	2,0
2° trim.	107,5	0,8	-6,8	-1,5	1,3	0,2	1,2	2,4
3° trim.	107,6	0,5	-3,6	-1,4	4,6	1,1	2,1	0,6
4° trim.	108,0	1,1	-5,0	0,7	3,1	0,3	1,4	1,8
2005 1° trim.	108,8	1,6	.	0,2	6,2	0,6	3,0	1,8
Redditi per occupato								
2001	102,7	2,7	1,1	3,0	3,7	2,6	1,2	3,0
2002	105,3	2,6	2,4	2,7	3,3	2,5	2,3	2,7
2003	107,7	2,3	0,9	2,7	2,5	1,9	1,8	2,6
2004	110,0	2,1	0,5	3,1	2,7	1,5	1,2	2,4
2004 1° trim.	109,3	2,4	-2,4	4,0	2,7	1,5	1,0	2,9
2° trim.	110,0	2,4	0,4	3,3	2,3	1,3	1,1	3,6
3° trim.	110,1	1,8	3,7	2,6	3,2	1,8	1,6	1,3
4° trim.	110,5	1,8	0,3	2,4	2,5	1,6	0,9	2,1
2005 1° trim.	111,5	2,0	.	2,0	3,2	2,3	2,4	1,3
Produttività del lavoro ²⁾								
2001	100,4	0,4	-0,7	1,3	0,5	0,9	-1,3	0,4
2002	100,6	0,2	1,6	1,6	-0,2	0,5	-1,0	0,2
2003	101,1	0,4	-2,0	1,4	0,2	0,1	0,2	0,0
2004	102,2	1,2	6,5	3,4	0,2	0,8	-0,4	0,7
2004 1° trim.	102,1	1,2	5,1	3,1	1,8	0,2	-0,4	0,9
2° trim.	102,3	1,6	7,7	4,8	1,1	1,1	-0,1	1,2
3° trim.	102,3	1,2	7,6	4,1	-1,3	0,6	-0,5	0,7
4° trim.	102,3	0,7	5,5	1,7	-0,6	1,3	-0,5	0,2
2005 1° trim.	102,5	0,4	1,0	1,8	-2,8	1,6	-0,6	-0,4

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 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	2,5	1,7	1,1	0,8
2002	105,0	2,5	2,2	2,1	2,6	1,8	-0,6	-1,8
2003	107,2	2,1	1,8	1,8	2,6	1,3	-0,8	-1,6
2004	109,1	1,8	2,0	2,1	1,9	2,7	1,3	1,5
2004 1° trim.	108,3	2,0	1,5	1,6	2,4	1,9	-0,7	-2,3
2° trim.	109,1	2,2	2,3	2,4	2,8	2,6	1,4	1,4
3° trim.	109,4	1,6	1,9	2,3	0,7	3,0	2,1	3,2
4° trim.	109,7	1,5	2,1	2,1	1,7	3,3	2,3	3,9
2005 1° trim.	110,2	1,8	2,2	1,9	1,5	3,5	2,4	3,9

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	6.882,5	6.778,4	3.970,4	1.372,1	1.450,6	-14,8	104,1	2.557,3	2.453,2
2002	7.124,4	6.951,9	4.088,4	1.444,1	1.441,9	-22,6	172,5	2.595,3	2.422,8
2003	7.323,6	7.179,1	4.207,7	1.499,8	1.466,5	5,1	144,5	2.589,3	2.444,8
2004	7.587,9	7.443,5	4.347,5	1.548,7	1.525,9	21,4	144,4	2.774,1	2.629,7
2004 1° trim.	1.873,7	1.828,9	1.073,4	382,2	372,3	1,0	44,8	667,1	622,3
2° trim.	1.895,1	1.852,7	1.081,9	388,2	379,9	2,6	42,4	691,1	648,8
3° trim.	1.905,5	1.873,6	1.090,4	388,1	384,4	10,7	31,9	704,6	672,7
4° trim.	1.913,7	1.888,3	1.101,7	390,2	389,2	7,2	25,3	711,3	685,9
2005 1° trim.	1.932,5	1.899,8	1.107,8	394,7	389,3	8,1	32,6	708,7	676,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	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.	0,6	0,2	0,5	0,3	-0,3	-	-	1,6	0,4
2° trim.	0,5	0,4	0,1	0,8	0,3	-	-	2,6	2,6
3° trim.	0,3	0,8	0,3	0,7	0,4	-	-	1,1	2,5
4° trim.	0,2	0,4	0,6	0,3	0,6	-	-	0,7	1,3
2005 1° trim.	0,5	0,1	0,3	0,0	-0,4	-	-	-0,6	-1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,7	1,0	1,9	2,3	0,1	-	-	3,7	1,8
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	1,9	1,3	1,4	1,8	-	-	6,2	6,3
2004 1° trim.	1,5	1,2	1,1	2,6	1,1	-	-	3,3	2,5
2° trim.	2,1	1,4	1,1	2,9	1,4	-	-	7,6	6,1
3° trim.	1,8	2,3	1,0	2,8	1,6	-	-	6,2	7,7
4° trim.	1,5	1,8	1,6	2,1	1,1	-	-	6,1	7,0
2005 1° trim.	1,4	1,6	1,3	1,8	1,0	-	-	3,9	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	1,1	0,6	0,5	0,2	-0,2	0,3	-	-
2° trim.	2,1	1,4	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,7	-	-
3° trim.	1,8	2,2	0,6	0,6	0,3	0,7	-0,4	-	-
4° trim.	1,5	1,7	0,9	0,4	0,2	0,2	-0,2	-	-
2005 1° trim.	1,4	1,6	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-

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	6.381,5	160,3	1.385,5	360,9	1.345,3	1.727,2	1.402,3	216,3	717,3
2002	6.615,4	155,7	1.400,9	374,2	1.396,8	1.814,8	1.472,9	231,7	740,7
2003	6.796,8	156,0	1.413,4	389,6	1.428,1	1.879,3	1.530,5	239,1	765,8
2004	7.030,8	157,7	1.455,1	411,9	1.470,1	1.953,9	1.582,1	245,0	802,1
2004 1° trim.	1.735,9	39,5	358,4	100,7	363,4	481,4	392,5	61,2	199,0
2° trim.	1.759,1	39,8	365,0	102,6	367,6	486,9	397,0	62,7	198,7
3° trim.	1.763,8	38,9	366,1	103,1	369,2	491,6	394,8	60,0	201,7
4° trim.	1.772,1	39,5	365,5	105,5	369,8	493,9	397,8	61,2	202,8
2005 1° trim.	1.788,7	39,3	369,4	105,8	374,5	498,6	401,2	61,6	205,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2004	100,0	2,2	20,7	5,9	20,9	27,8	22,5	-	-
<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	3,2	0,6	0,4	1,0	0,8	0,1	3,2	1,2
2° trim.	0,7	1,3	0,9	0,4	0,8	0,7	0,5	2,2	-1,4
3° trim.	0,1	-0,6	-0,1	-0,8	0,2	0,2	0,1	-3,7	0,5
4° trim.	0,2	1,8	-0,5	0,7	0,2	0,2	0,5	1,3	0,6
2005 1° trim.	0,4	-1,4	0,5	-1,7	1,5	0,6	-0,2	-1,1	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	2,0	-1,4	1,3	0,8	2,5	2,9	1,8	5,2	0,9
2002	1,0	-0,1	-0,1	-0,3	1,0	1,5	2,2	2,7	0,4
2003	0,6	-3,9	-0,1	0,3	0,4	1,5	1,2	1,7	1,5
2004	2,2	6,2	2,5	1,5	2,0	2,2	1,7	4,5	1,4
2004 1° trim.	1,4	3,7	0,8	1,7	0,9	1,9	1,7	5,0	3,5
2° trim.	2,4	6,7	3,0	1,4	2,0	2,4	1,9	7,7	1,2
3° trim.	1,9	7,3	2,3	0,4	1,5	2,0	1,4	2,5	1,7
4° trim.	1,7	5,8	0,9	0,7	2,2	2,0	1,2	2,8	0,8
2005 1° trim.	1,4	1,1	0,8	-1,5	2,7	1,8	0,8	-1,4	-0,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	2,0	0,0	0,3	0,0	0,5	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5	-	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,3	-	-
2004	2,2	0,2	0,5	0,1	0,5	0,6	0,4	-	-
2004 1° trim.	1,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,4	-	-
2° trim.	2,4	0,2	0,7	0,1	0,4	0,6	0,4	-	-
3° trim.	1,9	0,2	0,5	0,0	0,3	0,5	0,3	-	-
4° trim.	1,7	0,1	0,2	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
2005 1° trim.	1,4	0,0	0,2	-0,1	0,6	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	2,1	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	102,2	3,0	3,2	3,1	2,6	4,7	1,5	2,9	1,2	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.	-0,1	102,4	0,8	0,6	0,4	1,0	2,0	-0,4	-3,4	0,1	1,4	-3,7
2004 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.	3,0	102,8	2,1	2,6	2,5	3,3	2,9	1,3	-2,6	2,0	0,1	2,2
feb.	-0,8	102,2	0,4	0,1	-0,2	0,3	1,4	-0,7	-3,6	-0,1	2,1	-3,8
mar.	-2,1	102,1	0,1	-0,8	-0,9	-0,5	1,8	-1,7	-3,9	-1,4	2,2	-8,7
apr.	.	102,9	1,2	2,0	1,8	0,4	2,9	0,8	-0,8	1,1	0,3	.
mag.	.	102,6	0,2	-0,2	-0,7	-0,4	0,7	0,6	-3,7	1,4	1,0	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2004 dic.	1,2	-	0,4	0,6	0,4	0,4	-0,4	1,1	0,0	1,3	1,2	0,7
2005 gen.	0,3	-	0,3	0,6	0,8	0,9	1,2	0,1	0,7	0,0	-2,4	1,2
feb.	-1,6	-	-0,6	-1,1	-1,2	-1,5	-0,6	-0,9	-0,1	-1,1	3,8	-3,6
mar.	-1,0	-	-0,1	-0,4	-0,4	-1,0	1,2	-0,4	-0,5	-0,4	1,2	-4,9
apr.	.	-	0,8	1,9	1,7	1,2	0,0	1,5	1,9	1,4	-4,9	.
mag.	.	-	-0,3	-1,0	-1,1	-0,4	0,0	-0,3	-1,6	-0,1	2,2	.

