



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
NOVEMBRE**

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

ECB EZB EKT EKP





BANCA CENTRALE EUROPEA



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



BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 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 2 novembre 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di novembre 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	9		
Gli andamenti monetari e finanziari	18	DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004	V
Prezzi e costi	36		
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	48	GLOSSARIO	XIII
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	58		
Riquadri:			
1 Implicazioni macroeconomiche degli elevati prezzi del petrolio per le economie emergenti di mercato	13		
2 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro	21		
3 Profili diversi nell'inflazione complessiva e in quella di fondo	37		
4 Le aspettative del settore privato per l'area dell'euro: i risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> per il quarto trimestre del 2005	44		
5 L'attuale ripresa dell'area dell'euro in una prospettiva storica	48		
6 Andamenti recenti degli investimenti per tipo di prodotto	52		
ARTICOLI			
Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro	65		
Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro	79		
Relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia	95		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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

EDITORIALE

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

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, e considerando le persistenti spinte al rialzo sui prezzi derivanti principalmente dal comparto energetico, il Consiglio direttivo ha concluso che l'orientamento di politica monetaria continua a essere adeguato. Nel contempo, è necessario tenere un atteggiamento molto vigile riguardo ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, anche alla luce dell'abbondante liquidità e della vigorosa crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro. È essenziale che l'attuale incremento del tasso di inflazione non generi pressioni inflazionistiche nel medio periodo, ed è fondamentale assicurare che le aspettative di inflazione rimangano saldamente ancorate a livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse dell'area dell'euro permangono notevolmente contenuti su tutte le scadenze, in termini sia nominali sia reali, e l'attuale orientamento molto accomodante della politica monetaria sostiene in misura significativa l'attività economica.

Nel quadro della propria valutazione il Consiglio direttivo ha affrontato innanzitutto l'analisi economica. Sebbene la crescita dell'attività sia stata attenuata dal pronunciato rialzo dei corsi petroliferi negli ultimi trimestri, l'economia dell'area dell'euro sembra aver mostrato notevole capacità di tenuta rispetto a tale shock, grazie anche al senso di responsabilità dimostrato nell'ambito delle contrattazioni salariali. Inoltre, i più recenti indicatori segnalano che l'attività economica si sta rafforzando. Questo quadro sarebbe in linea con le proiezioni di settembre degli esperti della BCE, che scontano una graduale ripresa a partire dalla seconda metà del 2005. Si prevede che, dal lato esterno, la perdurante espansione della domanda mondiale sostenga le

esportazioni dell'area dell'euro e, dal lato interno, gli investimenti beneficino sia del protrarsi delle favorevoli condizioni di finanziamento, sia del marcato incremento degli utili societari. I consumi dovrebbero segnare un graduale recupero, sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile reale. Nel contempo, le prospettive per l'attività economica restano soggette a rischi al ribasso, connessi principalmente alle quotazioni del greggio, ai timori per gli squilibri mondiali e al basso grado di fiducia dei consumatori.

Passando agli andamenti dei prezzi, i recenti rincari, in particolare dei beni energetici, hanno spinto l'inflazione complessiva verso valori sensibilmente superiori al 2 per cento. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è stato pari al 2,5 per cento in ottobre, a fronte del 2,6 di settembre e del 2,2 dei due mesi precedenti, ed è probabile che rimanga su livelli elevati nel breve periodo. Come osservato il mese scorso, nell'interpretare i tassi di inflazione correnti è essenziale operare una netta distinzione tra fattori temporanei e di breve termine e fattori di natura più durevole. Benché alcuni sviluppi possano rivelarsi transitori, i mercati si attendono che le quotazioni petrolifere restino su livelli elevati, principalmente per effetto della vigorosa domanda mondiale e, in certa misura, della fragilità dell'offerta. Questo scenario suggerisce un impatto più duraturo della componente energetica sull'evoluzione complessiva dei prezzi.

Su tale ipotesi si fonda la valutazione del Consiglio direttivo sui futuri andamenti dei prezzi. Nel contempo, la dinamica salariale è rimasta contenuta negli ultimi trimestri e, data la debolezza dei mercati del lavoro, dovrebbe restare tale anche nel prossimo futuro. Inoltre, le pressioni esercitate dai prezzi dei prodotti manifatturieri rimangono moderate, considerata la forte concorrenza internazionale. Nel complesso, se da un lato il tasso di inflazione dovrebbe mantenersi su livelli superiori al 2 per cento a breve termine, dall'altro continuano a non pervenire chiare indicazioni dell'accumularsi di spinte inflazionistiche interne all'area dell'euro.

Il Consiglio direttivo seguita, tuttavia, a nutrire preoccupazioni riguardo ai rischi al rialzo per questo scenario nel medio periodo. Come rilevato il mese scorso, tali rischi sono associati a diversi fattori: le perduranti incertezze sull'evoluzione dei mercati petroliferi, l'incidenza potenzialmente maggiore di quanto osservato finora della trasmissione dei rincari del greggio ai prezzi al consumo attraverso la catena produttiva, nonché i possibili effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi. Inoltre, è necessario tenere conto dell'eventualità di ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Occorre pertanto vigilare con molta attenzione affinché le attese di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro restino ben ancorate.

Anche l'analisi monetaria indica un aumento dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Le condizioni di liquidità sono molto abbondanti nell'area dell'euro secondo tutte le misure pertinenti. Inoltre, il rafforzamento della crescita della moneta in atto dalla metà dello scorso anno si è ulteriormente accentuato negli ultimi mesi. L'espansione di M3 è stata stimolata dalle componenti più liquide dell'aggregato monetario, confermando l'impatto sempre più determinante del basso livello dei tassi di interesse. In aggiunta, la crescita del credito, soprattutto dei mutui ipotecari, continua a essere decisamente sostenuta. In tale contesto, è necessario seguire con attenzione la dinamica dei prezzi in diversi mercati immobiliari.

In sintesi, l'analisi economica indica che i rincari dell'energia, in particolare, comportano revisioni al rialzo delle prospettive per l'andamento dei prezzi a breve termine. Alcuni dei fattori determinanti dovrebbero essere di natura temporanea, mentre altri incideranno probabilmente in maniera più durevole. Le pressioni inflazionistiche interne all'area dell'euro rimangono contenute nel medio periodo, nondimeno è opportuno tenere conto di considerevoli rischi al rialzo. L'analisi monetaria evidenzia altresì maggiori rischi per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. Nel complesso, la verifica incrociata delle informazioni desunte dai due pilastri con-

ferma la necessità di vigilare molto attentamente per mantenere le aspettative di inflazione su livelli coerenti con la stabilità di prezzi. Solo ancorando saldamente le attese di inflazione di medio-lungo periodo a tali livelli la politica monetaria può prestare un contributo significativo e duraturo alla ripresa della crescita economica.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, diversi paesi hanno presentato i programmi di bilancio per il 2006. Malgrado alcuni confortanti progressi nel riequilibrio dei conti pubblici, le prospettive per i paesi con disavanzi eccessivi destano grande preoccupazione, in quanto vi è il rischio che il processo di risanamento non avanzi e gli impegni assunti per questo e per il prossimo anno non siano soddisfatti. Ulteriori ritardi nella correzione dei disavanzi eccessivi e la costante attitudine a ricercare la soluzione più indulgente nel mettere in atto le procedure del nuovo Patto di stabilità e crescita rischiano di ledere la credibilità dello stesso, ed è pertanto necessario prevenire questa eventualità. Tutte le parti coinvolte nelle decisioni che dovranno essere prese hanno l'importante responsabilità di assicurare per il futuro l'adeguato funzionamento del quadro di riferimento complessivo per le politiche fiscali. Questa sarebbe la maniera più efficace per migliorare le prospettive di crescita dell'area dell'euro e per consolidare la fiducia nelle finanze pubbliche, prima di dovere affrontare le sfide poste dall'invecchiamento demografico. Il Consiglio direttivo esorta, quindi, i paesi con squilibri di bilancio ad assegnare priorità alla loro tempestiva correzione e all'applicazione rigorosa delle nuove regole del Patto, inviando in tal modo il giusto segnale all'opinione pubblica e promuovendo la credibilità dell'assetto per le politiche fiscali.

Quanto alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo sottolinea nuovamente l'urgente bisogno di accrescere la flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, per rendere l'economia europea più dinamica e competitiva e per sostenere il processo di aggiustamento all'interno dell'area dell'euro. Il modo migliore per cogliere le opportunità offerte dalla globalizzazione e dalle rapide innovazioni tecnologiche consiste nel permettere e accelerare i cambiamenti strut-

turali al fine di incrementare il potenziale di crescita e la creazione di occupazione. Ciò contribuirebbe, inoltre, ad agevolare il necessario adeguamento al più elevato livello dei corsi petroliferi, aumentando ulteriormente l'efficienza e il risparmio energetici senza introdurre misure distorsive che lo ostacolano.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo verte sul processo di formazione dei prezzi nell'area dell'euro, illustrando in sintesi i

recenti risultati dell'analisi condotta dall'Eurosistema nel quadro del *network* sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network). Il secondo esamina le condizioni e la dinamica del finanziamento, nonché la posizione patrimoniale delle società non finanziarie nell'area dell'euro nell'ultimo decennio. Il terzo passa in rassegna le relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia, soffermandosi sulla collaborazione instaurata tra l'Eurosistema e la Banca centrale russa.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

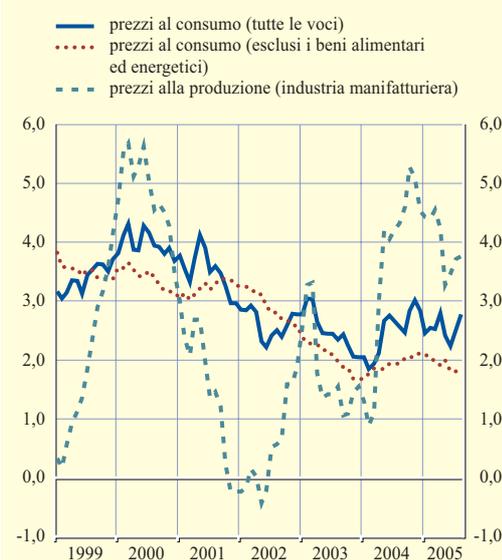
Nel complesso, l'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo relativamente vigoroso. Gli aumenti dei prezzi dei beni energetici stanno concorrendo al rialzo dell'inflazione al consumo, ma le spinte inflazionistiche di fondo restano contenute. Benché il livello elevato dei corsi petroliferi comporti un rischio al ribasso per la crescita mondiale, le prospettive per il contesto esterno all'area dell'euro rimangono piuttosto favorevoli.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a registrare un'espansione alquanto vigorosa. Secondo dati di recente pubblicazione, l'impatto degli uragani sull'economia statunitense è stato relativamente limitato, nel contesto di fondamentali economici che rimangono piuttosto robusti. In Giappone la ripresa sembra rafforzarsi, mentre in Cina la crescita prosegue a ritmi pressoché invariati. L'inflazione al consumo è recentemente aumentata in vari paesi, e in particolare negli Stati Uniti, principalmente per effetto dei corsi elevati del petrolio e dei prodotti raffinati. Escludendo la componente energetica e alimentare, tuttavia, l'aumento è stato finora piuttosto contenuto. Complessivamente, nella media dei paesi dell'OCSE i prezzi al consumo sono saliti in agosto del 2,8 per cento sui dodici mesi, sebbene al netto dei prezzi dei prodotti energetici e degli alimentari l'incremento sia stato pari all'1,8 per cento (cfr. figura 1).

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

STATI UNITI

L'economia statunitense ha continuato a espandersi stabilmente nel terzo trimestre, nonostante gli incrementi dei prezzi dei beni energetici e gli effetti negativi degli uragani. Stando alle stime preliminari, nel terzo trimestre la crescita sul trimestre precedente del PIL in termini annuali è salita al 3,8 per cento, dal 3,3 del periodo precedente, in parte grazie a un minore calo degli investimenti in scorte e a un aumento dei consumi del governo federale e degli investimenti lordi. Il tasso di crescita dei consumi privati è stato sostenuto, mentre quello degli investimenti fissi delle imprese è rimasto elevato benché inferiore rispetto al secondo trimestre. Il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è stato lievemente positivo, a seguito del leggero incremento delle esportazioni a fronte di importazioni stabili.

Malgrado la ripresa dell'attività complessiva durante il terzo trimestre, i dati di recente pubblicazione hanno messo chiaramente in evidenza gli effetti negativi degli uragani sull'economia statunitense. La produzione industriale è scesa in settembre, soprattutto per effetto dell'interruzione della produzione petrolifera. Analogamente, il calo dell'attività manifatturiera ha riguardato in larga misura i prodotti connessi al petrolio. Ciò nonostante, le condizioni dell'occupazione sono rimaste piuttosto positive in quanto i numerosi posti di lavoro persi nelle regioni colpite dagli uragani sono stati in gran parte controbilanciati da quelli creati nel resto dell'economia. Gli indicatori dei consumi privati e della spesa per investimenti fissi delle imprese sono migliorati lievemente.

Nondimeno, grazie alle spese di ricostruzione, le prospettive per l'attività economica complessiva nel breve periodo restano favorevoli in quanto la crescita continua a essere sorretta da fondamentali solidi. Nonostante il recente rallentamento, la crescita della produttività del lavoro rimane piuttosto sostenuta. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero continuare a espandersi rapidamente, mentre è probabile che i consumi privati tornino gradualmente su livelli più sostenibili.

L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 4,7 per cento in settembre, soprattutto a causa del forte incremento dei prezzi dei beni energetici. Al netto della componente alimentare e di quella energetica, l'aumento è stato pari al 2,0 per cento. Le spinte al rialzo sui prezzi, provocate dall'incremento dei costi delle materie prime e intensificate dagli uragani, potrebbero rivelarsi transitorie, sempre che i fattori che hanno concorso ai rincari inizino a indebolirsi.

Per quanto concerne la politica monetaria, nella riunione del 1° novembre il Federal Open Market Committee ha deciso di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la dodicesima volta consecutiva, al 4,0 per cento, reiterando inoltre che "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale".

GIAPPONE

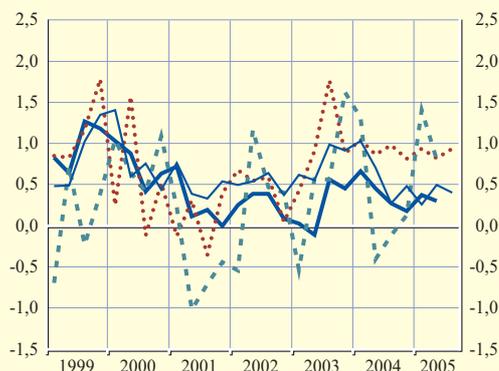
L'economia giapponese è andata rafforzandosi dall'inizio del 2005. Nei primi due trimestri l'espansione del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stata rispettivamente pari al 5,8 e al 3,3 per cento, trainata soprattutto dal vigoroso aumento della domanda interna privata. I dati più recenti sugli indicatori dell'attività economica (ad esempio della produzione industriale) segnalano una possibile lieve moderazione della crescita nel terzo trimestre dopo i tassi estremamente elevati della prima metà dell'anno.