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	12	13
2002	98,2	-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	105,9	8,2	105,9	4,9	1,6	102,8	0,8	0,7	0,7	0,4	2,2	922	1,1
2004 3° trim.	105,2	7,2	106,5	5,7	1,4	102,9	0,7	0,3	0,9	1,3	2,0	904	-3,4
4° trim.	110,0	9,9	107,1	5,1	1,6	103,1	1,0	1,1	0,6	0,8	1,7	941	3,6
2005 1° trim.	106,3	3,0	106,8	2,5	1,9	103,9	1,0	1,0	1,0	0,6	0,5	921	0,4
2° trim.	.	.	.	.	.	103,6	0,7	0,2	0,8	.	.	938	1,0
2005 gen.	108,1	6,9	106,4	5,4	1,2	104,1	0,7	0,1	0,8	-1,1	0,6	922	1,5
feb.	105,5	3,3	106,9	3,3	2,0	103,7	1,1	1,5	0,8	-0,9	0,5	910	-2,3
mar.	105,2	-0,4	107,2	-0,4	2,4	103,8	1,4	1,5	1,5	3,6	0,5	931	1,7
apr.	106,9	1,7	111,0	4,3	0,4	102,7	-0,8	-2,1	-0,1	1,0	-0,1	939	1,0
mag.	105,3	-3,2	107,9	5,0	2,9	103,9	1,9	1,6	1,9	1,8	2,1	894	-4,2
giu.	.	.	.	.	.	104,2	0,9	1,2	0,4	.	.	981	6,1
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2005 gen.	-	-7,2	-	-1,9	0,7	-	0,9	0,7	0,7	1,1	0,3	-	-0,3
feb.	-	-2,5	-	0,5	-0,1	-	-0,3	-0,2	-0,3	-1,1	-0,4	-	-1,4
mar.	-	-0,3	-	0,2	-0,1	-	0,0	-0,2	0,3	1,6	0,3	-	2,3
apr.	-	1,6	-	3,6	-0,2	-	-1,0	-1,9	-0,5	0,7	0,0	-	0,9
mag.	-	-1,4	-	-2,8	0,8	-	1,1	2,1	0,5	-1,8	0,7	-	-4,8
giu.	-	.	-	.	.	-	0,4	0,2	0,3	.	.	-	9,7

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 costituiscono il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 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	81,6	-13	-3	-13	29	-8
2° trim.	96,3	-10	-20	13	4	81,2	-14	-3	-16	31	-7
2005 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	81,2	-13	-3	-14	29	-8
mag.	96,1	-11	-21	14	3	-	-15	-4	-17	31	-7
giu.	96,3	-10	-20	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
lug.	97,3	-8	-18	11	4	81,2	-15	-4	-19	30	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
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 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	-21	-8	-9	-16	14	2	9	1	8	17
lug.	-13	-20	-7	-10	-13	15	-3	11	5	11	18

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	25,0	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,495	1,5	1,7	0,3	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,454	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,811	0,3	0,3	0,3	-1,8	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,578	0,6	0,4	1,4	-0,3	-1,6	1,0	0,8	2,5	0,8
2004 1° trim.	135,952	0,3	0,2	0,7	-1,3	-2,2	-0,1	0,8	2,5	0,8
2° trim.	136,302	0,5	0,4	1,3	-0,8	-1,7	0,6	0,9	2,7	0,7
3° trim.	136,604	0,6	0,3	1,7	0,2	-1,8	1,9	0,7	2,3	0,8
4° trim.	136,931	0,9	0,7	1,7	0,5	-0,8	1,6	1,0	2,4	1,0
2005 1° trim.	137,220	1,0	0,9	1,4	0,4	-0,9	2,2	0,9	2,5	1,4
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2004 1° trim.	0,174	0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,7	-0,1	0,1	1,1	0,3
2° trim.	0,350	0,3	0,2	0,8	0,0	0,1	0,7	0,3	0,4	0,2
3° trim.	0,302	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,1
4° trim.	0,327	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	-0,4	0,2	0,6	0,3
2005 1° trim.	0,289	0,2	0,4	-0,7	-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	12,867	8,9	9,731	7,6	3,136	17,9	6,166	7,6	6,701	10,5
2004 2° trim.	12,887	8,9	9,710	7,6	3,177	18,1	6,152	7,6	6,735	10,6
3° trim.	12,901	8,9	9,756	7,6	3,145	18,0	6,155	7,5	6,746	10,6
4° trim.	12,861	8,8	9,762	7,6	3,100	17,9	6,261	7,7	6,600	10,4
2005 1° trim.	12,864	8,8	9,601	7,5	3,263	18,6	6,209	7,6	6,654	10,4
2° trim.	12,769	8,8	9,638	7,5	3,130	18,0	6,183	7,5	6,586	10,3
2005 gen.	12,836	8,8	9,571	7,5	3,265	18,6	6,233	7,6	6,603	10,3
feb.	12,869	8,8	9,639	7,5	3,230	18,4	6,154	7,5	6,715	10,5
mar.	12,886	8,8	9,593	7,5	3,293	18,8	6,240	7,6	6,645	10,4
apr.	12,896	8,8	9,678	7,5	3,217	18,4	6,239	7,6	6,656	10,4
mag.	12,725	8,7	9,671	7,5	3,054	17,6	6,176	7,5	6,549	10,2
giu.	12,685	8,7	9,565	7,5	3,120	17,9	6,133	7,5	6,553	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		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	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⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-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	-3,7	-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) I saldi sono calcolati utilizzando il PIL escludendo i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM). Sono 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				Altri creditori ³⁾
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
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		
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	o valute dei paesi membri ⁵⁾	Euro	Altre valute
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2	
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2	
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2	
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1	
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0	
2000	70,0	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 ⁶⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,1	114,8	56,3	56,8	35,8	110,9	7,2	52,9	67,0	55,9	43,8
2002	105,4	60,6	112,2	53,2	58,8	32,6	108,3	7,5	52,6	66,8	58,5	42,5
2003	100,0	64,0	109,3	49,4	63,2	32,0	106,8	7,1	54,3	65,2	60,1	45,3
2004	95,6	66,1	110,5	46,9	65,0	29,9	106,6	7,5	55,7	64,4	61,9	45,3

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) I saldi sono calcolati utilizzando il PIL escludendo i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM).

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⁾											Altro ¹⁰⁾
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli 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.	44,3	43,7	10,8	13,4	16,0	2,0	0,7	0,6	0,2	40,4
2° trim.	48,3	47,7	13,6	13,6	16,2	2,1	1,4	0,6	0,3	43,6
3° trim.	45,4	44,8	11,9	13,2	16,2	2,0	0,8	0,5	0,3	41,5
4° trim.	51,5	50,8	14,4	14,7	17,0	2,9	0,9	0,7	0,3	46,4
2000 1° trim.	44,1	43,5	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,3
2° trim.	48,2	47,7	14,0	13,6	15,9	2,1	1,2	0,6	0,3	43,8
3° trim.	45,0	44,5	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,5	0,3	41,1
4° trim.	50,7	50,1	14,1	14,3	16,8	3,0	0,9	0,6	0,3	45,6
2001 1° trim.	43,0	42,5	10,6	12,9	15,5	1,8	0,9	0,5	0,2	39,3
2° trim.	47,7	47,1	13,7	13,1	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,9
3° trim.	44,5	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,5	0,3	40,6
4° trim.	50,1	49,5	13,8	14,1	16,6	3,0	1,1	0,6	0,3	44,8
2002 1° trim.	42,7	42,2	10,3	13,0	15,7	1,7	0,8	0,5	0,2	39,2
2° trim.	46,4	45,8	12,8	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,7
3° trim.	44,5	44,0	11,4	13,0	15,8	2,0	0,8	0,5	0,3	40,5
4° trim.	50,0	49,4	13,7	14,4	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,9
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.	47,0	45,4	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
3° trim.	43,8	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,6	0,3	40,1
4° trim.	50,3	49,2	13,4	14,6	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,7
2004 1° trim.	42,3	41,7	9,8	13,1	15,7	1,6	0,6	0,6	0,3	38,8
2° trim.	45,8	44,8	12,3	13,2	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,8
3° trim.	43,6	43,0	10,9	12,9	15,7	1,9	0,7	0,6	0,3	39,9
4° trim.	50,5	49,5	13,3	14,8	16,6	2,9	0,8	1,0	0,4	45,1
2005 1° trim.	42,8	42,3	10,2	13,3	15,6	1,5	0,6	0,6	0,3	39,4

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.	47,9	44,5	10,5	4,4	4,5	25,1	21,7	1,3	3,3	2,0	1,4	-3,6	1,0
2° trim.	47,9	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.	47,9	44,2	10,4	4,6	4,0	25,2	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
4° trim.	51,2	46,4	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,1
2000 1° trim.	46,7	43,3	10,3	4,5	4,1	24,3	21,1	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,5	1,6
2° trim.	47,1	43,6	10,5	4,6	3,9	24,5	21,1	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
3° trim.	43,8	43,4	10,2	4,6	4,0	24,6	21,2	1,5	0,4	2,5	1,2	1,2	5,2
4° trim.	50,4	46,5	11,1	5,3	3,8	26,2	22,3	1,7	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 1° trim.	46,1	42,7	10,2	4,1	4,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,1	0,9
2° trim.	47,2	43,6	10,4	4,7	3,9	24,5	21,1	1,4	3,6	2,4	1,2	0,5	4,4
3° trim.	47,2	43,4	10,2	4,6	3,9	24,6	21,3	1,5	3,9	2,5	1,3	-2,8	1,2
4° trim.	51,9	46,8	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.	46,6	43,1	10,4	4,2	3,8	24,7	21,5	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,9	-0,2
2° trim.	47,5	44,0	10,5	4,9	3,7	24,9	21,5	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,1	2,5
3° trim.	47,8	44,0	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	47,2	11,2	5,7	3,4	26,9	23,0	1,6	4,6	2,8	1,7	-1,7	1,7
2003 1° trim.	47,2	43,6	10,4	4,3	3,6	25,2	21,8	1,2	3,6	2,0	1,6	-4,5	-0,9
2° trim.	48,3	44,7	10,6	4,8	3,5	25,8	22,1	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,2
3° trim.	47,9	44,2	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,1	-0,8
4° trim.	52,1	47,1	11,2	5,7	3,2	27,0	23,2	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,4
2004 1° trim.	46,9	43,5	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,3
2° trim.	47,4	44,0	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,6
3° trim.	47,1	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	22,0	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
4° trim.	51,9	46,7	11,1	5,7	3,1	26,8	23,1	1,4	5,2	3,2	1,9	-1,4	1,7
2005 1° trim.	47,0	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	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	46,8	102,7	27,7	-28,0	-55,7	17,4	64,2	-5,5	-78,1	72,8	-1,7	-10,8	12,3	-58,7
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.	15,8	20,1	6,7	3,1	-14,0	5,9	21,7	-25,4	-44,1	27,3	-4,8	-6,1	2,4	3,7
2005 1° trim.	0,8	14,5	2,8	-4,4	-12,2	1,2	2,0	34,4	-24,1	2,6	-7,4	58,5	4,8	-36,4
2004 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.	3,4	8,4	4,1	-3,5	-5,6	0,6	4,1	-30,4	-13,4	-1,5	-4,0	-12,4	0,9	26,3
nov.	4,7	4,5	1,2	3,5	-4,4	1,0	5,7	28,4	-5,8	-10,1	1,5	42,8	-0,1	-34,1
dic.	7,6	7,2	1,4	3,1	-4,0	4,3	12,0	-23,4	-24,9	38,8	-2,2	-36,6	1,5	11,4
2005 gen.	-6,6	0,8	0,3	-4,0	-3,6	-0,7	-7,3	24,4	-9,3	-15,7	-3,5	54,5	-1,6	-17,2
feb.	4,4	5,9	1,1	0,0	-2,7	1,1	5,5	28,6	0,2	20,9	1,2	1,4	4,9	-34,1
mar.	2,9	7,9	1,3	-0,4	-5,9	0,9	3,8	-18,6	-15,1	-2,5	-5,1	2,7	1,5	14,8
apr.	-10,1	4,2	2,3	-12,5	-4,2	0,3	-9,8	-17,8	-4,8	-11,0	-0,6	-0,6	-0,8	27,6
mag.	-3,9	6,6	1,9	-7,1	-5,3	1,6	-2,3	40,6	3,8	24,0	0,0	10,1	2,6	-38,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2005 mag.	18,6	80,5	26,4	-28,1	-60,3	14,1	32,7	46,0	-78,3	81,8	-12,1	42,8	11,7	-78,7

F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

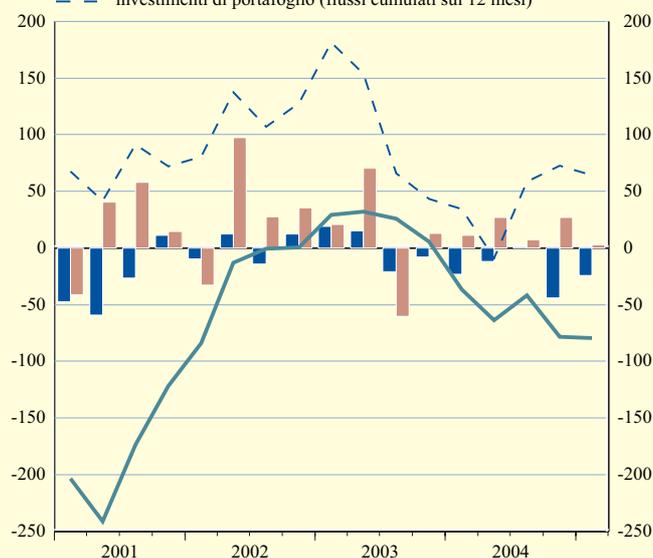
■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



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

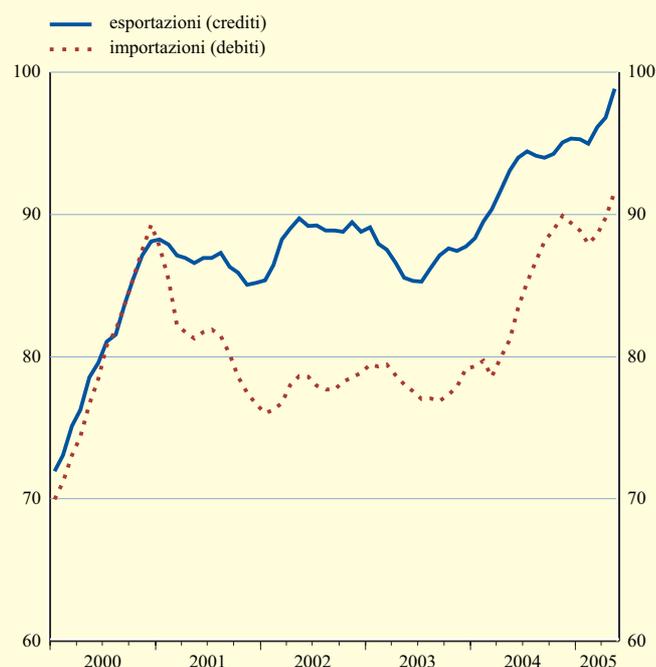
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

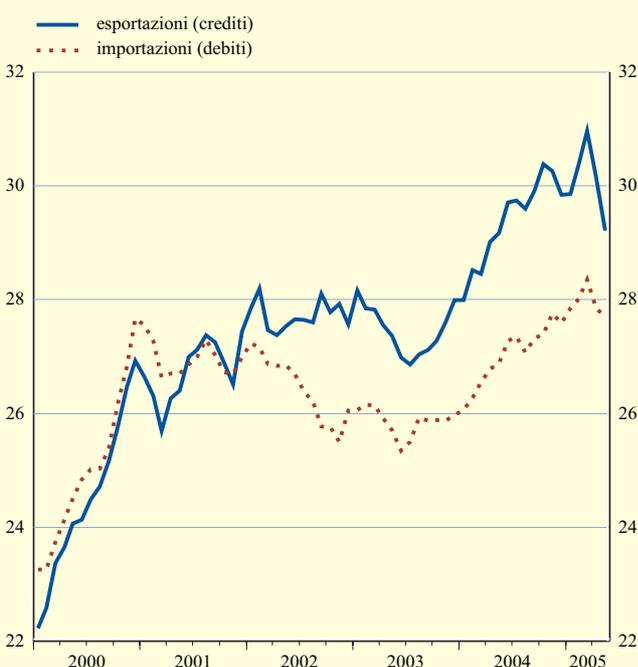
	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2002	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	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	1.819,0	1.772,3	46,8	1.129,6	1.026,9	355,5	327,8	254,0	281,9	80,0	135,7	23,5	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.	480,4	464,7	15,8	298,8	278,8	92,1	85,5	71,4	68,4	18,0	32,0	7,6	1,6
2005 1° trim.	457,0	456,3	0,8	278,3	263,8	83,0	80,2	63,4	67,8	32,4	44,5	4,7	3,5
2005 mar.	163,1	160,2	2,9	101,8	93,9	29,3	28,0	24,7	25,0	7,3	13,3	1,7	0,8
apr.	160,1	170,2	-10,1	99,2	95,0	28,4	26,1	26,9	39,4	5,5	9,7	0,9	0,6
mag.	159,0	162,9	-3,9	100,9	94,2	28,3	26,4	24,4	31,5	5,5	10,8	2,1	0,4
	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.	464,1	455,6	8,5	285,9	268,2	89,5	82,8	68,9	71,1	19,8	33,6	.	.
2005 1° trim.	469,3	466,3	3,0	288,4	265,8	92,9	85,0	67,2	75,8	20,7	39,7	.	.
2004 set.	152,6	152,3	0,3	93,7	88,6	30,6	28,2	21,7	24,0	6,6	11,5	.	.
ott.	155,1	151,5	3,7	95,6	89,9	30,8	27,4	22,2	23,5	6,6	10,6	.	.
nov.	156,0	154,1	1,9	95,9	91,1	29,4	27,6	24,2	24,4	6,5	11,0	.	.
dic.	153,0	150,1	2,9	94,5	87,2	29,3	27,7	22,6	23,1	6,7	12,0	.	.
2005 gen.	156,2	157,0	-0,8	95,5	88,3	30,9	28,2	22,9	25,9	6,9	14,7	.	.
feb.	152,7	151,2	1,5	94,9	88,3	31,0	28,1	20,0	23,6	6,7	11,2	.	.
mar.	160,4	158,1	2,3	98,0	89,3	31,1	28,7	24,2	26,3	7,1	13,8	.	.
apr.	159,2	158,5	0,8	97,6	91,7	28,4	26,7	25,7	29,6	7,6	10,5	.	.
mag.	160,7	159,7	0,9	101,0	93,8	28,2	27,7	24,2	26,7	7,3	11,6	.	.