Ciò nonostante, le prospettive a breve termine per l'attività economica restano favorevoli. Lo confermano le informazioni relative ad agosto desunte dall'indicatore anticipatore delle condizioni economiche del Cabinet Office e dall'*Economy Watchers' Survey* (basato sulle risposte degli occupati nel settore dei servizi al dettaglio). Guardando al futuro, le prospettive a medio termine per

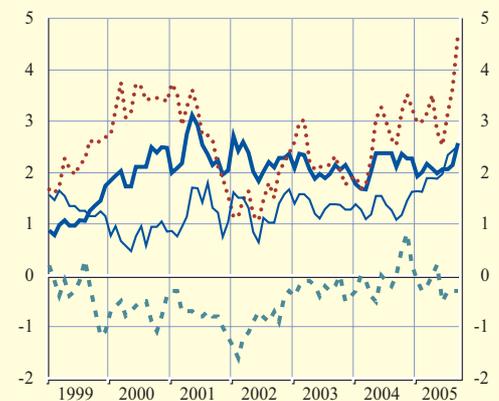
Figura 2 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate

— area dell'euro - - - Giappone
 Stati Uniti — Regno Unito

Crescita del PIL¹⁾
 (variazioni percentuali sul periodo precedente; dati trimestrali)



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

l'economia sono positive e rispecchiano in parte la prosecuzione delle riforme strutturali, in particolare modo nel mercato del lavoro e nel settore bancario.

Per quanto concerne i prezzi, in settembre il tasso di variazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) complessivo e quello calcolato escludendo gli alimentari freschi sono stati rispettivamente pari a $-0,3$ e $-0,1$ per cento. Nel contempo, i prezzi alla produzione misurati dall'indice nazionale dei prezzi alla produzione hanno continuato a salire, per effetto degli elevati corsi delle materie prime. In settembre i prezzi alla produzione interni sono cresciuti dell' $1,7$ per cento sui dodici mesi. L'indagine Tankan presso le imprese condotta dalla Banca del Giappone rivela che, per la maggior parte dei soggetti interpellati nel settore manifatturiero, gli ultimi trimestri sono stati contraddistinti da una dinamica avversa risultante dall'aumento dei prezzi degli input e dal concomitante calo di quelli degli output. Tale andamento divergente dei prezzi di output e input potrebbe finire con l'intaccare la redditività delle imprese, in particolare di quelle manifatturiere.

Nella riunione del 31 ottobre 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. Allo stesso tempo, nel relativo comunicato stampa essa ha reiterato che – ove la domanda di liquidità risultasse straordinariamente debole per motivi riconducibili a fattori tecnici – potrebbe consentire che tale saldo scenda al di sotto del limite inferiore dell'intervallo obiettivo.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica resta modesta. Stando alla prima stima di contabilità nazionale, durante il terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata pari allo $0,4$ per cento, sostanzialmente invariata nel confronto con i primi due trimestri dell'anno (rispettivamente $0,3$ e $0,5$ per cento) ma notevolmente inferiore rispetto a quella prevalente nel corso dell'anno passato. La debolezza degli investimenti e dei consumi delle famiglie costituisce il principale fattore alla base di questo andamento e, di conseguenza, dell'attesa moderazione della crescita economica nell'insieme del 2005.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita ulteriormente in settembre, al $2,5$ per cento, principalmente per effetto del forte incremento dei prezzi dei beni energetici. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli immobili residenziali (in base all'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni), in calo fino a luglio, ha successivamente ricominciato ad aumentare. Le condizioni sul mercato del lavoro mostrano segni di allentamento. Benché il tasso di disoccupazione ufficiale e le retribuzioni medie siano rimasti sostanzialmente invariati, il numero di quanti fanno richiesta del sussidio di disoccupazione è aumentato.

ALTRI PAESI EUROPEI

In molti degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro le prospettive economiche paiono abbastanza favorevoli. La crescita del prodotto di gran parte di queste economie dovrebbe restare relativamente robusta nel terzo trimestre. Ciò nonostante, in settembre l'inflazione misurata sullo IAPC ha in generale continuato a salire soprattutto per effetto dei più elevati prezzi dei beni energetici.

In Danimarca e in Svezia il tasso di espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente è salito rispettivamente all' $1,6$ e allo $0,6$ per cento nel secondo trimestre. Gli investimenti e i consumi privati, sostenuti in parte dai bassi tassi di interesse, hanno continuato a rappresentare la determinante principale di tale andamento. Per l'insieme del 2005, ci si aspetta che l'attività economica rimanga piuttosto sostenuta in entrambi i paesi. L'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata anche in settembre nelle due economie. Ciò nonostante, mentre in Danimarca i maggiori prezzi dei beni

energetici e alimentari l'hanno sospinta verso il valore massimo negli ultimi due anni (2,4 per cento), in Svezia si è mantenuta piuttosto moderata (1,1 per cento) grazie alla forte concorrenza e all'elevata crescita della produttività.

Nei tre principali nuovi Stati membri dell'UE, gli indicatori più recenti mostrano che l'evoluzione della crescita del PIL in termini reali resta piuttosto favorevole pur con qualche differenza fra i diversi paesi. Nella Repubblica Ceca e in Ungheria l'incremento del prodotto sul periodo corrispondente, che nel secondo trimestre dell'anno era salito rispettivamente al 5,1 e al 4,0 per cento, dovrebbe restare piuttosto consistente grazie all'espansione della domanda estera e, nel caso ungherese, anche degli investimenti. In Polonia dovrebbe intensificarsi la crescita del PIL, che nel secondo trimestre si era collocata all'1,0 per cento sul periodo corrispondente, principalmente per effetto della domanda interna.

Nonostante le pressioni verso l'alto esercitate dai più elevati corsi dei beni energetici, in settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta sostanzialmente invariata (rispettivamente al 3,6 e all'1,8 per cento) in Ungheria e in Polonia, per gli andamenti favorevoli dei prezzi dei beni alimentari e il recente rafforzamento delle rispettive monete. Nella Repubblica Ceca, invece, questi ultimi fattori non hanno compensato le spinte al rialzo occasionate dai più elevati corsi dell'energia e l'inflazione è salita al 2,0 per cento. Sullo sfondo delle peggiorate prospettive per l'inflazione, il 27 ottobre la Banca nazionale ceca ha innalzato il tasso di riferimento di 25 punti base, al 2,0 per cento.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nei paesi asiatici escluso il Giappone l'economia continua a espandersi a ritmi sostenuti. In Cina e nella Corea del Sud la crescita del PIL in termini reali durante il terzo trimestre è stata superiore alle attese. Le esportazioni di gran parte delle principali economie della regione sono aumentate ulteriormente, grazie anche alla ripresa delle esportazioni di prodotti informatici. Nel contempo, la domanda interna ha continuato a rafforzarsi e, assieme al livello elevato dei corsi petroliferi, ha sospinto verso l'alto l'inflazione misurata sull'IPC in alcune fra le più importanti economie della regione. Di conseguenza, varie banche centrali hanno recentemente iniziato ad aumentare i tassi di interesse.

In Cina prosegue la rapida espansione dell'economia: nel terzo trimestre il PIL è aumentato del 9,4 per cento sul periodo corrispondente, dopo il 9,5 della prima metà dell'anno. A determinare tale risultato hanno concorso sia il vigore della domanda interna sia la crescita delle esportazioni. In settembre gli investimenti fissi nelle zone urbane e la produzione industriale hanno continuato a evidenziare una dinamica estremamente robusta, salendo rispettivamente del 29,4 e del 16,5 per cento sul periodo corrispondente. Nello stesso mese, il notevole aumento della crescita delle importazioni a fronte di una moderazione di quella delle esportazioni ha occasionato un lieve calo dell'avanzo commerciale. Per quanto concerne i prezzi, le pressioni inflazionistiche hanno continuato a indebolirsi e in settembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa ulteriormente (allo 0,9 per cento). L'impatto relativamente modesto degli elevati corsi petroliferi sull'inflazione in Cina riflette sia lo scarso peso della componente energetica nel paniere utilizzato per il calcolo dell'IPC sia l'esistenza di controlli amministrativi sui prezzi del carburante. Il riquadro dal titolo *Implicazioni macroeconomiche degli elevati prezzi del petrolio per le economie di mercato emergenti* offre una descrizione maggiormente dettagliata dell'effetto dei più elevati corsi del petrolio sugli andamenti dei saldi con l'estero, dei prezzi e delle finanze pubbliche nella regione e in alcune altre economie di mercato emergenti.

Le prospettive economiche per i paesi asiatici escluso il Giappone rimangono piuttosto favorevoli, sorrette dal costante miglioramento della domanda interna e da un'ulteriore intensificazione della crescita delle esportazioni. La robusta espansione dell'economia cinese dovrebbe sostenere l'interscambio nella regione. Il livello elevato dei prezzi petroliferi continua a costituire un rischio rilevante per la regione.

AMERICA LATINA

In America Latina gli ultimi dati pubblicati mostrano che il ritmo dell'attività economica in America latina resta alquanto vigoroso. La crescita del prodotto continua a essere trainata dalle esportazioni, mentre recentemente la domanda interna ha evidenziato una certa tenuta. L'incremento sui dodici mesi della produzione industriale è stato rispettivamente pari al 3,8 e 2,1 per cento in Brasile e in Messico in agosto e all'8,6 per cento in Argentina in settembre. Le prospettive economiche per la regione sono favorevoli. La domanda interna dovrebbe continuare a rafforzarsi, controbilanciando l'attesa moderazione delle condizioni attualmente molto positive della domanda estera. Il calo dei costi di finanziamento, che riflette la notevole attenuazione delle spinte inflazionistiche, dovrebbe fornire un sostegno aggiuntivo alla crescita.

Riquadro I

IMPLICAZIONI MACROECONOMICHE DEGLI ELEVATI PREZZI DEL PETROLIO PER LE ECONOMIE EMERGENTI DI MERCATO

Negli ultimi anni il livello persistentemente elevato dei prezzi del petrolio ha influito sulle economie emergenti di mercato, con effetti sui saldi con l'estero, sull'inflazione, sulle politiche monetarie e di cambio e sul saldo di bilancio. Il rincaro del petrolio, in atto dal 2002, ha indotto miglioramenti significativi del saldo commerciale e di quello di bilancio per gran parte dei paesi esportatori netti di petrolio, mentre non sembra aver avuto un impatto significativo sull'inflazione e sul tasso di cambio reale di molti paesi. Forse è ancora più notevole che nella maggioranza dei casi la bilancia commerciale e i conti pubblici delle economie emergenti importatrici nette di petrolio abbiano mostrato una sostanziale tenuta a fronte dei rincari del greggio, e la trasmissione di questi ultimi all'inflazione interna sia rimasta assai limitata fino al 2004. A partire dal 2005, tuttavia, l'andamento dei saldi con l'estero e di bilancio di alcune economie importatrici nette (in particolare quelle dei paesi emergenti dell'Asia) ha cominciato a peggiorare, in parte – sembrerebbe – a causa degli ulteriori rincari del greggio.

Impatto sui saldi con l'estero

Le posizioni di conto corrente di molte economie sia esportatrici sia importatrici di petrolio in America latina, Asia e Medio oriente sono state solide negli ultimi anni. In generale, le economie esportatrici nette di petrolio hanno mostrato un cospicuo miglioramento degli avanzi commerciali e di parte corrente dal 2002. Ciò ha favorito la crescita economica, specie in quei paesi dove il settore petrolifero rappresenta una quota preponderante dell'attività. Per quanto riguarda le economie importatrici nette di petrolio, ci si poteva attendere che esse subissero un peggioramento dei saldi con l'estero a causa del significativo rincaro del greggio, mentre gran parte dei paesi ha continuato a registrare avanzi commerciali e di conto corrente ampi e persino in crescita rispetto al 2002 (cfr. tavola). In questi paesi il rincaro delle importazioni di greggio è stato più che compensato nel 2003 e nel 2004 dal forte incremento delle esportazioni, sospinte dalla maggiore crescita mondiale, dai più elevati prezzi delle materie prime non petrolifere, di cui hanno beneficiato in particolare le economie dell'America latina, e dalla forte domanda di beni informatici, a vantaggio soprattutto dei paesi emergenti dell'Asia.

Nel 2005, tuttavia, la dinamica delle esportazioni è molto diminuita in gran parte dell'Asia a causa di un rallentamento sia della domanda di beni informatici, sia delle importazioni cinesi. I prezzi delle materie prime diverse dai carburanti, sebbene ancora elevati, hanno mostrato una tendenza calante rispetto al 2004 e la domanda interna si è ripresa in molti di questi paesi. Considerando il livello

Conto corrente, inflazione e saldo di bilancio di alcune economie di mercato emergenti

	Conto corrente in perc. del PIL			IPC ¹⁾ rispetto all'anno precedente			Saldo di bilancio in perc. del PIL		
	2002	2004	2005 ²⁾	2002	2004	2005 ³⁾	2002	2004	2005 ²⁾
Esportatori netti di petrolio									
Argentina	8,5	2,0	1,3	41,0	6,1	10,8	-11,7	-1,6	0,2
Malesia	8,4	12,6	13,5	1,7	2,1	2,0	-5,6	-4,3	-3,5
Messico	-2,1	-1,1	-1,1	5,7	5,2	3,8	-1,6	-0,3	-0,7
Russia	9,0	10,3	13,2	15,0	11,7	11,9	1,3	4,4	8,6
Arabia Saudita	6,3	20,5	32,4	0,2	0,3	0,6	-5,9	9,6	17,5
Venezuela	8,2	12,7	15,9	31,2	19,2	20,4	-6,0	-3,8	-1,4
Importatori netti di petrolio									
Brasile	-1,7	1,9	1,7	14,7	6,1	4,0	-0,8	-1,5	-3,8
Cile	-0,9	1,5	0,3	2,8	2,4	2,7	-1,2	2,2	2,8
Cina	2,8	4,2	6,1	-0,4	2,4	2,3	-3,3	-1,7	-1,7
India	1,4	-0,1	-1,8	6,0	5,3	5,5	-6,1	-4,5	-4,5
Indonesia	3,9	1,2	-0,4	10,0	6,4	7,8	-1,5	-1,4	-1,6
Corea	1,0	4,1	2,0	3,7	3,0	2,7	2,3	2,3	2,2
Tailandia	5,5	4,5	-2,5	1,6	2,9	3,0	-2,3	0,3	0,5
Per memoria:									
America latina e Caraibi	-0,9	0,9	0,9	8,7	6,5	6,3	-3,1	-1,5	-2,1
Paesi emergenti dell'Asia	3,7	4,1	3,7	1,8	4,0	3,9	-3,5	-2,2	-2,3
Medio oriente e Nord Africa	4,0	11,0	19,0	5,7	7,3	8,4	-2,1	1,6	5,9
Economie avanzate	-0,8	-1,0	-1,3	1,5	2,0	2,2	-2,4	-2,8	-2,6

Fonti: WEO e basi di dati dell'IIF.

1) Medie annue per l'Arabia Saudita e per gli aggregati regionali.

2) WEO, proiezioni di settembre 2005.