F28 Conto dei beni

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


F29 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

3. Conto dei redditi

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	238,9	275,6	66,7	56,8	11,8	11,2	23,9	56,6	73,9	79,3	62,7	71,7
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	67,5	66,8	22,7	12,7	3,1	3,4	5,4	10,2	19,4	21,3	16,8	19,2
2005 1° trim.	3,7	1,5	59,8	66,3	13,8	12,9	2,8	2,8	6,1	11,2	19,2	19,0	18,0	20,4

4. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-155,4	-163,8	-18,0	-145,8	8,4	0,1	8,3	77,3	75,3	3,2	72,1	2,1	0,8	1,3
2004 1° trim.	-28,4	-22,5	-4,9	-17,6	-5,9	-0,1	-5,8	5,4	13,5	-0,7	14,2	-8,1	-0,3	-7,8
2° trim.	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
3° trim.	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
4° trim.	-82,7	-89,0	-8,4	-80,5	6,3	0,1	6,2	38,5	33,5	1,8	31,7	5,1	-0,1	5,1
2005 1° trim.	-36,4	-20,1	-2,8	-17,3	-16,3	0,1	-16,4	12,3	12,0	0,5	11,5	0,3	0,3	0,0
2004 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.	-31,9	-25,0	0,0	-25,0	-6,9	0,0	-6,9	18,4	10,8	0,5	10,3	7,6	0,0	7,6
nov.	-25,4	-24,4	-13,2	-11,2	-1,0	0,1	-1,1	19,6	11,6	0,6	11,0	8,0	0,0	8,0
dic.	-25,4	-39,5	4,8	-44,3	14,1	0,0	14,1	0,5	11,0	0,7	10,3	-10,5	0,0	-10,5
2005 gen.	-11,8	-7,6	-0,5	-7,1	-4,2	0,0	-4,2	2,5	4,6	0,1	4,5	-2,1	0,1	-2,1
feb.	-2,9	-0,6	-1,5	0,9	-2,3	0,0	-2,3	3,1	3,0	0,4	2,6	0,1	0,1	0,1
mar.	-21,8	-11,9	-0,8	-11,1	-9,9	0,1	-10,0	6,7	4,4	0,0	4,4	2,2	0,2	2,1
apr.	-12,3	2,1	-1,3	3,4	-14,4	0,0	-14,4	7,4	8,5	0,3	8,2	-1,1	0,1	-1,2
mag.	5,6	-5,5	-0,6	-4,9	11,1	0,1	11,0	-1,8	-1,9	0,2	-2,2	0,1	0,0	0,1

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 note					Strumenti di mercato monetario					
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
				Amministrazioni pubbliche										Amministrazioni pubbliche	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	-21,9	-52,3	-2,4	123,1	1,2	-80,8	-72,3	-1,3	211,4	-0,1	-42,9	-14,6	0,2	21,8
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	-19,9	-0,2	68,1	0,6	-20,7	-22,2	-0,5	32,0	-0,1	-12,6	4,8	4,3	-1,8
2005 1° trim.	0,0	-27,6	-20,8	-0,9	36,0	-0,1	-35,6	-39,2	-0,3	45,6	0,3	5,7	-6,2	-3,6	44,6
2004 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	-10,6	-	14,6	0,3	-13,7	-5,1	-	11,7	-0,1	0,6	0,2	-	4,3
nov.	0,0	-9,1	-5,6	-	23,5	0,4	-5,9	-10,4	-	8,4	0,2	-14,5	5,0	-	-2,0
dic.	0,0	11,9	-3,6	-	30,0	-0,1	-1,1	-6,7	-	11,9	-0,1	1,3	-0,4	-	-4,2
2005 gen.	0,0	-9,2	-7,5	-	12,3	-0,1	-27,1	-2,1	-	4,7	0,2	-4,1	-5,8	-	23,0
feb.	0,0	-16,5	-3,7	-	6,8	-0,2	-3,9	-16,3	-	37,6	0,1	17,1	-1,8	-	1,8
mar.	0,0	-1,8	-9,5	-	16,9	0,2	-4,6	-20,8	-	3,3	0,0	-7,3	1,4	-	19,7
apr.	0,0	11,3	-3,0	-	-46,7	-0,9	-8,3	-15,1	-	57,0	-0,3	-12,9	3,2	-	4,8
mag.	0,0	6,7	-10,9	-	26,6	-0,1	-18,1	-4,4	-	29,8	0,0	-3,6	-5,3	-	3,3

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		
							Banconote, monete e depositi	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività			Attività	Passività
	1	2	3	4	5	6							7	8			9	10	11	12	13	14	15	16
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-288,7	277,9	0,1	7,3	-1,8	-1,9	-2,7	-259,6	246,5	-19,9	0,5	-239,7	246,0	-27,4	-5,4	26,8
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.	-73,3	67,1	1,4	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,0	59,3	0,7	-0,8	-74,7	60,1	-4,1	7,8	5,7
2005 1° trim.	-172,2	230,7	0,5	4,7	4,4	3,2	0,3	-127,6	194,8	-22,0	9,0	-105,6	185,8	-49,5	-19,1	30,8
2004 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.	-15,6	3,2	-0,2	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,7	-0,3	8,3	5,3	-18,0	-5,6	-7,7	-0,6	2,0
nov.	-66,6	109,5	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,0	97,3	-0,4	3,3	-59,6	94,1	-6,8	-1,5	9,1
dic.	8,9	-45,5	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,3	-37,8	-7,3	-9,4	2,9	-28,4	10,4	9,9	-5,3
2005 gen.	-51,4	105,9	0,7	3,9	0,4	-1,1	2,6	-34,1	94,1	-9,1	11,5	-25,0	82,6	-18,4	-16,1	5,3
feb.	-65,3	66,7	0,1	-3,5	-1,6	0,4	-4,3	-61,1	62,0	-8,4	4,7	-52,7	57,3	-2,7	5,1	12,5
mar.	-55,4	58,1	-0,2	4,3	5,7	3,9	2,0	-32,4	38,8	-4,5	-7,1	-27,9	45,9	-28,5	-8,1	13,0
apr.	-119,2	118,6	0,1	0,0	-5,7	-5,7	-2,1	-97,7	92,2	-10,4	0,2	-87,3	92,0	-16,0	9,8	28,5
mag.	-11,1	21,1	-0,8	2,6	-0,2	1,8	0,4	18,8	19,1	-4,6	10,8	23,4	8,3	-28,9	-4,6	-0,9

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		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	-0,3	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
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	-0,3	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-0,1
2005 1° trim.	0,5	0,0	4,7	0,0	0,0	5,0	1,8	3,2	-0,5	0,0	0,6	-0,2

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
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	-256,5	-3,1	243,6	2,9	-4,2	-18,0	-12,6	-5,4	-5,2	8,3	18,0	0,6
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.	-75,8	1,8	59,6	-0,3	0,0	-2,3	-10,1	7,8	-1,8	2,2	4,2	-0,6
2005 1° trim.	-125,7	-1,9	192,0	2,8	-3,0	-43,7	-24,6	-19,1	-2,9	3,2	23,2	4,5

8. Riserve ufficiali

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera						Altre attività	
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	12,3	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,8	3,7	0,3	17,8	-11,3	-0,1	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.	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,3	-2,6	-0,1	0,0
2005 1° trim.	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,3	-2,9	0,0	0,0

Fonte: BCE.

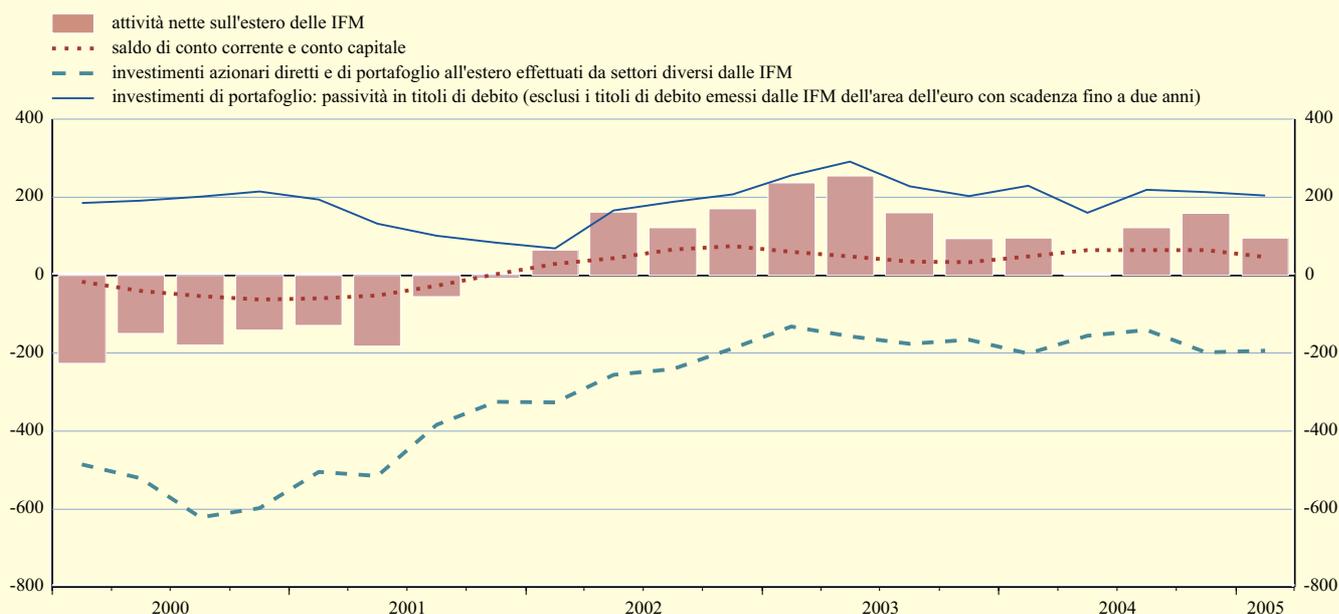
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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 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	170,4
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,1
2004	64,2	-137,4	76,5	-139,1	113,1	213,3	-29,2	24,1	-1,7	-58,7	124,9	158,2
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	36,3
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.	21,7	-74,3	38,6	-37,4	75,5	16,8	-0,7	4,1	-4,8	3,7	43,3	57,2
2005 1° trim.	2,0	-33,7	12,0	-66,2	28,9	71,0	-45,1	31,2	-7,4	-36,4	-43,8	-26,4
2004 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.	4,1	-31,9	18,5	-15,5	13,3	13,2	-5,7	2,2	-4,0	26,3	20,4	20,3
nov.	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,5
dic.	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,3
2005 gen.	-7,3	-11,2	2,4	-15,4	9,2	22,6	-18,0	7,9	-3,5	-17,2	-30,5	-17,4
feb.	5,5	-1,4	3,0	-21,8	13,9	35,9	-4,3	8,2	1,2	-34,1	6,1	13,6
mar.	3,8	-21,1	6,5	-29,0	5,8	12,6	-22,8	15,0	-5,1	14,8	-19,4	-22,6
apr.	-9,8	-11,0	7,3	-14,9	-57,2	59,0	-21,6	26,4	-0,6	27,6	5,1	1,8
mag.	-2,3	6,1	-1,8	-20,6	14,9	31,1	-29,1	-0,5	0,0	-38,3	-40,5	-39,0
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2005 mag.	32,7	-134,7	72,3	-176,0	113,6	252,9	-96,2	71,2	-12,1	-78,7	45,0	72,5

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 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	1.845,1	679,8	37,6	60,1	368,4	155,8	58,0	24,6	48,7	126,6	312,7	652,7
Beni	1.141,8	399,9	25,7	42,4	204,4	127,2	0,3	14,7	32,9	66,5	172,4	455,5
Servizi	361,2	127,4	6,8	9,6	89,7	17,1	4,2	4,8	10,5	35,5	73,6	109,4
Redditi	261,3	93,2	4,7	7,6	65,4	10,1	5,3	4,5	5,0	18,4	60,1	80,1
di cui: redditi da capitale	246,2	88,3	4,6	7,5	63,9	10,0	2,4	4,4	5,0	12,2	58,4	77,9
Trasferimenti correnti	80,8	59,4	0,4	0,5	9,0	1,3	48,2	0,6	0,3	6,2	6,6	7,7
Conto capitale	23,2	20,8	0,0	0,0	0,6	0,1	20,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
Debiti												
Conto corrente	1.813,7	602,4	34,1	57,5	291,1	131,6	88,0	19,0	83,8	120,8	267,3	720,6
Beni	1.052,2	312,7	24,3	38,9	143,9	105,7	0,0	8,6	51,7	52,5	112,8	513,9
Servizi	332,6	98,8	5,8	7,3	65,4	20,1	0,2	4,9	7,1	30,2	73,7	117,9
Redditi	287,2	96,5	3,8	10,5	74,0	4,3	4,0	3,8	24,6	32,8	71,6	57,9
di cui: redditi da capitale	280,7	93,3	3,7	10,4	73,1	2,2	4,0	3,7	24,5	32,3	70,7	56,2
Trasferimenti correnti	141,7	94,4	0,3	0,9	7,7	1,6	83,9	1,7	0,3	5,2	9,2	30,9
Conto capitale	8,0	0,9	0,0	0,0	0,4	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	6,4
Saldo												
Conto corrente	31,3	77,5	3,5	2,5	77,3	24,1	-30,0	5,6	-35,1	5,8	45,4	-67,9
Beni	89,5	87,2	1,4	3,5	60,4	21,6	0,2	6,1	-18,8	14,0	59,5	-58,4
Servizi	28,6	28,7	1,1	2,2	24,3	-2,9	4,0	-0,1	3,4	5,3	-0,1	-8,6
Redditi	-26,0	-3,4	0,9	-2,9	-8,6	5,8	1,4	0,7	-19,6	-14,5	-11,5	22,3
di cui: redditi da capitale	-34,6	-5,0	0,9	-2,9	-9,2	7,8	-1,6	0,7	-19,5	-20,1	-12,3	21,7
Trasferimenti correnti	-60,9	-35,0	0,1	-0,3	1,3	-0,3	-35,7	-1,1	0,0	1,0	-2,5	-23,1
Conto capitale	15,2	19,9	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,0	0,8	-5,5

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 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-79,2	-26,9	5,3	-1,3	-26,4	-4,5	0,0	-4,9	-6,1	12,0	12,6	-43,5	-22,5
All'estero	-163,4	-70,2	2,0	-6,6	-55,1	-10,5	0,0	0,6	-10,3	3,4	-3,6	-52,1	-31,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-161,4	-63,1	-0,8	-2,3	-44,8	-15,2	0,0	1,2	-8,4	0,4	-18,9	-51,5	-21,2
Debito	-2,0	-7,1	2,9	-4,3	-10,3	4,6	0,0	-0,6	-1,9	3,0	15,3	-0,7	-10,0
Nell'area dell'euro	84,2	43,3	3,3	5,3	28,7	6,0	0,0	-5,5	4,2	8,5	16,2	8,7	8,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	73,7	38,6	0,6	4,2	32,8	1,0	0,0	-6,5	1,2	7,4	18,8	12,0	2,3
Debito	10,5	4,7	2,7	1,1	-4,1	5,0	0,0	1,0	3,0	1,2	-2,6	-3,3	6,5

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 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-311,5	-126,1	-2,9	-5,1	-95,0	-15,6	-7,5	-4,8	-41,8	-4,9	-43,3	-50,6	-40,0
Azioni e altre partecipazioni	-91,9	-22,4	3,0	-1,3	-21,9	-2,0	-0,1	-1,7	-18,8	-4,3	-18,4	-16,3	-10,0
Titoli di debito	-219,6	-103,6	-5,8	-3,8	-73,1	-13,6	-7,3	-3,1	-23,0	-0,7	-24,9	-34,3	-30,0
Obbligazioni e notes	-182,6	-84,4	-4,2	-4,2	-55,4	-13,3	-7,3	-3,2	-9,7	-0,1	-42,6	-10,9	-31,7
Strumenti di mercato monetario	-37,0	-19,2	-1,6	0,4	-17,7	-0,3	0,0	0,1	-13,3	-0,6	17,7	-23,4	1,8

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 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	45,1	-23,6	-0,2	-8,7	-19,7	-3,4	8,4	1,7	22,7	6,2	24,8	-3,1	-0,8	17,2
Attività	-281,9	-234,2	-4,2	-16,8	-194,9	-17,9	-0,4	-0,3	17,8	-22,7	-12,8	-15,4	-2,9	-11,3
Amministrazioni pubbliche	3,2	1,5	-0,3	0,1	2,0	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	-1,6	3,3
IFM	-229,9	-180,3	-4,7	-13,9	-144,4	-17,6	0,3	0,3	17,8	-24,9	-18,3	-1,3	-1,2	-21,9
Altri settori	-55,3	-55,4	0,7	-3,0	-52,5	-0,6	0,0	-0,6	0,0	2,2	5,1	-13,8	-0,1	7,3
Passività	327,1	210,6	4,0	8,0	175,2	14,5	8,9	2,1	4,9	28,9	37,6	12,4	2,1	28,5
Amministrazioni pubbliche	3,9	1,3	0,0	0,0	-1,0	0,0	2,2	0,0	-0,7	3,0	-0,4	0,0	-0,3	1,0
IFM	296,2	191,8	4,2	6,5	164,2	12,8	4,0	1,1	4,2	15,8	26,0	11,8	2,6	43,0
Altri settori	27,0	17,5	-0,2	1,5	12,0	1,7	2,6	0,9	1,3	10,1	12,0	0,6	-0,1	-15,4

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 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.	-874,1	-11,5	58,1	-959,5	-14,4	-239,0	280,7
2005 1° trim.	-931,4	-11,9	108,6	-1.028,4	-20,8	-275,7	285,0
Attività							
2001	7.628,1	110,9	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,0	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,2	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 2° trim.	8.317,6	109,4	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
3° trim.	8.429,8	110,9	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
4° trim.	8.525,7	112,2	2.252,4	2.933,8	164,9	2.893,9	280,7
2005 1° trim.	9.028,6	114,9	2.319,0	3.082,5	175,4	3.166,7	285,0
Passività							
2001	8.026,9	116,7	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,7	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,5	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 2° trim.	9.024,0	118,7	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
3° trim.	9.143,9	120,3	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
4° trim.	9.399,8	123,7	2.194,3	3.893,2	179,4	3.132,9	-
2005 1° trim.	9.960,0	126,8	2.210,4	4.111,0	196,2	3.442,4	-

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 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.	1.809,8	129,3	1.680,5	442,6	1,7	440,9	1.617,8	46,4	1.571,4	576,5	4,3	572,2
2005 1° trim.	1.853,2	132,9	1.720,2	465,8	1,1	464,7	1.629,5	43,8	1.585,7	580,9	4,5	576,4

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 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.	1,7	76,3	15,9	1.107,7	1.782,3	6,1	546,2	10,1	895,1	1.902,5	1,0	219,3	0,5	53,8	208,4
2005 1° trim.	1,7	106,0	15,9	1.144,4	1.861,1	5,9	588,1	9,3	934,6	1.997,6	0,5	214,0	4,1	58,0	252,2