3) IIF, proiezioni del 2005.

ancora elevato della spesa per importazioni e il potenziale rallentamento della domanda delle economie mature, gli avanzi di conto corrente di gran parte delle economie emergenti asiatiche, tranne la Cina, dovrebbero ridursi significativamente a partire dal 2005 (cfr. tavola). In misura minore, lo stesso dovrebbe verificarsi anche per molte economie dell'America latina.

Un ulteriore fattore sottostante l'andamento delle partite correnti è la relativa dipendenza dal petrolio dei paesi emergenti. Questi restano per la maggior parte consumatori di energia meno efficienti delle economie del G7. Tuttavia, in alcuni paesi l'incidenza del petrolio sui consumi interni totali di energia è molto inferiore, limitando l'impatto dei rincari del greggio sul saldo con l'estero. La Cina e l'India, ad esempio, che figurano, rispettivamente, al terzo e nono posto fra gli importatori netti di petrolio e rappresentano i mercati emergenti dove la domanda di greggio nel 2004 è cresciuta più rapidamente, utilizzano il petrolio per soddisfare solo il 20 per cento del loro fabbisogno energetico totale, contro il 40 per cento circa delle economie del G7. Inoltre, la rilevanza sproporzionata del carbone quale principale risorsa energetica sia in Cina sia in India implica che entrambi i paesi consumano meno petrolio per unità di PIL (in termini di parità di potere d'acquisto) rispetto alle economie avanzate come gli Stati Uniti. Anche molti paesi latinoamericani, fra cui alcuni importanti esportatori netti di petrolio come il Venezuela, ricorrono a fonti energetiche alternative al petrolio, come quella idroelettrica, per soddisfare gran parte del loro fabbisogno di elettricità.

Impatto sull'inflazione

In gran parte dei paesi esportatori netti di greggio l'incremento dei redditi petroliferi non ha provocato un aumento dell'inflazione interna, che in molti casi è anzi calata dal 2002 al 2004. Sebbene

il rincaro del petrolio abbia favorito un cospicuo aumento degli avanzi di parte corrente in molti di questi paesi, ciò non ha indotto un apprezzamento del tasso di cambio nominale. Al contrario, i paesi che sono riusciti a tenere relativamente sotto controllo l'inflazione e che hanno ancorato le proprie valute al dollaro statunitense hanno registrato un deprezzamento del cambio in termini effettivi reali. Molti di questi paesi hanno inoltre utilizzato i maggiori proventi petroliferi per ridurre il debito estero, limitando così l'impatto degli afflussi connessi all'esportazione di petrolio sulla crescita interna della massa monetaria. Tuttavia, in alcuni paesi come la Russia si è verificato un apprezzamento in termini effettivi reali a partire dal 2002, mentre in altri, come la Colombia e il Messico, si sono osservate pressioni analoghe nel corso del 2005.

Nei paesi emergenti importatori netti di petrolio l'aumento dei corsi petroliferi non ha finora avuto effetti negativi sull'inflazione. Fra il 2002 e il 2004 la dinamica dei prezzi è aumentata in alcuni paesi (ad esempio, Thailandia e Perù), diminuita in altri (Brasile, India, Indonesia, Corea e Cile). I motivi del calo dell'inflazione in questi paesi sono vari e comprendono fattori non connessi ai prezzi del petrolio quali la debolezza della domanda interna (Corea), una fase di inasprimento della politica monetaria (Brasile), l'apprezzamento del tasso di cambio nominale (Cile) o il rallentamento dei prezzi degli alimentari (Indonesia e India). In una certa misura la trasmissione degli elevati corsi petroliferi ai prezzi interni è stata contenuta anche attraverso sovvenzioni per il carburante e il mantenimento di altre misure amministrative. Tuttavia, tale trasmissione è stata più importante nel 2005, specie in quei paesi emergenti asiatici dove le sovvenzioni al carburante sono state ridotte e la valuta si è deprezzata nei confronti del dollaro (ad esempio, Indonesia e Thailandia).

Impatto sui saldi di bilancio

Per quanto riguarda l'impatto dei rincari petroliferi sui saldi di bilancio, le economie esportatrici nette di greggio hanno in genere beneficiato di forti miglioramenti dei conti pubblici, anche se alcune hanno continuato a registrare disavanzi (come Malesia, Venezuela e Messico). Nella maggior parte dei casi i forti avanzi di bilancio hanno fornito un'ancora per la disciplina macroeconomica, specie nei paesi con regimi di cambio più rigidi. Oltre ad abbassare i livelli complessivi del debito, alcuni esportatori netti di petrolio, soprattutto in America latina, hanno intrapreso iniziative di gestione strategica del debito stesso, volte a migliorare il profilo delle scadenze e dell'ammortamento. Questa evoluzione ha trovato supporto in condizioni di finanziamento favorevoli nei mercati emergenti.

Nei paesi importatori netti di petrolio l'impulso impartito alle entrate pubbliche dalla forte crescita economica e, in alcuni casi, dall'incremento delle esportazioni di materie prime non petrolifere ha contribuito a un miglioramento dei saldi di bilancio fra il 2002 e il 2004, nonostante il costo, talvolta elevato, sopportato per mantenere le sovvenzioni al carburante. Tuttavia, queste sovvenzioni e i massimali di prezzo – ampiamente diffusi nei paesi importatori netti di petrolio, specie fra i paesi emergenti dell'Asia – stanno divenendo sempre più onerosi. Si stima che nel 2005 il costo per finanziare le sovvenzioni raggiungerà il 5,5 per cento del PIL in Indonesia, il 3,1 per cento in Malaysia e l'1,1 per cento in India. Le sovvenzioni al carburante si sono tradotte in un aumento della spesa pubblica nei paesi dove sono direttamente finanziate dallo Stato (come in Indonesia) o in un calo dei profitti societari dove l'applicazione di massimali di prezzo trasferisce l'onere sui bilanci delle raffinerie pubbliche (come in Cina e India). In alcuni paesi, fra cui la Cina, emergono segnali che queste politiche abbiano indotto una penuria nell'offerta di prodotti raffinati, poiché alcuni fornitori si sono mostrati restii a rifornire il mercato interno a prezzi inferiori a quelli prevalenti a livello internazionale. Le vulnerabilità di bilancio associate con le sovvenzioni e altre

misure amministrative in un contesto di prezzi petroliferi persistentemente elevati hanno indotto molte economie emergenti asiatiche (come Indonesia, Malaysia, Thailandia, Cina e India) a ridimensionare i provvedimenti di questo tipo.

Questi cambiamenti di politica economica sono altresì in linea con la dichiarazione del G7 dello scorso settembre, che sollecita i paesi a evitare di ricorrere a sussidi e massimali di prezzo che abbassano artificialmente il prezzo del petrolio sul piano nazionale e concorrono a mantenere la domanda di greggio su valori elevati a livello mondiale. Inoltre, la dichiarazione ha sottolineato l'importanza di un aumento dell'efficienza dei consumi energetici nei paesi in via di sviluppo. Questo auspicio potrebbe avere particolare rilevanza per alcune economie emergenti di mercato i cui consumi di energia sembrano essere significativamente meno efficienti che nei paesi del G7.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

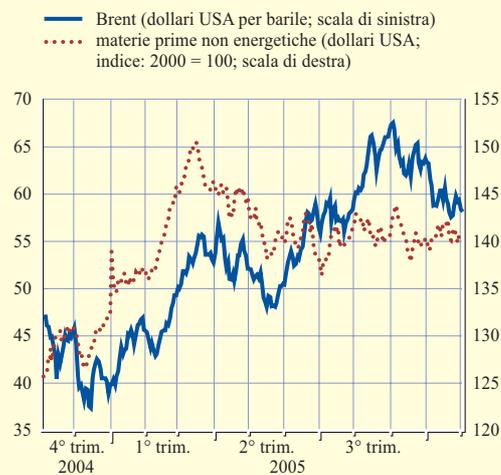
In ottobre le quotazioni petrolifere sono scese rispetto ai massimi storici dei primi di settembre, a seguito di un incremento delle scorte di greggio statunitensi superiore alle attese e di indicazioni preliminari di un calo (benché probabilmente temporaneo) della domanda di petrolio seguito agli uragani che hanno colpito gli Stati Uniti. Il 2 novembre il greggio di qualità Brent veniva quotato a 58,1 dollari, un livello inferiore del 14 per cento al picco di settembre ma ancora superiore del 46 per cento nel confronto con l'inizio dell'anno. Anche i prezzi del carburante sono calati in ottobre, tornando sui livelli precedenti gli uragani. Il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e di conseguenza l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta dovrebbero mantenere i prezzi del petrolio elevati e volatili. Stando ai contratti *future*, negli anni a venire le quotazioni petrolifere dovrebbero restare vicine ai livelli attuali.

Dopo essere arretrati rispetto al massimo di marzo, i corsi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente invariati negli ultimi sei mesi in quanto l'aumento dei prezzi delle materie prime industriali è stato controbilanciato dal calo di quelli dei beni alimentari. Ciò nonostante, in ottobre le quotazioni in dollari delle materie prime non energetiche si sono collocate su un livello superiore di circa il 13 per cento a quelle di 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. Nonostante il lieve indebolimento temporaneo determinato dagli uragani negli Stati

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

Uniti sul breve periodo, la dinamica sottostante dell'economia mondiale sembra relativamente robusta, sorretta da positive condizioni di finanziamento e di redditività. Lo attestano fra l'altro gli indicatori anticipatori disponibili: il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è rimasto stabile in agosto, in quanto gli aumenti in gran parte dei paesi sono stati controbilanciati dalla flessione in alcune altre economie e più in particolare negli Stati Uniti e in Canada. Benché inferiori rispetto ai massimi di settembre, i prezzi del petrolio e dei prodotti derivati rimangono alti. Le quotazioni petrolifere restano pertanto il principale rischio per le prospettive, nell'insieme relativamente favorevoli, dell'economia mondiale.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita sui dodici mesi di M3 ha continuato a rafforzarsi in settembre, proseguendo la tendenza al rialzo in atto da metà 2004. L'effetto di stimolo del basso livello prevalente dei tassi di interesse, che comporta un contenuto costo opportunità di detenere attività monetarie, permane il fattore dominante alla base delle dinamiche della moneta e del credito. La persistente crescita sostenuta della moneta e del credito nel contesto di una liquidità più che abbondante segnala crescenti rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Inoltre, tali andamenti determinano la necessità di tenere sotto stretta osservazione l'evoluzione dei prezzi delle attività, dal momento che potenzialmente potrebbero emergere disallineamenti dei prezzi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

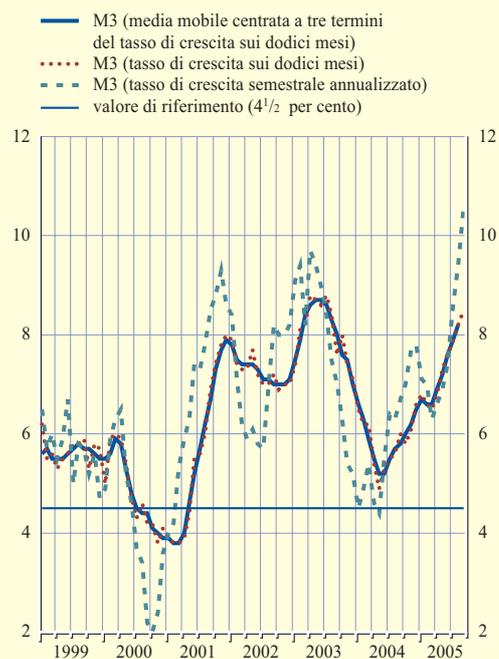
In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito all'8,5 per cento, dall'8,2 di agosto. Nel periodo luglio-settembre la media a tre mesi del tasso è aumentata all'8,2 per cento, contro il 7,9 del periodo giugno-agosto. I dati degli ultimi mesi confermano il rafforzamento della crescita di M3 in atto dalla seconda metà del 2004. Il vigore dell'espansione di M3 è particolarmente evidente nell'evoluzione a più breve termine, come mostra l'ulteriore aumento in settembre del tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno, dal 9,4 al 10,6 per cento, il livello più elevato dall'avvio della Terza fase della UEM nel gennaio 1999 (cfr. figura 4).

I dati di settembre confermano la tesi secondo cui l'effetto di stimolo esercitato dal prevalere di un basso livello dei tassi di interesse abbia continuato a essere il fattore dominante alla base della dinamica monetaria. Dal lato delle componenti, il maggior contributo all'attuale elevato livello della crescita di M3 è provenuto dalle attività più liquide contenute nell'aggregato monetario ristretto M1. Dal lato delle contropartite, l'ulteriore aumento del tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato ha sospinto l'espansione monetaria. Nel contempo, la normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro, che aveva frenato la crescita di M3 a fine 2003 e inizio 2004, ha perso slancio.

Dato il sostenuto tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 nei trimestri più recenti, la liquidità nell'area dell'euro rimane più che abbondante. Ciò comporta crescenti 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

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

della moneta e del credito nel contesto di una liquidità abbondante determina la necessità di tenere sotto attenta osservazione le dinamiche dei prezzi delle attività, dal momento che potenzialmente potrebbero emergere disallineamenti dei prezzi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In settembre gli andamenti di M1 hanno continuato a fornire il maggiore contributo alla crescita sui dodici mesi di M3. Fra le componenti di M1, è proseguita la rapida espansione del circolante e dei depositi a vista, seppur con una lieve moderazione. Il tasso di crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è ulteriormente aumentato (cfr. tavola 1), cosicché questa componente è divenuta la principale determinante degli incrementi dell'espansione di M3. 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.

Il tasso di incremento dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM (escluso l'Eurosistema) è ulteriormente aumentato in settembre. Questa classe di attività costituisce l'aggregato più ampio delle componenti di M3 per cui sono disponibili le informazioni per settore detentore e in settembre ha rappresentato circa l'80 per cento di M3. Il rafforzamento del tasso di crescita sui dodici mesi di queste attività in atto dalla metà del 2004 ha interessato tutti i settori, sebbene contributi particolarmente sostanziali siano provenuti da intermediari finanziari non monetari diversi dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione, malgrado la loro quota relativamente modesta sull'insieme dei depositi a breve termine.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 è aumentato lievemente in settembre. Fra tali strumenti, il tasso di espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che sono spesso impiegati da famiglie e imprese come strumento per detenere fondi in periodi di accresciuta incertezza, è rimasto relativamente contenuto. La crescita moderata di questi strumenti negli ultimi mesi, dopo tassi di incremento a due cifre fra la metà del 2001 e la fine del 2003,

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	
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ago.	set.
M1	48,0	9,3	9,6	9,8	11,3	11,6	11,2
Banconote e monete in circolazione	7,3	19,1	18,0	17,3	16,0	15,6	15,3
Depositi a vista	40,7	7,7	8,2	8,5	10,4	10,9	10,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	37,7	3,5	4,5	5,0	5,4	5,3	6,5
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,5	-2,4	0,5	2,6	4,5	4,2	7,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	22,1	7,4	7,1	6,6	6,0	6,0	5,9
M2	85,7	6,4	7,1	7,5	8,4	8,6	8,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,3	3,9	4,0	4,4	5,7	5,8	6,2
M3	100,0	6,1	6,7	7,1	8,0	8,2	8,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,0	6,5	6,6	6,9	7,0	7,3
Credito alle amministrazioni pubbliche		3,7	3,4	2,2	1,2	1,1	1,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		0,4	-0,3	-0,7	-0,9	-0,9	0,7
Credito al settore privato		6,7	7,3	7,8	8,5	8,6	8,9
Prestiti al settore privato		6,9	7,3	7,5	8,3	8,4	8,6
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,9	9,5	9,6	9,8	9,8	9,1

Fonte: BCE.