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 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.	4,6	2,2	71,8	0,2	1,4	58,5	51,3	7,2	38,9	0,0	41,0	3,1
2005 1° trim.	4,0	2,2	77,5	0,2	1,4	55,6	49,4	6,2	39,6	0,0	42,6	2,8

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		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 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.	1.955,2	45,4	2.426,9	44,2	155,8	527,4	199,1	328,3	104,5	106,4	392,3	47,0
2005 1° trim.	2.119,3	58,4	2.676,1	60,4	163,9	611,5	256,9	354,6	110,8	115,4	412,3	55,1

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 once				Banconote, monete e depositi	Titoli				Strumenti finanziari derivati				
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni					Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 4° trim.	280,7	125,4	389,998	3,9	18,6	132,8	12,5	25,5	94,6	0,5	58,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 1° trim.	285,0	127,7	387,359	4,0	17,4	135,8	7,7	27,8	100,4	0,5	59,0	40,9	-0,1	0,0	21,4	-15,1
2005 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.	291,7	129,3	384,622	4,2	17,3	141,0	9,9	29,5	102,0	-	-	-	-0,4	0,0	23,3	-17,3
giu.	302,2	138,2	382,323	4,2	16,5	143,3	12,4	28,3	102,9	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-17,7
	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 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 1° trim.	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	0,0	7,7	14,9	0,0	0,0	2,7	-0,9
2005 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
giu.	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,4

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	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale	Totale			Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,8	506,1	235,2	289,2	932,4	1.014,4	579,1	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.084,1	512,3	227,9	309,6	949,3	984,7	559,5	163,2	234,3	717,8	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,1	500,7	222,9	300,1	925,3	988,5	553,9	164,3	240,9	716,0	109,0
2004	8,6	8,9	1.145,4	540,7	242,3	310,6	988,2	1.073,0	596,5	178,5	252,5	759,5	128,2
2003 4° trim.	-0,4	1,5	269,3	125,7	57,0	76,3	233,1	249,9	138,8	42,1	61,5	180,6	27,0
2004 1° trim.	4,8	-0,1	278,3	131,1	59,0	76,1	241,6	252,2	138,0	42,1	62,4	183,0	26,3
2° trim.	11,9	9,0	286,7	134,7	60,0	78,6	245,5	263,0	145,7	44,7	62,4	185,5	29,3
3° trim.	8,9	14,5	288,8	136,9	61,0	78,5	249,4	277,1	156,3	45,0	63,8	193,5	36,2
4° trim.	9,0	12,4	291,7	138,0	62,3	77,4	251,7	280,6	156,5	46,6	63,9	197,5	36,5
2005 1° trim.	3,5	8,9	291,5	136,8	61,2	76,8	255,3	277,5	153,7	43,9	62,6	197,0	35,9
2004 dic.	9,7	11,6	96,9	46,5	20,9	25,8	84,2	92,6	52,2	15,3	20,9	65,5	11,4
2005 gen.	6,5	10,8	97,3	45,5	20,4	25,5	86,0	92,0	50,2	14,6	20,7	65,5	11,2
feb.	3,9	8,4	96,7	45,4	20,1	25,3	83,5	91,4	50,0	14,2	20,7	65,1	11,0
mar.	0,8	7,9	97,6	45,9	20,6	25,9	85,8	94,1	53,5	15,1	21,2	66,4	13,7
apr.	4,8	10,5	99,3	47,2	20,8	26,3	85,4	95,0	53,1	16,1	20,9	66,2	13,3
mag.	7,5	14,0	100,7	46,8	20,9	26,9	86,9	97,5	55,8	15,6	22,1	68,1	12,5
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	108,6	107,9	105,4	98,8	99,3	96,3	100,6	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,8	89,6	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,8	108,0	114,8	109,3	101,8	100,5	95,2	110,4	100,0	104,8
2004	8,5	6,1	117,8	113,9	118,6	118,9	117,1	107,7	102,4	105,3	116,8	105,9	104,5
2003 4° trim.	3,0	5,4	111,8	107,2	111,1	117,3	111,1	104,0	101,7	98,0	113,6	101,8	106,5
2004 1° trim.	7,7	4,8	116,0	112,4	116,1	117,5	115,7	105,5	101,4	99,7	116,5	103,7	101,4
2° trim.	11,4	5,8	117,8	113,7	117,2	119,8	116,3	106,3	101,5	104,8	115,6	103,6	100,0
3° trim.	7,5	8,2	117,9	114,4	118,7	119,7	117,6	109,1	104,3	105,3	117,1	106,8	112,6
4° trim.	7,6	5,9	119,6	115,0	122,6	118,5	118,9	110,1	102,6	111,3	118,0	109,6	104,1
2005 1° trim.	1,4	2,6	119,0	113,1	120,7	117,1	120,0	109,3	101,7	105,8	115,4	109,2	105,8
2004 dic.	8,7	6,4	119,8	116,7	124,3	118,5	119,6	110,1	104,1	110,0	115,7	109,0	103,1
2005 gen.	4,9	6,0	119,6	113,7	120,5	117,0	121,5	110,2	102,7	105,4	114,5	109,1	108,6
feb.	1,4	2,0	118,6	112,4	119,1	116,2	118,0	108,0	98,9	103,0	114,4	108,3	96,7
mar.	-1,4	0,2	118,9	113,0	122,4	118,2	120,7	109,7	103,6	108,8	117,3	110,2	112,0
apr.	2,9	3,6	120,5	115,9	122,6	120,0	120,1	109,6	101,0	116,8	115,8	110,3	101,9
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	94,4	99,5	96,2	97,2	98,5	92,6	97,9	96,2	99,6
2003 4° trim.	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,8	99,1	95,7	93,8	92,3	93,8	98,1	95,3	82,6
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,7	93,9	98,7	95,3	93,4	92,1	92,3	97,0	94,8	84,4
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,3	94,6	99,9	96,3	96,6	97,2	93,3	97,8	96,1	95,4
3° trim.	1,3	5,8	97,7	97,2	95,0	99,9	96,8	99,2	101,3	93,5	98,7	97,3	104,6
4° trim.	1,2	6,1	97,3	97,5	94,0	99,6	96,6	99,6	103,2	91,5	98,1	96,8	114,2
2005 1° trim.	2,1	6,1	97,7	98,3	93,7	99,9	97,0	99,1	102,2	90,6	98,2	96,8	110,6
2004 dic.	0,8	4,9	96,8	97,0	93,1	99,6	96,4	98,6	101,8	91,3	98,4	96,8	108,0
2005 gen.	1,6	4,5	97,4	97,6	94,0	99,6	96,9	97,7	99,1	90,6	98,2	96,6	101,0
feb.	2,4	6,2	97,6	98,4	93,8	99,7	96,9	99,1	102,6	90,4	98,2	96,9	111,1
mar.	2,2	7,7	98,2	99,0	93,4	100,3	97,3	100,5	104,8	90,8	98,4	97,1	119,6
apr.	1,9	6,6	98,6	99,4	94,0	100,3	97,4	101,6	106,6	90,4	97,9	96,6	128,0
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.062,8	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	93,5
2002	1.084,1	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	100,7
2003	1.059,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,8
2004	1.145,4	25,5	41,8	203,1	126,9	35,5	66,1	31,8	173,5	40,2	33,0	149,6	63,6	40,2	114,6
2003 4° trim.	269,3	6,1	9,8	49,5	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,3	15,0	8,9	27,5
2004 1° trim.	278,3	6,2	10,0	49,7	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,2	9,6	27,5
2° trim.	286,7	6,3	10,4	50,4	31,5	9,0	16,3	8,2	43,9	10,5	8,0	36,7	15,8	9,9	29,7
3° trim.	288,8	6,5	10,5	51,6	31,2	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,6	16,7	10,3	27,2
4° trim.	291,7	6,6	10,8	51,4	32,9	9,2	17,1	7,7	43,7	10,0	8,2	37,4	15,9	10,5	30,2
2005 1° trim.	291,5	6,6	10,9	50,0	33,0	9,7	17,4	7,9	43,5	10,2	8,5	39,0	17,0	11,0	26,8
2004 dic.	96,9	2,2	3,6	16,4	10,9	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,4	3,4	9,6
2005 gen.	97,3	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	8,0
feb.	96,7	2,2	3,6	16,7	10,9	3,2	5,6	2,5	14,4	3,4	2,8	12,5	5,5	3,7	9,8
mar.	97,6	2,2	3,7	16,7	10,9	3,3	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,8	6,0	3,6	8,9
apr.	99,3	2,3	3,6	16,6	11,2	3,4	5,6	2,7	14,9	3,2	2,9	13,9	5,6	3,9	9,5
mag.	100,7	2,4	3,6	17,4	11,1	3,5	5,7	2,7	15,0	3,3	2,7	13,1	6,0	3,7	10,5
<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	5,6	3,5	10,0
<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	984,7	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	988,5	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	82,9
2004	1.073,0	24,4	39,5	141,8	107,6	56,2	53,4	22,8	113,4	91,9	53,5	163,0	72,2	44,9	88,4
2003 4° trim.	249,9	5,9	9,3	34,5	26,8	11,9	12,4	4,9	26,7	20,0	12,9	35,7	16,5	10,6	21,8
2004 1° trim.	252,2	6,0	9,4	33,9	27,1	12,3	12,8	5,1	26,3	20,6	13,4	36,1	16,5	10,7	22,0
2° trim.	263,0	5,8	9,8	34,5	26,3	13,4	13,2	5,6	29,6	22,3	12,9	40,8	17,1	10,9	20,8
3° trim.	277,1	6,2	10,1	37,4	26,7	14,6	13,7	6,0	28,8	23,8	13,7	43,0	18,9	11,6	22,6
4° trim.	280,6	6,3	10,2	36,0	27,6	15,9	13,8	6,1	28,7	25,2	13,4	43,1	19,6	11,7	22,9
2005 1° trim.	277,5	6,1	9,9	35,3	27,0	16,8	13,4	6,3	28,9	26,5	13,0	40,1	20,1	12,0	22,1
2004 dic.	92,6	1,9	3,4	11,4	9,4	5,4	4,5	2,1	9,6	8,4	4,4	15,3	6,3	3,9	6,6
2005 gen.	92,0	2,1	3,3	11,8	9,2	5,0	4,5	2,1	9,6	8,6	4,4	12,8	6,3	4,0	8,4
feb.	91,4	2,0	3,3	11,7	9,0	5,9	4,4	2,0	9,6	8,7	4,2	13,7	6,4	4,0	6,5
mar.	94,1	2,1	3,3	11,9	8,7	5,9	4,5	2,2	9,8	9,1	4,5	13,5	7,4	4,0	7,1
apr.	95,0	2,1	3,4	12,3	9,3	5,7	4,6	2,0	9,9	8,8	4,1	14,6	7,0	3,9	7,4
mag.	97,5	2,1	3,4	12,4	10,1	5,8	4,7	2,1	9,9	9,3	4,2	14,7	7,5	3,9	7,4
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,7	4,2	8,2
<i>Saldo</i>															
2001	48,4	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	12,8
2002	99,4	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,7
2003	70,5	1,1	1,8	56,0	15,5	-18,2	13,0	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	16,9
2004	72,4	1,1	2,3	61,3	19,3	-20,7	12,7	9,0	60,1	-51,7	-20,5	-13,4	-8,6	-4,7	26,2
2003 4° trim.	19,4	0,2	0,5	15,0	2,8	-4,5	3,5	1,8	14,7	-11,0	-4,8	-1,4	-1,5	-1,6	5,8
2004 1° trim.	26,0	0,1	0,6	15,8	4,1	-4,3	2,7	2,8	16,3	-10,9	-5,0	0,7	-1,4	-1,1	5,4
2° trim.	23,7	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,4	3,1	2,6	14,3	-11,8	-4,9	-4,1	-1,3	-1,0	8,9
3° trim.	11,7	0,2	0,4	14,2	4,6	-5,3	3,5	2,0	14,5	-13,8	-5,3	-4,4	-2,2	-1,3	4,6
4° trim.	11,1	0,3	0,7	15,4	5,3	-6,7	3,3	1,6	15,1	-15,2	-5,3	-5,7	-3,7	-1,2	7,3
2005 1° trim.	14,1	0,5	1,0	14,7	6,1	-7,1	4,0	1,7	14,5	-16,2	-4,6	-1,1	-3,1	-1,0	4,7
2004 dic.	4,3	0,3	0,2	5,0	1,5	-2,2	1,3	0,5	5,2	-5,0	-1,6	-2,6	-0,8	-0,5	3,0
2005 gen.	5,4	0,1	0,3	4,9	2,0	-1,8	1,4	0,6	5,0	-5,2	-1,5	0,9	-0,8	-0,2	-0,4
feb.	5,3	0,3	0,3	5,0	1,8	-2,7	1,2	0,5	4,8	-5,4	-1,4	-1,3	-0,9	-0,3	3,3
mar.	3,4	0,1	0,4	4,7	2,2	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,6	-1,6	-0,7	-1,4	-0,4	1,8
apr.	4,2	0,2	0,3	4,2	2,0	-2,3	1,0	0,8	5,0	-5,6	-1,2	-0,7	-1,5	0,0	2,0
mag.	3,2	0,3	0,2	5,0	1,1	-2,3	1,0	0,6	5,1	-6,1	-1,5	-1,6	-1,5	-0,2	3,1