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

indica una normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro. Nel contempo, si è avuta una crescita a due cifre dei titoli di debito con scadenza fino a due anni, probabilmente riconducibile in parte all'emergere di nuovi prodotti strutturati, che combinano tali titoli con strumenti derivati che offrono un'esposizione agli andamenti dei mercati azionari e obbligazionari.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita dei prestiti concessi dalle IFM al settore privato è ulteriormente salito, all'8,6 per cento in settembre dall'8,4 di agosto. La perdurante forte espansione dei prestiti delle IFM ha interessato tutti i settori, riflettendo l'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse e forse anche una maggiore fiducia in alcuni settori dell'economia.

I prestiti delle IFM alle famiglie hanno continuato a essere sospinti principalmente dal dinamismo dei mutui per l'acquisto di abitazioni, cresciuti in settembre a un tasso del 10,5 per cento, contro il 10,7 di agosto (cfr. tavola 2). Il perdurante forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni rispecchia il contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari nell'insieme dell'area dell'euro e il vigore dell'andamento del mercato degli immobili residenziali in molte regioni. La crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, che si è intensificata dagli inizi del 2004, è ulteriormente aumentata in settembre. Ciò è ascrivibile a incrementi nella domanda di prestiti per tutte le scadenze, con livelli di domanda particolarmente elevati per i prestiti con scadenza superiore a cinque anni. Unitamente ai risultati dell'indagine sul credito bancario di ottobre (cfr. riquadro 2 per i dettagli), i dati sui prestiti delle IFM indicano che le società non finanziarie sono in grado di finanziare la spesa futura per investimenti reali qualora le condizioni della domanda lo richiedessero.

Per quanto riguarda il credito complessivo delle IFM ai residenti nell'area dell'euro, l'ulteriore rafforzamento di settembre ha continuato a rispecchiare considerevoli differenze in termini di ritmo di crescita tra la forte domanda proveniente dal settore privato e l'andamento moderato del credito erogato alle amministrazioni pubbliche.

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 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 ago.	2005 set.
Società non finanziarie	41,2	5,1	5,7	6,1	6,7	6,6	7,0
Fino a 1 anno	30,6	1,6	3,2	4,5	5,1	4,8	5,3
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,2	5,8	6,7	6,4	6,3	5,8	5,8
Oltre 5 anni	52,2	7,0	6,9	6,9	7,9	8,0	8,5
Famiglie²⁾	50,6	7,9	8,1	8,1	8,5	8,6	8,6
Credito al consumo ³⁾	13,3	6,2	6,4	6,7	7,0	7,0	7,3
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	69,1	9,9	10,1	10,1	10,6	10,7	10,5
Altri prestiti	17,5	1,9	2,2	2,1	2,3	2,3	2,4
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	14,4	23,0	14,4	16,5	18,3	22,7
Altri intermediari finanziari non monetari	7,5	10,2	10,6	11,4	15,7	16,4	17,5

Fonte: BCE.

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

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

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

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è rimasto vigoroso, pur diminuendo al 9,1 per cento in settembre dal 9,8 di agosto. Tale sostenuta dinamica è principalmente riconducibile agli andamenti dei titoli di debito emessi con una scadenza superiore a due anni ed è indicativa di una perdurante propensione del settore detentore di moneta dell'area a investire in strumenti finanziari dell'area dell'euro a più lungo termine e più rischiosi.

Il flusso sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è sceso a 80 miliardi di euro in settembre, da 132 miliardi nel mese precedente, rispecchiando in certa misura il recente deflusso netto di fondi. Tuttavia, nel corso del 2005 i flussi delle attività nette sull'estero sono rimasti positivi e hanno pertanto continuato a contribuire favorevolmente alla crescita di M3. Le variazioni nella posizione netta sull'estero delle IFM indicano una riluttanza nel settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere, quantomeno rispetto alla domanda di non residenti per attività dell'area. Tale riluttanza sta ostacolando un sostanziale rientro delle riallocazioni di portafoglio accumulate durante il periodo di accresciuta incertezza economica e finanziaria fra il 2001 e la metà del 2003.

Riassumendo le informazioni desunte dalle contropartite, il basso livello prevalente dei tassi di interesse ha alimentato il crescente dinamismo dei prestiti delle IFM al settore privato, e ciò ha continuato a fornire sostegno a una vigorosa crescita di M3. Tale evoluzione ha più che compensato la propensione del settore detentore di moneta dell'area a investire in strumenti finanziari dell'area dell'euro a più lungo termine e più rischiosi, come rispecchiato dalla forte espansione in atto delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM.

Figura 5 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Riquadro 2

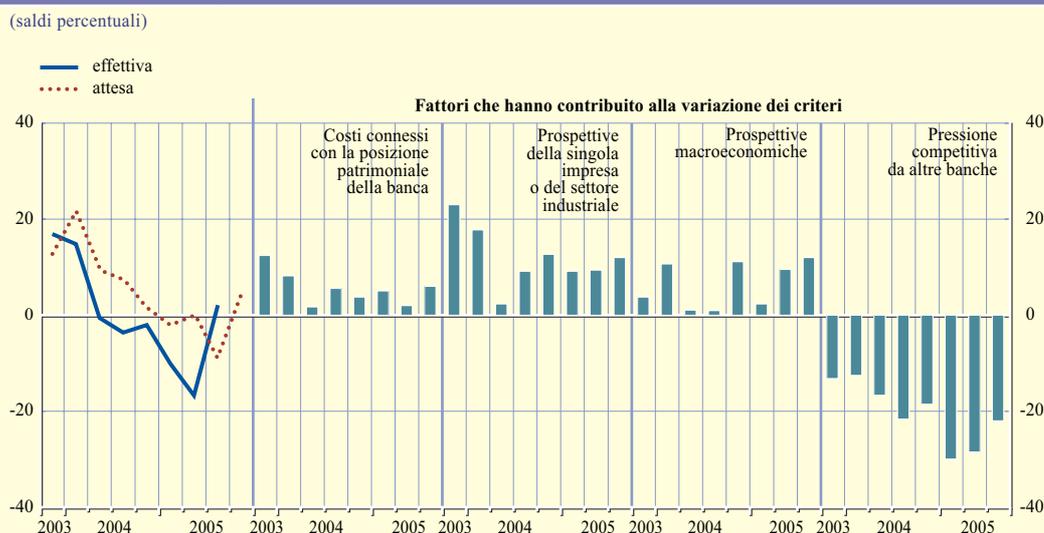
RISULTATI DELL'INDAGINE DI OTTOBRE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in ottobre¹⁾. L'indagine evidenzia un lieve inasprimento netto²⁾ dei criteri per la concessione del credito alle imprese nel terzo trimestre, dopo il significativo allentamento os-

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

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

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 quarto trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2005.

servato nel trimestre precedente; per quanto riguarda invece il credito alle famiglie, le banche hanno rilassato lievemente i criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni, lasciando sostanzialmente invariati quelli relativi al credito al consumo e alle altre tipologie di prestiti alle famiglie. L'indagine segnala inoltre un forte incremento della domanda netta³⁾ di prestiti nel periodo. Per il quarto trimestre le banche interpellate prevedono un ulteriore inasprimento netto dei criteri per la concessione di credito alle imprese e un lieve allentamento di quelli relativi ai prestiti alle famiglie.

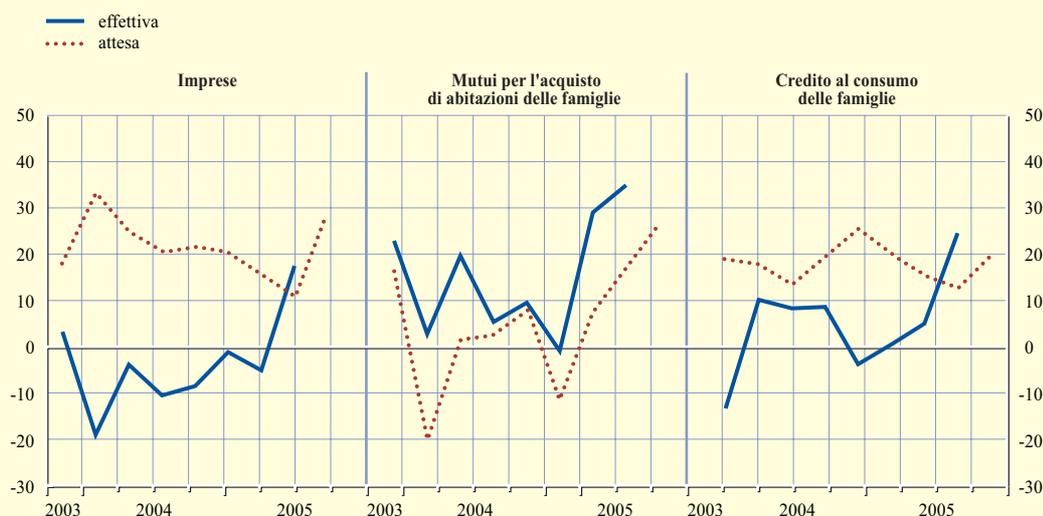
Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Per il terzo trimestre le banche hanno segnalato un lieve inasprimento netto (del 2 per cento) dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito alle imprese, contro l'allentamento netto (-17 per cento) nel trimestre precedente (cfr. figura A, primo riquadro). Tra i fattori che spiegano tali andamenti, la percezione di rischi riguardo alle prospettive dell'attività economica generale e di quelle specifiche settoriali ha contribuito all'inasprimento in modo appena superiore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura A, terzo e quarto riquadro), mentre è diminuito il contributo all'allentamento fornito dalla concorrenza di altre banche (cfr. figura A, quinto riquadro). Per quanto riguarda i termini e le condizioni di credito, l'inasprimento netto dei criteri è consistito principalmente in un aumento dei margini di profitto sui prestiti a maggiore rischiosità, nonché in un aumento degli oneri diversi dai tassi di interesse e da una riduzione dell'entità dei prestiti o linee di credito. In termini di dimensioni dei mutuatari, le banche hanno segnalato un inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito a favore delle piccole, medie e grandi imprese.

3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una contrazione.

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 quarto trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2005.

Domanda di prestiti. La domanda netta di prestiti alle imprese è aumentata vigorosamente rispetto al trimestre precedente (al 17 per cento, da -5; cfr. figura B, primo riquadro), sia da parte delle piccole e medie imprese sia da parte delle grandi.

Stando agli istituti interpellati, i principali fattori che hanno contribuito all'aumento della domanda netta sono un aumento del fabbisogno di finanziamento per la costituzione di scorte e per il capitale circolante, nonché per attività di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria. Un contributo positivo è provenuto anche dagli investimenti fissi (per la prima volta dall'avvio dell'indagine), nonché dal lieve calo della disponibilità di finanziamento interno e dalla minore emissione di titoli di debito.

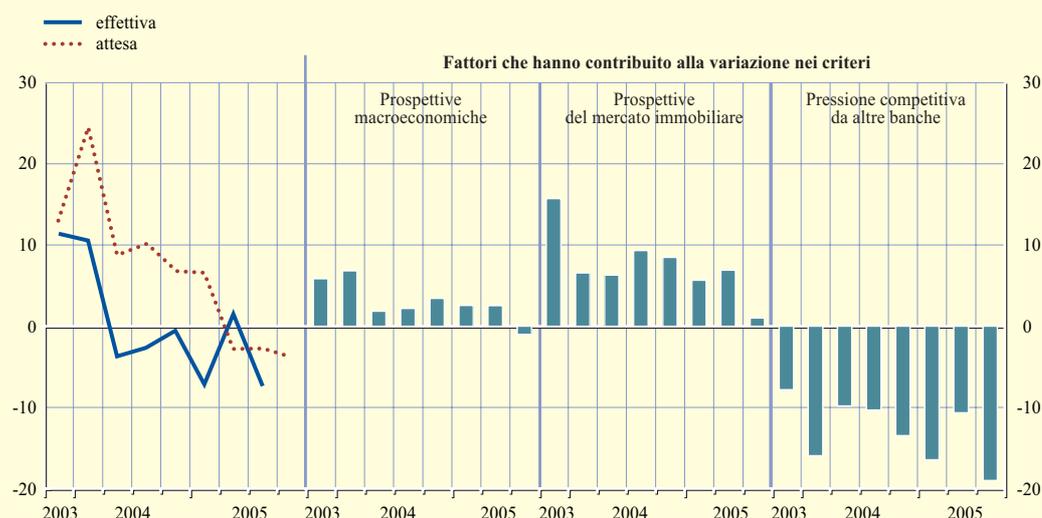
Aspettative. Nel complesso, per il quarto trimestre le banche prevedono un inasprimento netto dei criteri di approvazione dei prestiti o linee di credito alle imprese (cfr. figura A, primo riquadro), a fronte di un ulteriore aumento della domanda netta di prestiti a imprese, in particolare da parte delle piccole e medie imprese (cfr. figura B, primo riquadro).

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre le banche hanno segnalato un allentamento netto dei criteri applicati alle domande di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (-7 per cento, dal 2 del secondo trimestre), in linea con le aspettative espresse nell'indagine di luglio (cfr. figura C, primo riquadro). Il lieve allentamento netto riflette ridotte percezioni di rischio da parte delle banche riguardo alle prospettive del mercato immobiliare e alle attese sull'attività economica generale (cfr. figura C, secondo e terzo riquadro), oltre che

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 quarto trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di ottobre 2005.

– come nei trimestri precedenti – il contributo positivo della concorrenza delle altre banche (cfr. figura C, quarto riquadro). Quanto ai termini e alle condizioni di credito, le banche hanno segnalato che il lieve allentamento netto dei criteri applicati alla concessione di mutui per l’acquisto di abitazioni è stato conseguito principalmente tramite una riduzione dei margini di profitto sulla media dei prestiti e, in misura inferiore, tramite un allungamento della scadenza dei nuovi prestiti. All’allentamento netto hanno inoltre contribuito gli andamenti del rapporto fra valore dei prestiti e valore delle garanzie.

Domanda di prestiti. Nel terzo trimestre è proseguita la crescita vigorosa della domanda netta di mutui per l’acquisto di abitazioni, al 35 per cento dal 29 del trimestre precedente (cfr. figura B, secondo riquadro); l’andamento riflette principalmente un contributo lievemente più positivo della percezione delle famiglie circa le prospettive del mercato immobiliare, unito al leggero miglioramento del clima di fiducia dei consumatori segnalato dalle banche per il terzo trimestre.