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

8

TASSI DI CAMBIO

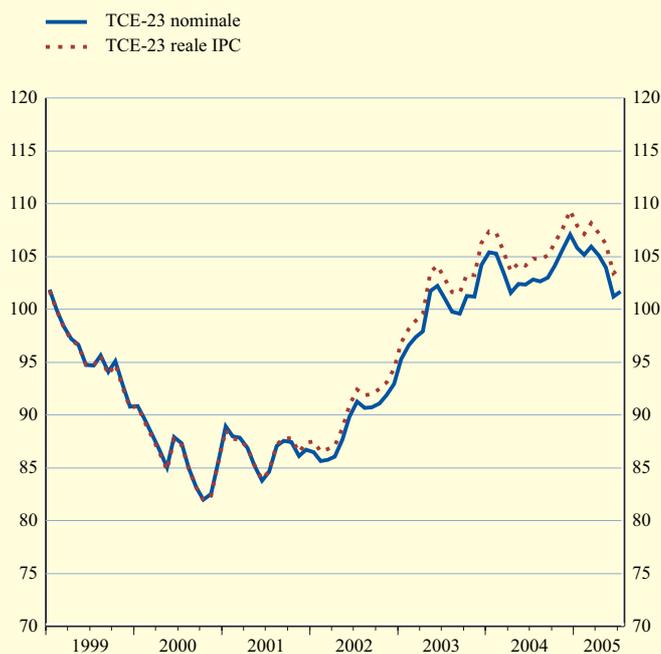
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-23						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	89,2	90,3	91,9	90,3	88,6	88,4	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,2	99,6	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	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	107,1
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	104,3	.	.	.	110,1	104,0
2004 lug.	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,4
ago.	102,7	104,7	104,3	-	-	-	109,9	104,4
set.	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,6
ott.	104,2	106,3	105,3	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,6	106,5	-	-	-	113,1	107,1
dic.	107,1	109,3	108,3	-	-	-	114,4	108,5
2005 gen.	105,8	107,9	107,2	-	-	-	112,9	106,9
feb.	105,1	107,1	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	104,7	-	-	-	110,6	104,6
giu.	101,2	103,4	102,3	-	-	-	107,6	101,8
lug.	101,7	104,0	103,0	-	-	-	108,0	102,0
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2005 lug.	0,5	0,5	0,7	-	-	-	0,3	0,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2005 lug.	-1,1	-0,8	-1,4	-	-	-	-1,9	-2,3

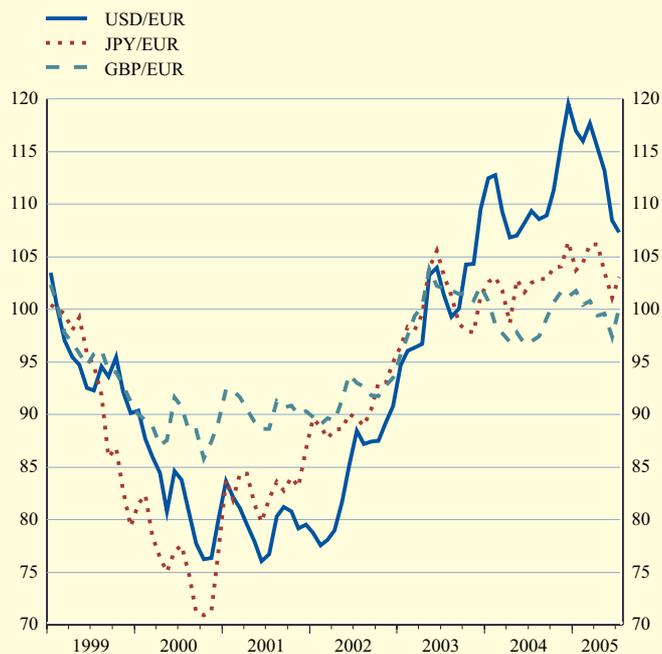
F31 Tassi di cambio effettivi

(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
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
lug.	7,4584	9,4276	0,68756	1,2037	134,75	1,5578	1.248,53	9,3590	2,0257	1,4730	7,9200	1,6002
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 lug.	0,2	1,8	2,8	-1,0	1,9	1,2	1,4	-1,1	-0,4	-2,5	0,3	0,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 lug.	0,3	2,5	3,3	-1,9	0,5	2,0	-12,1	-2,2	-3,5	-9,2	-6,5	-6,6
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾
	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
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
lug.	30,180	15,6466	0,57367	0,6961	3,4528	246,47	0,4293	4,0986	239,48	38,886	1,9558	3,5647
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 lug.	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,9	0,0	0,9	0,0	-
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 lug.	-4,3	0,0	-1,4	5,5	0,0	-1,4	0,8	-8,2	-0,2	-2,5	0,0	-
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	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 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	
2° trim.	10,4232	7,3443	80,79	12.032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193	
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	
lug.	9,8954	7,3090	78,40	11.803,89	4,5590	1,7732	67,394	34,5513	8,0790	50,199	1,6133	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 lug.	-1,7	-0,1	-1,1	0,7	-1,4	3,2	0,3	-0,4	-1,7	0,8	-2,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 lug.	-2,6	-1,0	-10,6	6,5	-2,2	-6,5	-1,8	-3,2	7,5	0,0	-	

Fonte: BCE.

- 1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.
- 2) 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.
- 3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.