Aspettative. Per il quarto trimestre le banche interpellate continuano a prevedere un allentamento netto dei criteri per la concessione di prestiti per l’acquisto di abitazioni (cfr. figura C, primo riquadro) e un aumento della domanda netta di tale tipologia di prestiti (cfr. figura B, secondo riquadro).

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

Criteri per la concessione del credito. I criteri applicati alle domande di credito al consumo delle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente, allo 0 per cento dal -2 per cento di luglio (cfr. figura D, primo riquadro), riflettendo la complessiva stabilità di quasi tutte le loro determinanti (cfr. figura D, secondo, terzo e quarto riquadro); tuttavia, i

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 quarto trimestre del 2005 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di ottobre 2005.

rischi associati al merito di credito dei consumatori, pur essendo lievemente meno negativi, hanno continuato a offrire un leggero contributo all’inasprimento dei criteri. I termini e le condizioni del credito al consumo sono rimasti sostanzialmente invariati.

Domanda di prestiti. Secondo le banche interpellate, la domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie è aumentata vigorosamente nel terzo trimestre (al 25 per cento dal 5 del trimestre precedente; cfr. figura B, terzo riquadro), soprattutto per effetto dell’accreciuta spesa per beni di consumo durevoli. Inoltre le banche hanno indicato per la prima volta il clima di fiducia dei consumatori quale fattore che ha contribuito positivamente alla domanda netta.

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

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell’area dell’euro è rimasto sostenuto. Il tasso di incremento dei titoli emessi da società non finanziarie è lievemente aumentato dal basso livello del mese precedente e, nel contempo, quello dei titoli emessi dalle IFM si è mantenuto vigoroso. In luglio e agosto il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da residenti nell’area è stato significativamente più elevato, benché principalmente per una revisione statistica.

TITOLI DI DEBITO

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro pur mostrando una dinamica ancora sostenuta, ha continuato a diminuire, al 7,1 per cento dal 7,3 di luglio. Tale andamento è prevalentemente riconducibile a quello dei titoli di debito a lungo termine, il cui tasso di crescita ha subito una leggera flessione e si è collocato al 7,8 per cento, mentre quello dei titoli a breve emessi da residenti nell'area è aumentato all'1,1 per cento. Il lieve calo dell'emissione dei titoli di debito a lungo termine è stato causato principalmente dall'ulteriore flessione della crescita dei titoli a tasso variabile, scesa leggermente in agosto al 19,8 per cento da un massimo del 22,1 per cento in giugno.

Per quanto concerne l'emissione per settore, la crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie ha raggiunto il 2,2 per cento in agosto, dall'1,5 di luglio (cfr. tavola 3). Tuttavia, i dati destagionalizzati indicano che il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno è diminuito all'1,7% in agosto, dal 2,5 di luglio. La relativa debolezza dell'emissione di titoli di debito da parte di società non finanziarie è probabilmente ascrivibile alla sostituzione del finanziamento tramite titoli di debito con altre fonti di finanziamento, in particolare i prestiti bancari (cfr. sottosezione 2.1).

Tale ipotesi è confermata dall'evidenza qualitativa ricavata dall'indagine sul credito bancario di ottobre per l'area dell'euro (cfr. riquadro 2), i cui risultati indicano un incremento della domanda di prestiti bancari da parte delle imprese, dovuto principalmente alle crescenti esigenze di finanziamento per la costituzione di scorte e per il fabbisogno di capitale circolante, per effettuare operazioni di fusione e acquisizione e ristrutturazioni societarie, nonché, per la prima volta dall'avvio dell'indagine, per finanziare investimenti fissi.

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto invariato al 9,2 per cento. L'espansione del finanziamento tramite titoli a lungo termine a tasso variabile si è mantenuta particolarmente sostenuta, al 19 per cento, portando questa tipologia di titoli a rappresentare il 37 per cento delle consistenze di titoli a lungo termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro. La forte crescita delle emissioni delle IFM è ascrivibile ai fabbisogni di finanziamento di queste ultime derivanti dall'incremento relativamente rapido dei prestiti delle IFM al settore privato.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2005 ago.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2004		2005		2005	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	lug.	ago.
Emissione di titoli di debito:	10.054	7,2	6,8	7,2	7,3	7,3	7,1
IFM	4.030	8,6	8,8	9,1	8,8	9,2	9,2
Società finanziarie non monetarie	827	11,4	9,9	11,6	17,2	18,7	19,0
Società non finanziarie	617	3,7	3,0	2,8	4,6	1,5	2,2
Amministrazioni pubbliche	4.580	5,9	5,3	5,5	4,9	4,7	4,2
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.313	5,4	4,8	5,1	4,5	4,3	3,7
Altre amministrazioni pubbliche	268	16,4	14,5	13,7	12,0	12,7	11,9
Emissione di azioni quotate:	4.606	0,9	1,1	1,1	1,0	3,0	3,1
IFM	723	1,7	2,0	2,6	2,2	2,2	2,9
Società finanziarie non monetarie	447	1,7	1,5	1,0	1,0	1,2	1,2
Società non finanziarie	3.436	0,7	0,9	0,8	0,8	3,4	3,3

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*.

Figura 6 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

Figura 7 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.
Note: i tassi di crescita sono calcolati sulla base di transazioni finanziarie. Per quanto riguarda i tassi di crescita degli altri settori, cfr. la figura F17 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.
1) Le serie corrette escludono gli effetti di operazioni di ristrutturazione societaria di dimensioni rilevanti tra un soggetto residente e un soggetto non residente nell'area dell'euro.

Le società non finanziarie e le IFM utilizzano anche le società finanziarie non monetarie per la raccolta indiretta di finanziamento esterno. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è rimasto elevato e sostanzialmente invariato al 19 per cento in agosto. In questo settore, gran parte dell'espansione è imputabile all'emissione di titoli a lungo termine a tasso variabile, che è aumentata di circa il 38 per cento. L'importanza dell'attività di emissione da parte delle società finanziarie non monetarie è andata crescendo, come indicato dall'aumento del 19 per cento delle consistenze dei titoli di debito emessi da tali società nei dodici mesi terminati in agosto, a fronte dell'incremento del 2,2 per cento osservato per le società non finanziarie.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è diminuito lievemente al 4,2 per cento in agosto.

AZIONI QUOTATE

In luglio e agosto il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è aumentato significativamente in media, per lo più a seguito di una revisione al rialzo del dato di luglio per le azioni emesse da società non finanziarie a causa di una significativa ristrutturazione societaria che ha interessato un soggetto giuridico residente e uno non residente nell'area dell'euro. Senza questo effetto statistico il tasso di crescita in luglio e agosto sarebbe stato solo lievemente superiore ai tassi degli ultimi anni e, difatti, il tasso di variazione sui dodici mesi del dato relativo alla società non finanziarie è calato solo leggermente in agosto, al 3,3 per cento dal 3,4 di luglio.

Il lieve incremento complessivo dell'emissione azionaria è stato alimentato da un aumento delle emissioni lorde di offerte pubbliche iniziali (*initial public offerings*) e degli altri collocamenti (*secondary public offerings*).

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In ottobre i tassi di interesse del mercato monetario a un mese sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli per le scadenze a tre mesi, sei mesi e un anno sono nettamente cresciuti. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti si è accentuata. Inoltre, i tassi impliciti nei prezzi dei futures sull'Euribor a tre mesi con scadenza fra dicembre 2005 e giugno 2006 sono fortemente aumentati.

In ottobre i tassi di interesse del mercato monetario per la scadenza a un mese sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre i tassi Euribor a tre, sei e dodici mesi sono aumentati di 8, 19 e 25 punti base rispettivamente nel periodo fra la fine di settembre e il 2 novembre. A questa data i quattro tassi del mercato monetario si collocavano al 2,12, 2,26, 2,39 e 2,57 per cento rispettivamente. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è marcatamente accentuata. La differenza fra i tassi Euribor a dodici mesi e a un mese è cresciuta da 20 a 45 punti base da fine settembre al 2 novembre.

Analogamente, fra fine settembre e il 2 novembre i tassi impliciti nei prezzi dei contratti *futures* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2005 e a marzo e giugno 2006 hanno segnato incrementi notevoli, compresi fra i 19 e i 31 punti base, collocandosi il 2 novembre al 2,40, 2,59 e 2,74 per cento rispettivamente.

I tassi nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente stabili in ottobre. Il 30 settembre il tasso *Euro Overnight Index Average* (Eonia) è aumentato al 2,15 per cento, a causa del consueto effetto di fine trimestre. Nei giorni seguenti, tuttavia, è ridisceso al 2,09-2,10 per cento, rimanendo così su livelli leggermente superiori a quelli di settembre. Verso la fine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria l'Eonia è gradualmente diminuito, portandosi all'1,93 per cento l'11 ottobre per effetto dell'abbondante liquidità. Quel giorno è stata portata a termine con successo un'operazione di *fine tuning* di assorbimento di liquidità per ripristinare condizioni di liquidità neutrali. Nei giorni seguenti l'Eonia si situava al 2,08 per cento, in linea con il valore prevalente nei giorni antecedenti la fine del trimestre precedente e del periodo di mantenimento. Esso è calato ulteriormente, al 2,07 per cento, alla fine del mese, con la sola eccezione del 31 ottobre per l'effetto di fine mese.

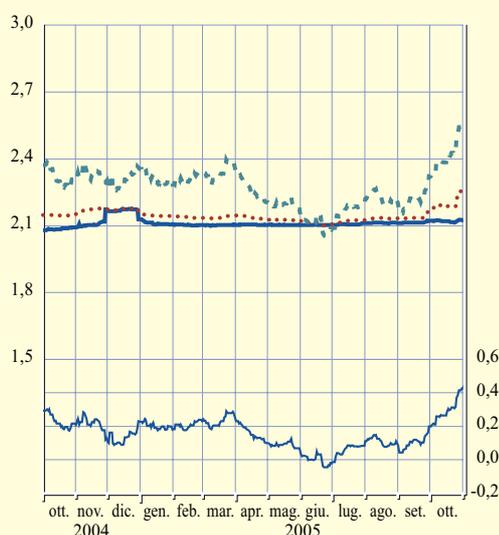
Il tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema è salito dal 2,06 al 2,07 per cento nell'operazione regolata il 12 ottobre, ossia il primo giorno del periodo di mantenimento terminante l'8 novembre. In risposta a ciò, nella prima ORP la BCE ha assegnato un importo di liquidità lievemente superiore a quello di riferimento annunciato. Il tasso marginale d'asta è diminuito di 1 punto base nella ORP successiva, per poi stabilizzarsi nelle ORP seguenti, mentre il tasso medio ponderato è rimasto invariato al 2,07 per cento in tutte le operazioni di ottobre. Infine, nella ORP condotta il 2 novembre entrambi i tassi d'asta sono ulteriormente scesi di 1 punto base, al 2,05 e al 2,06 per cento rispettivamente (cfr. figura 8).

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 27 ottobre i tassi di interesse marginale e medio ponderato sono saliti rispettivamente al 2,17 e al 2,19 per cento,

Figura 8 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)

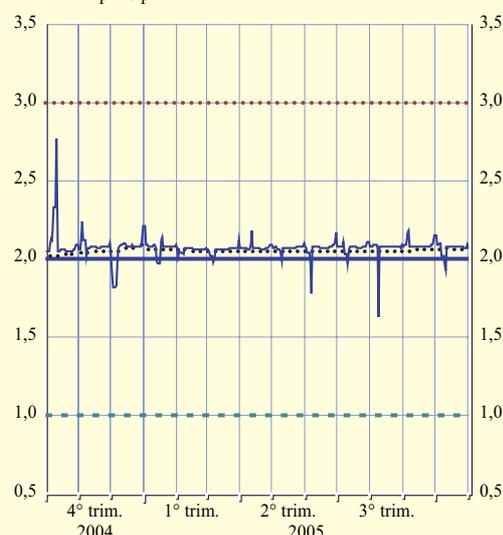


Fonte: Reuters.

Figura 9 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.

ossia di 9 e 10 punti base rispetto all'operazione precedente. Alla data dell'operazione i tassi d'asta risultavano inferiori di 7 e 5 punti base rispettivamente al tasso Euribor a tre mesi prevalente.

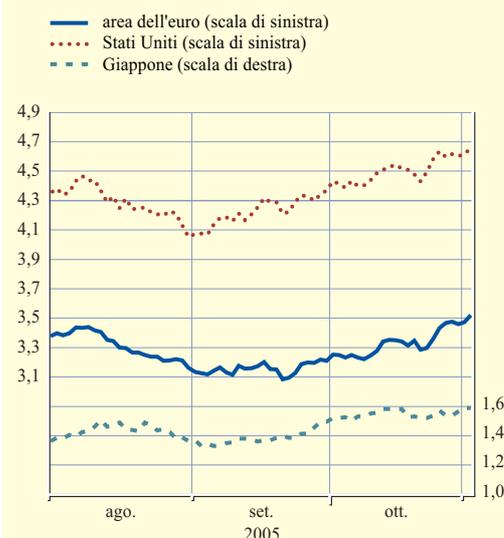
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nei principali mercati sono ulteriormente aumentati in ottobre, rispecchiando l'incremento dei tassi di interesse reali che, a sua volta, è stato in parte determinato dalle migliorate prospettive di crescita economica derivanti dal lieve calo dei prezzi del petrolio. L'incertezza degli operatori circa l'andamento nel breve periodo del mercato obbligazionario, segnalata dalla volatilità implicita del mercato, è rimasta su livelli piuttosto contenuti nei principali mercati.

L'andamento dei tassi di interesse nominali a lungo termine in ottobre è stato sostanzialmente simile nei principali mercati mondiali. Fra la fine di settembre e il 2 novembre i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono cresciuti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti di 30 punti base circa (cfr. figura 10); di conseguenza, il corrispondente differenziale di rendimento fra le due aree è risultato stabile e pari a circa 115 punti base il 2 novembre. Contemporaneamente, i rendimenti degli analoghi titoli di Stato del Giappone sono lievemente aumentati. Gli investitori nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono parsi reagire al calo dei prezzi del petrolio, interpretato

Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

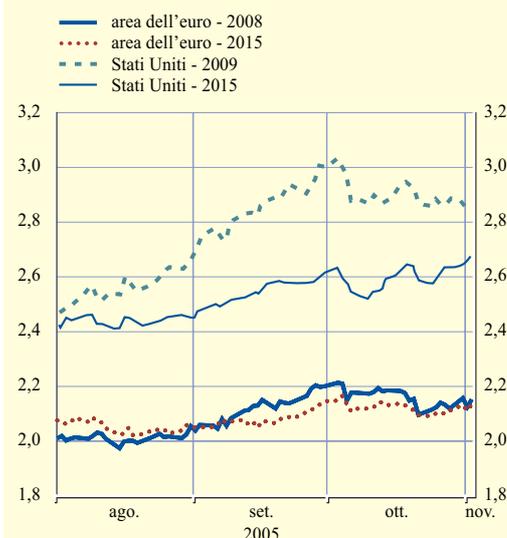
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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 11 Tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

come un segnale positivo per le prospettive di crescita a breve termine. Allo stesso tempo, l'incertezza degli operatori circa gli sviluppi di breve periodo nei mercati obbligazionari è rimasta pressoché immutata nelle principali aree, come mostra la sostanziale stabilità della volatilità implicita, i cui livelli di fine ottobre risultavano lievemente inferiori a quelli medi osservati dal 1999 in gran parte dei principali mercati.

Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine hanno continuato a recuperare terreno in ottobre dopo i minimi toccati agli inizi di settembre, allorché gli operatori nutrivano preoccupazioni ben maggiori riguardo alle possibili conseguenze economiche dei forti rincari dell'energia e dei danni causati dall'uragano Katrina. Il successivo calo dei prezzi del petrolio sembrerebbe quindi aver influito sulle percezioni in merito alle prospettive per la crescita economica negli Stati Uniti. A riguardo, i rendimenti reali dei titoli di Stato indicizzati statunitensi, che dovrebbero essere positivamente collegati alle prospettive di crescita economica, sono saliti in ottobre lungo l'intera gamma di scadenze, rimanendo tuttavia su livelli relativamente bassi. L'accresciuta incertezza nei mercati azionari e le connesse riallocazioni di portafoglio in favore dei più sicuri investimenti obbligazionari potrebbero aver leggermente attutito l'aumento dei rendimenti nominali e reali a lungo termine.

Nel contempo, in ottobre sembrano essersi in certa misura attenuate le preoccupazioni degli operatori riguardo all'inflazione nel breve periodo, come indicato dal leggero calo dei tassi di inflazione di pareggio a breve termine, probabilmente da mettere in relazione alla diminuzione dei prezzi del petrolio. Tuttavia, il livello dei tassi di inflazione di pareggio a breve è rimasto piuttosto elevato a fine ottobre, di riflesso ai perduranti timori per un possibile accumulo di pressioni inflazionistiche nell'economia statunitense (cfr. figura 11). I tassi di inflazione di pareggio a dieci anni negli Stati Uniti, ricavati dal differenziale di rendimento fra i titoli di Stato nominali e quelli indicizzati con scadenza nel 2015, sono rimasti sostanzialmente invariati, collocandosi al 2,7 per cento circa il 2 novembre.

L'incertezza degli operatori di mercato riguardo all'andamento futuro dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita nel prezzo dei contratti *futures* sul titolo del Tesoro decennale, è rimasta sostanzialmente invariata in ottobre, su livelli storicamente piuttosto contenuti.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono cresciuti in ottobre, pur rimanendo su livelli bassi. La pubblicazione di dati lievemente migliori del previsto sull'attività economica ha sostenuto i rendimenti. Ulteriori pressioni al rialzo sono inoltre provenute dai dati sull'inflazione armonizzata di settembre, risultata superiore alle attese.

I rendimenti corrisposti sulle obbligazioni indicizzate dell'area dell'euro sono lievemente aumentati in ottobre, specie per le scadenze più brevi, il che fa ritenere che nel periodo in esame gli operatori possano nel complesso aver nutrito un ottimismo lievemente maggiore per le prospettive di crescita a breve termine. Di riflesso, il rendimento reale del titolo di Stato indicizzato italiano (collegato allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco) con scadenza nel 2008 è cresciuto di 35 punti base circa fra la fine di settembre e il 2 novembre. Oltre alla pubblicazione di dati positivi sull'attività economica e sul clima di fiducia, gli operatori hanno visto nel calo dei prezzi del petrolio un altro importante fattore a sostegno delle prospettive di crescita, che ha quindi contribuito a un aumento dei tassi di interesse reali. Probabilmente per effetto degli stessi fattori, la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti per l'area dell'euro si è innalzata lungo l'intera gamma di scadenze, e in modo più pronunciato per le scadenze brevi (cfr. figura 12).

Il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni dell'area dell'euro, desunto dal differenziale di rendimento fra i titoli di Stato francesi nominali e quelli indicizzati con scadenza nel 2015, è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi in prossimità del 2,1 per cento il 2 novembre. Allo stesso tempo, i più bassi prezzi del petrolio hanno contribuito a contenere le aspettative di inflazione sugli orizzonti più brevi, come indica il lieve calo dei tassi di inflazione di pareggio a breve termine.

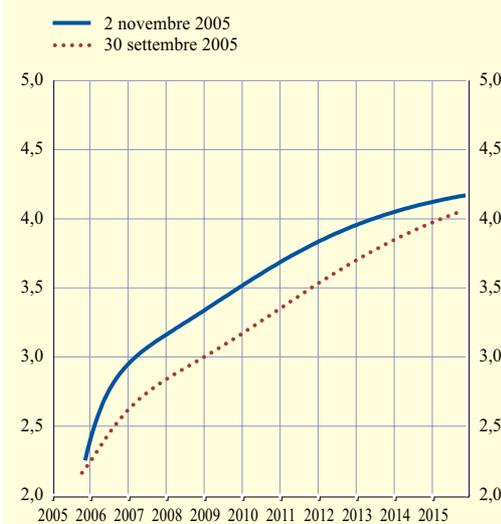
Il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla volatilità implicita, è calato in misura marginale, rimanendo su valori leggermente inferiori a quelli degli ultimi mesi.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In agosto i tassi di interesse applicati dalle IFM ai nuovi depositi e ai nuovi prestiti sono rimasti per la maggior parte sostanzialmente invariati o si sono ridotti.

Figura 12 Tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap*

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



Fonte: stima della BCE.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino (pag. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino ad agosto 2005		
	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 lug.	2005 ago.	2004 ago.	2005 mag.	2005 lug.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,90	1,92	1,94	1,99	1,93	1,95	3	2	2
con durata prestabilita oltre due anni	2,54	2,53	2,42	2,29	2,22	2,10	-52	-17	-12
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,94	2,00	1,98	1,94	2,15	2,03	9	6	-12
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,54	2,52	2,49	2,45	2,34	2,31	-22	-12	-3
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,87	0,89	0,93	0,94	0,94	0,96	9	1	2
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,99	2,04	2,04	2,01	2,01	2,03	4	1	1
con durata prestabilita oltre due anni	3,61	3,53	3,23	3,22	2,98	3,05	-65	-31	7
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	6,58	6,72	6,97	6,54	6,56	6,96	-9	12	41
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,46	3,49	3,43	3,40	3,31	3,34	-16	-7	3
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,80	4,76	4,43	4,36	4,07	4,04	-84	-25	-3
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,44	5,40	5,34	5,24	5,13	5,12	-34	-5	-1
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,02	4,01	3,98	3,91	3,86	3,89	-14	-3	3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,68	4,65	4,45	4,36	4,15	4,13	-58	-9	-1
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,03	2,99	3,02	2,99	2,96	2,96	-2	-3	0
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,31	4,19	3,96	3,90	3,86	3,78	-40	2	-8
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,12	2,15	2,15	2,14	2,12	2,13	2	0	1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,70	2,47	2,39	2,34	2,19	2,24	-29	2	5
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,49	3,18	2,92	2,89	2,66	2,70	-63	-4	4

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.

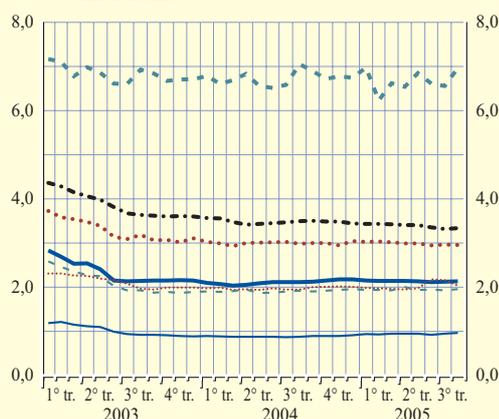
2) I dati trimestrali si riferiscono alla fine del trimestre.

In agosto i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai prestiti a favore sia delle famiglie sia delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al mese precedente, ad eccezione dei tassi sui prestiti al consumo erogati alle famiglie, cresciuti di 41 punti base (cfr. tavola 4). In generale, tuttavia, le variazioni a breve dei tassi di quest'ultima categoria vanno interpretate con particolare cautela, dal momento che il loro livello può variare considerevolmente con andamento alquanto volatile. Gli andamenti complessivi dei tassi sui prestiti a breve termine delle IFM sono stati in linea con quelli osservati nei tassi del mercato monetario comparabili, che non hanno subito variazioni di rilievo.

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

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati ¹⁾)

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



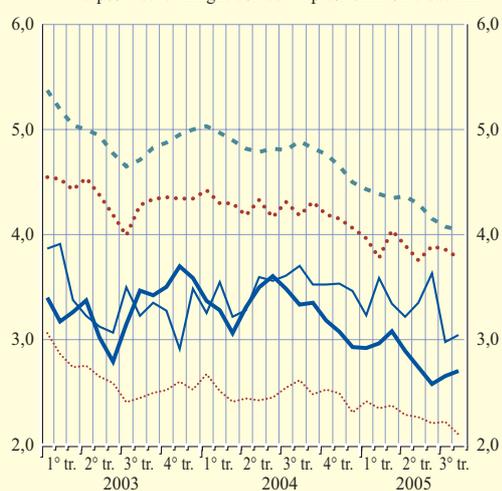
Fonte: BCE.

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 14 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati ¹⁾)

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



Fonte: BCE.

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

Sempre in agosto i tassi applicati dalle IFM ai depositi a breve termine hanno seguito dinamiche molto simili, rimanendo invariati, ad eccezione dei tassi sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, calati di 12 punti base rispetto al mese precedente.

Analizzando gli andamenti degli ultimi dodici mesi, la maggior parte dei tassi sui depositi a breve termine è rimasta sostanzialmente invariata, in linea con la stabilità dei tassi del mercato monetario nello stesso periodo (cfr. figura 13). Nel contempo i tassi sui prestiti a breve termine sono scesi in misura compresa fra i circa 10 e i 35 punti base, ad eccezione dei tassi sui prestiti (superiori a 1 milione di euro) alle società non finanziarie, rimasti pressoché invariati.

In agosto i tassi di interesse a lungo termine hanno in gran parte continuato a calare lievemente, con la principale eccezione rappresentata dai tassi sui depositi delle società non finanziarie con scadenza predeterminata superiore ai due anni, cresciuti di 7 punti base. Tuttavia, l'aggregato per l'area dell'euro dei tassi su questa categoria di depositi tende a essere molto volatile. In contrasto con i cali osservati per gran parte dei tassi a lungo termine, i rendimenti dei titoli di Stato quinquennali hanno continuato ad aumentare, guadagnando in agosto 5 punti base (cfr. figura 14).

In una prospettiva di più lungo termine, negli ultimi dodici mesi i tassi sui prestiti a lungo termine sono diminuiti marcatamente, in misura compresa fra i 40 e gli 85 punti base, con i cali maggiori osservati per i prestiti a lungo termine per l'acquisto di abitazioni. Nello stesso periodo i tassi sui depositi a lungo termine hanno perso fra i 20 e i 65 punti base, con i cali maggiori per i depositi delle società non finanziarie (cfr. tavola 4). Nel contempo i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni sono scesi di 63 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

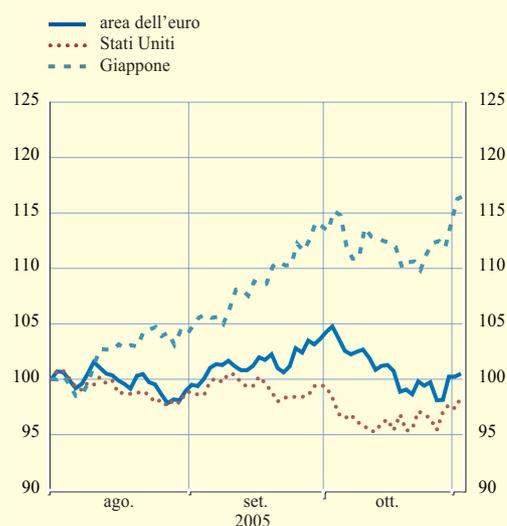
In ottobre i corsi delle azioni sono scesi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, in parte per l'acuirsi dell'incertezza sui mercati azionari. Allo stesso tempo, la crescita dei profitti registrata dalle società quotate è rimasta vigorosa, continuando probabilmente a sostenere le quotazioni.

I prezzi delle azioni nei mercati statunitense e dell'area dell'euro sono diminuiti in ottobre, interrompendo nell'area dell'euro una tendenza ascendente in atto nei mesi recenti, che è invece proseguita in Giappone (cfr. figura 15). Le quotazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurate dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, hanno perso rispettivamente il 3 e l'1 per cento circa fra la fine di settembre e il 2 novembre, mentre nello stesso periodo le quotazioni giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno segnato un incremento di approssimativamente 2 punti base.

In ottobre l'incertezza nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni azionarie, è aumentata in modo abbastanza pronunciato in tutti i principali mercati (cfr. figura 16).

Figura 15 Indici dei corsi azionari

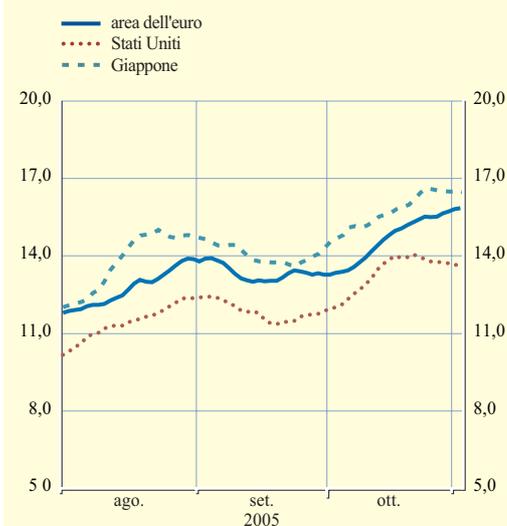
(indice: 1° agosto 2005 = 100; dati giornalieri)



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 16 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.

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie hanno concluso il periodo in rassegna in maniera negativa. I recenti dati sui profitti delle imprese indicano che sebbene nella seconda metà del 2005 le società statunitensi abbiano continuato a registrare una redditività relativamente buona, alcune di esse hanno segnalato un rallentamento degli utili per l'anno a venire. Gli accresciuti timori per la redditività futura che ne sono derivati e il più elevato livello dei tassi di interesse a lungo termine potrebbero aver esercitato un effetto frenante sulle quotazioni statunitensi. Inoltre, la percezione di un intensificarsi dei rischi nel mercato azionario potrebbe aver innalzato in ottobre i premi al rischio, abbassando di conseguenza i prezzi delle azioni. L'ipotesi trova riscontro nell'incremento della volatilità implicita del mercato azionario, ricavata dalle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500 (cfr. figura 16). Inoltre, vi sono alcune indicazioni di una sottoponderazione dei titoli statunitensi nei portafogli dei gestori di fondi a livello mondiale, che potrebbe anch'essa aver contribuito all'andamento osservato.