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 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
2° trim.	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,4	0,5	1,9
2005 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
giu.	1,3	1,7	3,2	1,5	6,6	2,0	3,7	2,1	1,4	1,7	2,5	0,8	2,0
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
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	3,0	-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	1,7	-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 ¹⁾													
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	4,8	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													
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
giu.	3,31	3,16	-	5,13	3,87	3,78	6,59	4,56	4,91	3,90	3,36	3,11	4,31
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
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
giu.	1,75	2,16	2,34	4,11	2,81	2,36	-	3,27	5,22	4,05	2,88	1,82	4,84
PIL a prezzi costanti													
2003	3,2	0,7	6,7	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	7,8	3,8	8,5	6,7	4,2	1,0	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 4° trim.	4,6	3,0	6,8	3,1	8,6	6,3	4,0	1,4	3,7	3,4	5,8	2,5	2,7
2005 1° trim.	4,4	1,9	6,9	3,9	7,4	6,5	3,6	-0,1	3,8	2,7	5,1	1,8	2,1
2° trim.	.	.	.	.	.	6,7	.	.	.	.	.	.	1,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2003	-6,3	3,3	-12,6	-3,3	-7,6	-6,5	-8,8	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-5,0	-11,3	-5,9	-8,4	-8,6	-1,1	-1,6	-3,4	8,2	-1,8
2004 3° trim.	-7,4	2,5	-4,4	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,2	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,7
4° trim.	-7,8	0,5	-16,3	-12,6	-7,1	-2,5	-7,1	-17,6	0,5	-2,6	-3,6	7,3	-0,9
2005 1° trim.	2,3	3,2	-8,5	-13,6	-9,2	-3,7	-6,7	-9,9	1,5	-0,2	-1,9	9,0	-1,4
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	7,6	2,0	4,9	-	5,2	1,5	7,4	-	-	4,8	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	3,0	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	2,0
2004 3° trim.	1,4	1,1	3,2	-	.	.	.	-	.	.	3,5	-1,2	0,7
4° trim.	0,7	0,3	2,9	-	.	.	.	-	.	.	5,1	-0,4	1,3
2005 1° trim.	-0,2	1,9	3,1	-	.	.	.	-	.	.	5,7	3,1	4,6
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	4,7
2004 4° trim.	8,2	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.	8,1	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	6,9	18,1	5,8	16,1	6,3	4,6
2° trim.	7,9	4,9	7,9	5,0	9,1	.	6,3	6,8	17,8	5,9	15,5	.	.
2005 mar.	8,0	4,9	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	6,9	18,1	5,8	15,9	6,3	4,6
apr.	7,9	4,9	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,6	.	4,7
mag.	7,9	4,9	7,9	5,0	9,1	8,1	6,3	6,8	17,7	5,9	15,5	.	.
giu.	7,8	4,8	7,8	5,3	9,0	.	6,3	6,6	17,6	5,9	15,4	.	.
lug.	.	.	.	5,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

1) I saldi sono calcolati utilizzando il PIL escludendo i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM).

9.2 Stati Uniti e Giappone

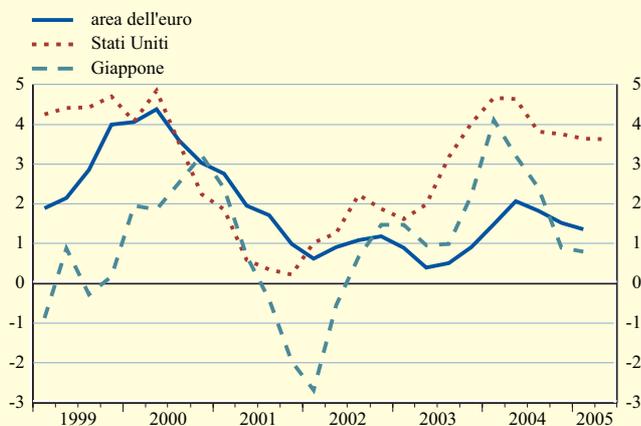
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	3,3	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-0,5	4,2	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 2° trim.	2,9	-1,7	4,6	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,8	48,2
3° trim.	2,7	-0,1	3,8	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,8	48,4
4° trim.	3,3	0,4	3,8	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 1° trim.	3,0	2,4	3,6	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,6
2° trim.	2,9	.	3,6	3,4	5,1	4,7	3,28	4,16	1,2594	.	.
2005 mar.	3,1	-	-	4,1	5,2	5,3	3,03	4,49	1,3201	-	-
apr.	3,5	-	-	3,3	5,2	5,0	3,15	4,34	1,2938	-	-
mag.	2,8	-	-	3,1	5,1	4,4	3,27	4,14	1,2694	-	-
giu.	2,5	-	-	3,7	5,0	4,8	3,43	4,00	1,2165	-	-
lug.	.	-	-	.	.	.	3,61	4,16	1,2037	-	-
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.	-0,1	.	.	0,2	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
2005 mar.	-0,2	-0,6	-	1,2	4,5	2,1	0,05	1,45	138,83	-	-
apr.	0,0	0,8	-	0,3	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	-	-
mag.	0,2	.	-	0,3	4,4	1,5	0,05	1,27	135,37	-	-
giu.	-0,5	.	-	0,0	4,2	1,7	0,05	1,24	132,22	-	-
lug.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,26	134,75	-	-

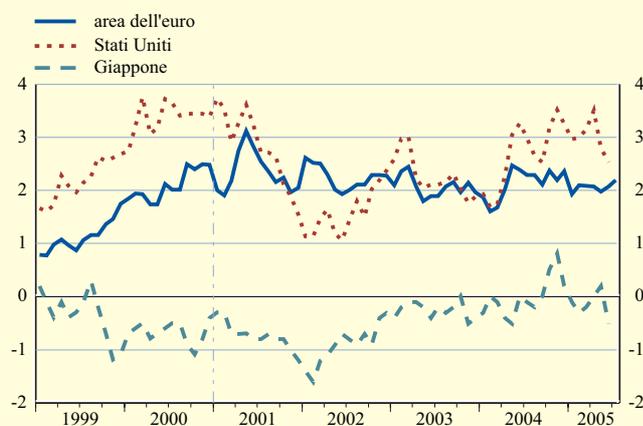
F33 PIL a prezzi costanti

(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.

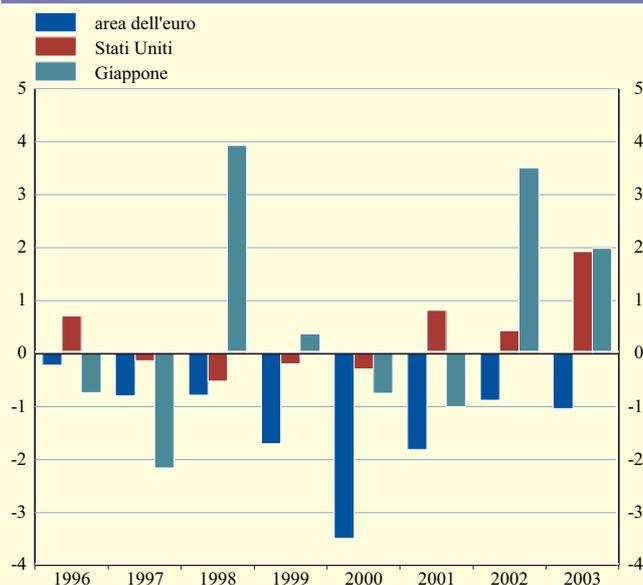
- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

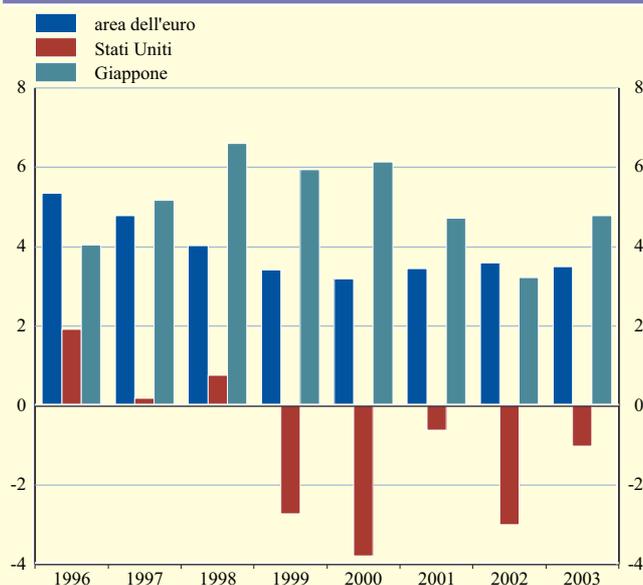
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	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 di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F22	Tassi di 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 , 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 3 agosto 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 costo orario del lavoro, 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-fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

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

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003. Una scomposizione dei costi orari

del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

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

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

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.4 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati 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 (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)⁸⁾ e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org)

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.

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 incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 6 e 7 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

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

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali*

controparti nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

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

pale 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, 7 LUGLIO E 4 AGOSTO 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 maggio e luglio 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.
La riforma del Patto di stabilità e crescita, agosto 2005.
Il ruolo dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale, agosto 2005.
Le banconote in euro: sviluppi e sfide future, agosto 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 emerging market economies*, a cura di una Task force del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 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. Rumler, 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.
- 501 *Measuring comovements by regression quantiles*, di L. Cappiello, B. Gérard e S. Manganelli, luglio 2005.
- 502 *Fiscal and monetary rules for a currency union*, di A. Ferrero, luglio 2005.
- 503 *World trade and global integration in production processes: a re-assessment of import demand equations*, di R. Barrell e S. Déés, luglio 2005.
- 504 *Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison*, di B.-R. Wilhelmsen e A. Zaghini, luglio 2005.
- 505 *Public good issues in TARGET: natural monopoly, scale economics, network effects and cost allocation*, di W. Bolt e D. Humphrey, luglio 2005.
- 506 *Settlement finality as a public good in large-value payment systems*, di H. Pagès e D. Humphrey, luglio 2005.
- 507 *Incorporating a “public good factor” into the pricing of large-value payment systems*, di C. Holthausen e J.-C. Rochet, luglio 2005.
- 508 *Systemic risk in alternative payment system designs*, di P. Galos e K. Soramäki, 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.

Statistical classification of financial markets instruments, luglio 2005.

Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions, luglio 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

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 esaustivo 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 compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

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

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

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inerzia salariale [*wage drift*]: il divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: 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.