In linea con il contesto dei mercati azionari a livello mondiale, i prezzi delle azioni nell'area dell'euro sono anch'essi scesi in ottobre, riflettendo l'impatto di diversi fattori. In primo luogo, l'incertezza nel mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, è nettamente aumentata nel periodo in esame. In secondo luogo, i tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro sono cresciuti in ottobre, riducendo così il valore atteso attualizzato dei dividendi futuri. In terzo luogo, è possibile che alcuni investitori abbiano cominciato a nutrire timori circa l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche a livello mondiale. Storicamente, in un siffatto contesto la *performance* dei mercati azionari tende a essere inferiore. Una spinta in direzione opposta è provenuta dalla crescita dei profitti societari, sia effettivi sia attesi, che è rimasta vigorosa. Per quanto riguarda gli andamenti settoriali, fra la fine di settembre e il 2 novembre i titoli del settore del petrolio e del gas naturale hanno perso l'8 per cento circa a causa della flessione dei corsi petroliferi.

3 PREZZI E COSTI

L'andamento dei prezzi dei beni energetici è alla base di gran parte del recente aumento dell'inflazione armonizzata nell'area dell'euro. Il tasso di incremento dello IAPC è salito in settembre al 2,6 per cento e, secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre potrebbe essere lievemente sceso, al 2,5 per cento. Tuttavia le pressioni di fondo sui prezzi rimangono piuttosto contenute. In prospettiva, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe restare al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Nel medio periodo permangono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER OTTOBRE 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è scesa lievemente al 2,5 per cento (cfr. tavola 5). Tale stima è caratterizzata da un significativo grado di incertezza, in considerazione della natura preliminare dei dati. Le informazioni provvisorie, tuttavia, suggeriscono che il lieve calo dell'inflazione complessiva sarebbe stato principalmente ascrivibile a un decremento della componente relativa ai prezzi dei beni energetici (in parte per un effetto base). Il tasso di crescita dei prezzi dei beni energetici è tuttavia rimasto su livelli elevati.

INFLAZIONE ARMONIZZATA A SETTEMBRE 2005

In settembre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo nell'area dell'euro è salita al 2,6 per cento dal 2,2 del mese precedente (cfr. figura 17). Questo sensibile incremento è stato determinato in gran parte da un'impennata dei prezzi dei beni energetici, sebbene anche il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati sia aumentato lievemente di 0,1 punti percentuali, all'1,5 per cento.

Dopo l'uragano Katrina, alla fine di agosto, e poco prima che l'uragano Rita si abbattesse sul Golfo del Messico, all'inizio di settembre, il prezzo del greggio e della benzina sono aumentati considerevolmente sia sul mercato mondiale sia nell'area dell'euro (cfr. riquadro 4 nel numero di ottobre di questo Bollettino). In particolare, il prezzo medio del carburante per autoveicoli, che rappresenta circa il 4 per cento del paniere medio dei consumi nell'area dell'euro, è aumentato di quasi il 5

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005 mag.	2005 giu.	2005 lug.	2005 ago.	2005 set.	2005 ott.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5
Beni energetici	3,0	4,5	6,9	9,4	11,8	11,6	15,2	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	1,0	0,6	0,3	1,1	1,1	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	1,5	1,5	1,6	1,7	2,3	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,4	0,3	0,0	0,0	0,2	.
Servizi	2,5	2,6	2,5	2,2	2,3	2,3	2,2	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	3,5	4,0	4,1	4,1	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	39,4	45,7	48,3	52,0	52,2	49,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	1,2	7,6	9,6	11,9	13,2	17,4

Fonti: Eurostat, HWWA ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

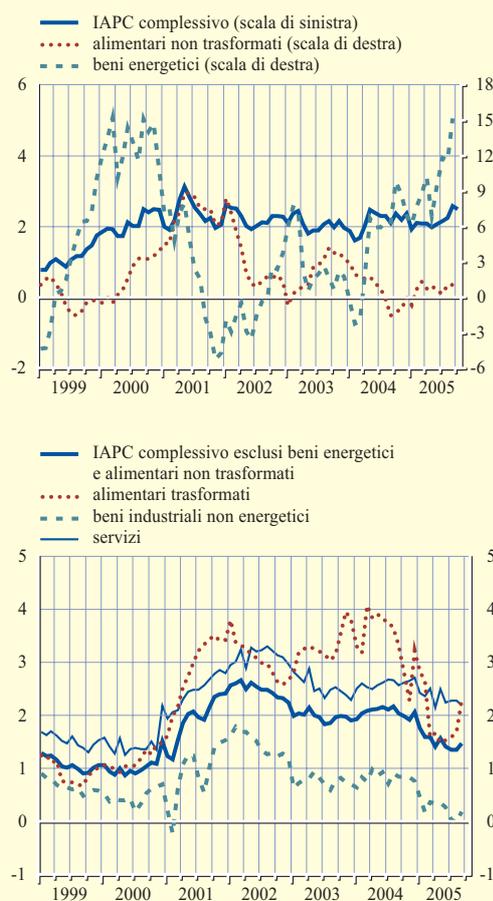
1) L'inflazione armonizzata di ottobre 2005 fa riferimento alla stima rapida dell'Eurostat.

per cento tra agosto e settembre, determinando un'impennata del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici.

Al momento esistono scarse indicazioni che le precedenti escursioni nei prezzi dei beni energetici abbiano avuto effetti indiretti significativi sulle componenti non energetiche dello IAPC. In settembre la crescita sui dodici mesi dell'indice al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati ha segnato un lieve incremento, attribuibile in larga misura a due fattori. In primo luogo, un ulteriore aumento delle imposte sui tabacchi in Germania ha determinato un'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, la cui crescita è passata dall'1,7 per cento in agosto al 2,3 di settembre. In secondo luogo, in settembre si è registrata una moderata accelerazione dei prezzi dei beni non energetici, apparentemente riconducibile alla fine di un calo insolitamente marcato dei prezzi dell'abbigliamento durante il periodo dei saldi. Tuttavia, la dinamica di questa componente dello IAPC rimane alquanto moderata, rispecchiando probabilmente la persistente debolezza della domanda interna e la forte concorrenza internazionale cui è esposto il settore. In settembre l'inflazione nel settore dei servizi è scesa lievemente al 2,2 per cento dal 2,3 di agosto. Il riquadro 3 prende in esame l'attuale divergenza tra l'andamento moderato degli indicatori dell'inflazione di fondo, da un lato, e l'inflazione complessiva, dall'altro, evidenziando i limiti degli indicatori dell'inflazione di fondo nel segnalare le tendenze dei prezzi a medio termine.

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Riquadro 3

PROFILI DIVERSI NELL'INFLAZIONE COMPLESSIVA E IN QUELLA DI FONDO

Dal gennaio 2005 il profilo dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo e quello degli indicatori dell'inflazione di fondo comunemente usati si sono notevolmente differenziati. Ad esempio, mentre l'inflazione complessiva si è stabilizzata attorno al 2,0 per cento nel periodo fino a luglio per poi aumentare al 2,6 in settembre, l'inflazione armonizzata al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è scesa da circa il 2 per cento a circa l'1,5 per cento nell'intero periodo. Non si tratta della prima volta che fra i due indicatori si riscontra un divario così importante (di oltre 1 punto percentuale). Dalla seconda metà del 1999 al 2002 si era osservato un divario simile, alla fine colmato quando l'inflazione di fondo aveva raggiunto quella complessiva. In questo caso, contrariamente alle argomentazioni spesso avanzate, gli indicatori delle pressioni

inflazionistiche di fondo, anziché fornire un segnale affidabile sulle pressioni inflazionistiche a medio termine, avevano mostrato di fatto un ritardo rispetto all'andamento dello IAPC complessivo. Questo riquadro presenta due importanti proposizioni ricavate dall'analisi delle dinamiche attuali e dal loro raffronto con quelle passate, ossia che: (1) non esiste una risposta netta all'interrogativo su quale indicatore si muova prima dell'altro, dal momento che ciò dipende dalla natura degli shock che colpiscono l'economia, e (2) l'incertezza circa la natura temporanea o più duratura degli shock che attualmente incidono sull'inflazione suggerisce la necessità di cautela nell'interpretare gli odierni livelli relativamente modesti di alcuni indicatori dell'inflazione di fondo.

La relazione fra l'inflazione complessiva e quella di fondo dipende dalla natura degli shock che incidono sull'inflazione

Si può far riferimento a vari tipi di indicatori dell'inflazione di fondo (per una descrizione dettagliata, cfr. *Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2001 di questo Bollettino). Un tipo di misura, che può essere definita di "esclusione permanente", si basa sulla costante esclusione di determinate voci dello IAPC. Una misura di esclusione permanente comunemente usata per l'area dell'euro è l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici, due categorie generalmente considerate particolarmente volatili. Un'altra misura analoga frequentemente citata non è altro che lo IAPC al netto dei beni energetici. Il secondo tipo di misura è più *ad hoc*: essa esclude dal paniere delle voci in alcuni periodi puntuali sulla base del loro andamento. La composizione dell'indicatore, quindi, è diversa da un periodo all'altro. Ad esempio, la misura di media troncata riportata di seguito esclude il 10 per cento dei maggiori aumenti e decrementi di prezzo dell'indice (5 per cento per coda).

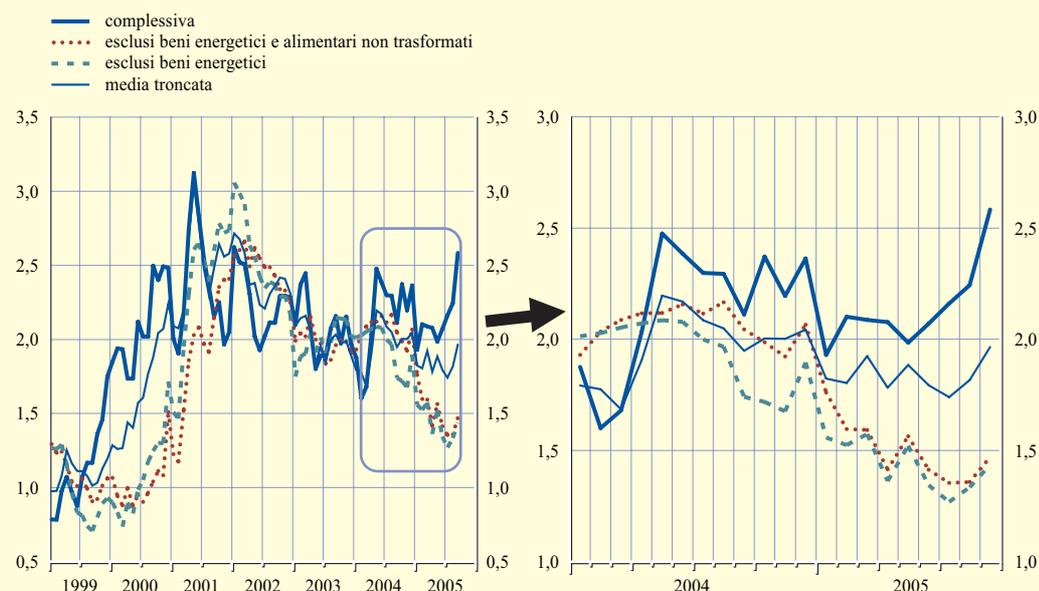
Come osservato in precedenza, sebbene in agosto e settembre l'inflazione complessiva sia aumentata, le misure di esclusione permanente hanno segnalato un calo dell'inflazione, in particolare a partire da gennaio 2005 (figura A). Il quadro è leggermente diverso per quel che riguarda i recenti andamenti della misura di media troncata, che si colloca fra l'inflazione complessiva e le due misure di esclusione permanente. A differenza di queste ultime, la media troncata esclude per costruzione l'effetto di alcuni shock al ribasso sui prezzi nel loro complesso. Essa è stata relativamente stabile nei primi otto mesi dell'anno, tra l'1,7 e l'1,9 per cento, per poi aumentare lievemente in settembre, al 2,0 per cento. Di recente, tuttavia, si è ampliato anche il divario fra questa misura e l'inflazione complessiva.

È interessante confrontare la situazione attuale con il periodo compreso fra la metà del 1999 e il 2002, durante il quale pure si era aperto un notevole divario fra l'inflazione armonizzata complessiva e le misure di fondo. Anche in quel periodo la differenza fra l'inflazione complessiva e la media troncata era inferiore a quella rispetto alle misure di esclusione permanente. Alla fine, tutti gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno evidenziato una palese convergenza verso la più alta inflazione complessiva con uno sfasamento temporale. Ciò che risulta evidente sia da quel periodo sia dalla situazione attuale è che uno shock ai prezzi petroliferi è senza dubbio la determinante iniziale dell'aumento dell'inflazione complessiva. Tale shock ha effetto inizialmente sull'inflazione complessiva. Dal momento che esso può anche avere effetti indiretti e possibili effetti di secondo impatto, è prevedibile che gli indicatori dell'inflazione di fondo si correggano almeno in parte al rialzo, sebbene con un certo ritardo.

Ci si potrebbe attendere pertanto che anche nella situazione attuale si verifichi, per lo meno in qualche misura, un movimento ritardato verso l'alto degli indicatori dell'inflazione di fondo, a

Figura A Inflazione complessiva e di fondo: prospettive a breve e medio termine

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

riallinearsi con l'inflazione complessiva. Esistono, tuttavia, anche differenze sostanziali fra i due periodi. In quello fra il 1999 e il 2002 lo shock ai corsi petroliferi fu rafforzato dal deprezzamento dell'euro e dagli shock avversi ai prezzi dei prodotti alimentari connessi con patologie animali. Inoltre, nel 1999 e nel 2000 la domanda interna era più robusta di oggi e le pressioni salariali erano più forti. È altresì probabile che la sostituzione del contante abbia costituito un ulteriore shock che si è ripercosso sullo IAPC, in particolare sui prezzi dei servizi. Questo esempio illustra che un'analisi del contesto economico è una condizione necessaria per comprendere la relazione fra lo IAPC complessivo e le misure dell'inflazione di fondo. Così la strategia della BCE poggia su un'analisi di tutti gli shock che interessano l'inflazione complessiva e su un'ampia gamma di indicatori economici, consentendo quindi una diagnosi economica esaustiva.

È particolarmente accentuata l'incertezza circa la natura degli shock che attualmente agiscono sull'inflazione

Vi sono attualmente considerevoli incertezze sulla natura precisa di alcuni shock che incidono sui prezzi, in particolare sulla loro natura durevole o meno; pertanto, la loro esclusione al fine di ottenere una misura di inflazione di fondo potrebbe essere fuorviante per ciò che concerne gli effetti delle pressioni complessive sui prezzi che a medio termine i consumatori potrebbero trovarsi a fronteggiare.

Da una parte, il profilo delle quotazioni petrolifere potrebbe essere cambiato in misura significativa, in quanto la domanda più sostenuta (in particolare da parte della Cina e di altre economie emergenti) e i vincoli dal lato dell'offerta (dovuti all'insufficiente capacità di raffinazione) potrebbero protrarsi per qualche tempo. Sebbene questa conclusione debba essere ritenuta preliminare, occorre tenerne conto nella valutazione delle prospettive economiche. Di conseguenza si

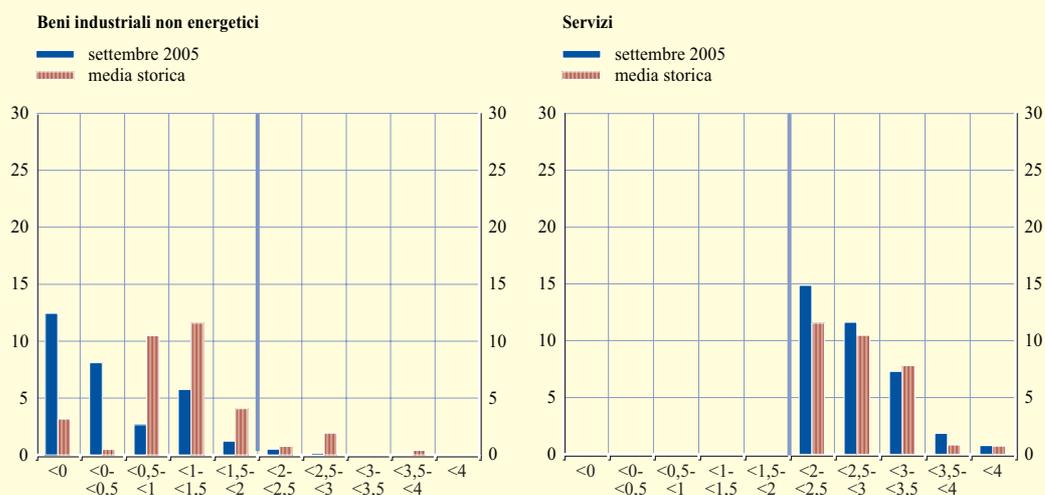
potrebbe concludere che attuali rincari petroliferi non debbano essere considerati semplicemente quali “andamenti volatili” e pertanto esclusi dalla misura di inflazione di fondo.

D'altra parte, anche verso il basso sussistono numerose incertezze. Dalla distribuzione dei tassi di variazione sul periodo corrispondente si possono ricavare due osservazioni: i prezzi dei servizi stanno costantemente aumentando a un ritmo più sostenuto di quelli dei beni e la distribuzione dei tassi di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi dei beni si è spostata chiaramente a sinistra (figura B). Un'analisi dettagliata delle componenti dello IAPC rivela che questo spostamento è attribuibile a diversi fattori. Di recente è aumentato il tasso di contrazione dei prezzi delle attrezzature ad alta tecnologia per le famiglie: i tassi di variazione dei prezzi degli apparecchi fotografici e di registrazione sono oggi significativamente inferiori alle rispettive medie su dieci anni (dal 1995 a settembre 2005) e i prezzi dei computer nello IAPC sono costantemente scesi di circa il 13-14 per cento all'anno. Anche i prezzi medi dei prodotti tessili sono diminuiti, con un tasso di crescita sul periodo corrispondente degli articoli tessili attualmente fra 0,6 e 1,7 punti percentuali al di sotto della propria media su dieci anni. Per molti beni manufatti, in particolare nel caso dei prodotti tessili, tali andamenti più contenuti dei prezzi possono essere connessi con l'incremento delle esportazioni dalla Cina. Possono quindi persistere per qualche tempo a venire, anche se l'impatto complessivo di questo fattore è difficile da valutare (cfr. il riquadro *La liberalizzazione del commercio e il relativo impatto sui settori tessile e dell'abbigliamento dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino). In tal caso, tali andamenti, che potrebbero concorrere a mantenere bassa l'inflazione per un certo periodo di tempo, non dovrebbero essere considerati come puramente volatili (come avviene implicitamente nella misura di media troncata).

Una possibile interpretazione della presente analisi potrebbe anche essere che nell'economia globale attualmente si stanno verificando considerevoli variazioni dei prezzi relativi, che possono in

Figura B Distribuzione dei tassi di crescita sui dodici mesi delle componenti dello IAPC

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: queste figure riportano la distribuzione dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi, rilevati in dettaglio su circa 100 componenti dello IAPC complessivo. Una barra in un determinato intervallo (ad esempio, fra 1,5 e 2,0) sta a indicare la quota di voci dello IAPC il cui tasso di crescita sui dodici mesi ricade in tale intervallo. La media storica rappresenta il tasso di crescita medio fra gennaio 1995 e settembre 2005. La linea verticale sta a indicare il limite superiore fissato nella definizione di stabilità dei prezzi della BCE nel medio termine.

parte riflettere il forte incremento delle esportazioni dalla Cina e da numerosi altri paesi asiatici. Da un lato la forte domanda di risorse da parte di queste economie sta creando pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime, mentre dall'altro la crescente importanza di queste economie nei mercati mondiali sta favorendo la concorrenza e contribuisce a mantenere bassi i prezzi dei beni manufatti. In quest'ottica, sarebbe fuorviante escludere solo un effetto, ossia i rincari petroliferi, dallo IAPC per valutare l'andamento dell'inflazione di fondo. Nella fase attuale, l'incertezza circa la natura temporanea o permanente di alcuni shock che attualmente incidono sull'inflazione limita la capacità degli indicatori dell'inflazione di fondo di segnalare l'andamento tendenziale a medio termine dell'inflazione.

In sintesi, è opportuno che una valutazione ottimale dell'andamento a medio termine dell'inflazione non faccia affidamento solamente sugli indicatori dell'inflazione di fondo, bensì si basi su un controllo incrociato ad ampio raggio di tutti gli indicatori puntando a identificare la natura degli shock che colpiscono l'inflazione e la loro durata probabile. Sarebbe poco giustificabile, in questo contesto, accordare la priorità a indicatori dell'inflazione di fondo rispetto a un'analisi di così ampio respiro degli shock che determinano i movimenti dei prezzi.

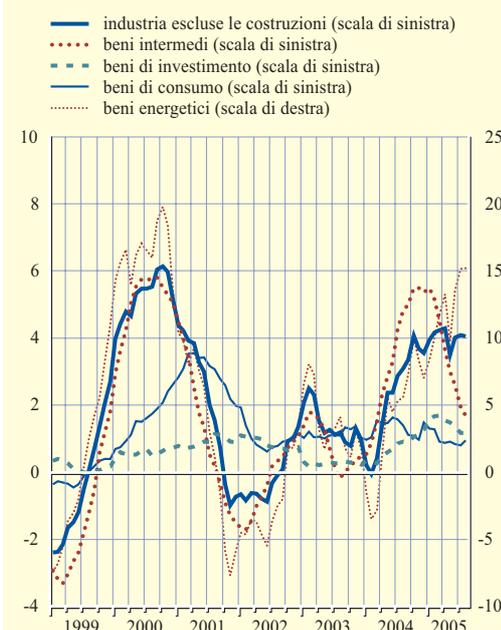
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi alla produzione è stato piuttosto stabile in agosto, rimanendo su livelli simili a quelli osservati nella prima metà dell'anno (cfr. figura 18). Mentre la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici è aumentata per effetto dei rincari petroliferi di agosto, quella relativa ai beni intermedi ha continuato a diminuire. Nel contempo, anche il tasso di incremento dei prezzi dei beni di investimento e di consumo è diminuito lievemente, suggerendo che i precedenti rincari petroliferi non hanno ancora avuto significativi effetti indiretti sui prezzi negli stadi successivi della catena produttiva.

In prospettiva, nelle indagini di settembre e ottobre gli indicatori relativi ai prezzi hanno segnalato rilevanti rincari degli input delle imprese, ma suggeriscono finora un incremento solo moderato dei prezzi di vendita. Lo *Eurozone Input Price Index* per il settore manifatturiero basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti è infatti salito in ottobre al livello più elevato da marzo, mentre l'indice dei prezzi di vendita nel settore manifatturiero è rimasto su un livello nettamente inferiore. La discordanza tra gli andamenti dei prezzi degli input e le correzioni di quelli di vendita potrebbe riflettere un ritardo nell'adeguamento dei prezzi finali da parte delle imprese. Non è da escludere, tuttavia, che data

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

la forte concorrenza internazionale e la debolezza della domanda interna, le imprese siano riluttanti a trasferire integralmente i rincari dei beni energetici ai prezzi di vendita finali, preferendo probabilmente contenere altri costi degli input o ridurre temporaneamente i propri margini di profitto.

Lo scenario per il settore dei servizi si discosta di poco da quello appena descritto. L'indice dei prezzi degli input è pure aumentato, da un livello già piuttosto elevato in termini storici. Per contro, l'indice dei prezzi dell'output nel settore dei servizi è cresciuto solo lievemente e ha segnalato rincari particolarmente contenuti in settembre, rimanendo molto prossimo a 50 (cfr. figura 19).

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Secondo le stime più recenti, la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'area dell'euro è scesa dall'1,8 all'1,6 per cento tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno.

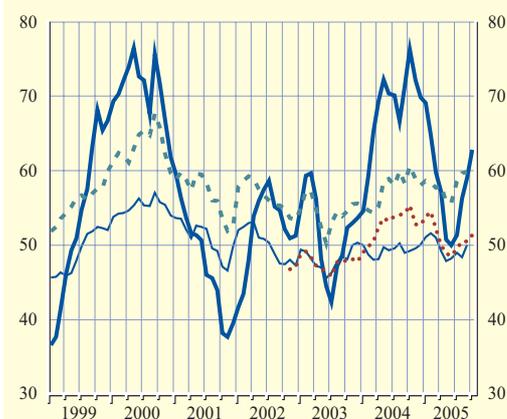
Inoltre, i precedenti dati relativi ai redditi per occupato sono stati sensibilmente rivisti al ribasso, correggendo l'impennata iniziale della crescita salariale nel primo trimestre dell'anno, considerata una sovrastima dovuta a fattori statistici.

Nel complesso, pertanto, gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro confermano il quadro di una crescita salariale stabilizzatasi su livelli moderati e di una apparente assenza di effetti di secondo impatto dei rincari dei beni energetici sui salari nel periodo fino a tutto il secondo trimestre. Nella prima metà dell'anno i tassi di incremento sia delle retribuzioni contrattuali sia del costo orario del lavoro sono rimasti sostanzialmente in linea con i rispettivi livelli del 2004, mentre nello stesso periodo la crescita dei redditi per occupato è risultata di fatto inferiore a quella del 2004 (cfr. figura 20). La scomposizione per settori dell'incremento dei redditi per occupato rivela un forte ridimensionamento della dinamica salariale nell'industria al netto delle costruzioni

Figura 19 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

- settore manifatturiero; prezzi degli input
- ... settore manifatturiero; prezzi applicati alla clientela
- - - settore dei servizi; prezzi degli input
- settore dei servizi; prezzi applicati alla clientela



Fonte: NTC Economics.

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

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

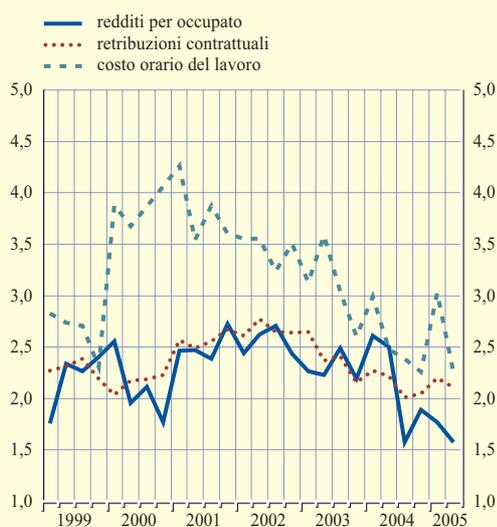
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004	2004	2004	2005	2005
			2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,4	2,1	2,2	2,0	2,0	2,2	2,1
Costo orario complessivo del lavoro	3,1	2,5	2,5	2,4	2,3	3,0	2,3
Redditi per occupato	2,3	2,1	2,5	1,6	1,9	1,8	1,6
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,4	1,2	1,7	1,2	0,8	0,6	0,4
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,8	0,9	0,8	0,3	1,1	1,2	1,1

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

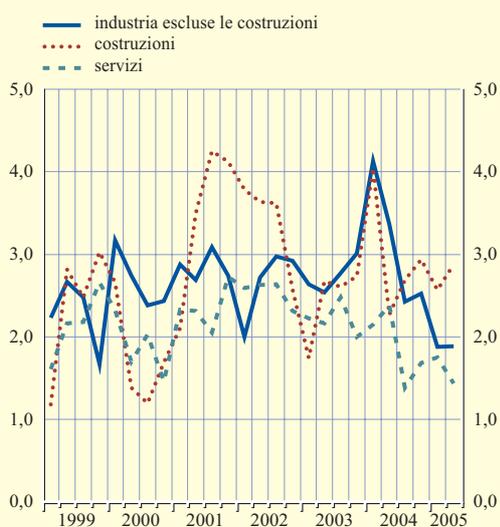
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dall'inizio del 2004 (cfr. figura 21). Per contro, la crescita salariale nel settore dei servizi, malgrado un certo grado di volatilità connessa a fattori statistici, si è sostanzialmente stabilizzata dalla seconda metà del 2004.

Per quanto riguarda il costo del lavoro per unità di prodotto, il rallentamento della produttività del lavoro dalla seconda metà del 2004 ne ha determinato un'accelerazione al volgere dell'anno. Nella prima metà del 2005 la lieve flessione della crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato ha fatto sì che l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto rimanesse sostanzialmente stabile. Dato che la produttività del lavoro dovrebbe recuperare solo lentamente, non si prevede che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si riduca sensibilmente nel breve periodo. Nondimeno, il suo ritmo attuale è sostanzialmente in linea con la valutazione secondo cui le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro sarebbero contenute.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Dato il recente andamento dei prezzi del greggio e della benzina, le prospettive a breve termine per l'inflazione sono peggiorate sensibilmente e il tasso di inflazione armonizzata nell'area dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Tuttavia, gli indicatori più recenti non segnalano un rafforzamento delle pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. In particolare, la dinamica salariale è rimasta contenuta in un contesto caratterizzato dal protrarsi di una crescita economica moderata e da prospettive ancora modeste per il mercato del lavoro. Tale valutazione è sostanzialmente condivisa dagli analisti del settore privato, come riportato nel riquadro 4. È necessario, tuttavia, tenere conto dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. I possibili aumenti dei corsi petroliferi e i conseguenti rischi di effetti di secondo impatto per i salari nonché una trasmissione dei rincari del petrolio potenzialmente maggiore di quanto finora

osservato richiedono un atteggiamento molto vigile. Pertanto, la dinamica salariale e le attese di inflazione devono essere tenute sotto stretta osservazione. Rischi al rialzo per le attuali prospettive di inflazione derivano anche da incertezze su possibili aumenti futuri dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

Riquadro 4

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

Questo riquadro presenta i risultati della ventinovesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF), condotta dalla BCE fra il 18 e il 24 ottobre 2005. La SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla disoccupazione e sull'attività economica nell'area dell'euro di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Al riguardo va sottolineato 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 sono confrontati con altri indicatori delle aspettative del settore privato per gli stessi orizzonti temporali.

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

I partecipanti all'indagine hanno rivisto al rialzo le attese sull'inflazione a breve termine e si attendono ora che il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si collochi in media al 2,2 per cento nel 2005 e al 2,0 per cento nel 2006 (contro rispettivamente il 2,1 e l'1,8 per cento nella precedente indagine).

In base alle valutazioni qualitative espresse dai partecipanti, tale revisione al rialzo appare largamente riconducibile al recente andamento dei prezzi del petrolio e della benzina e al loro im-

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

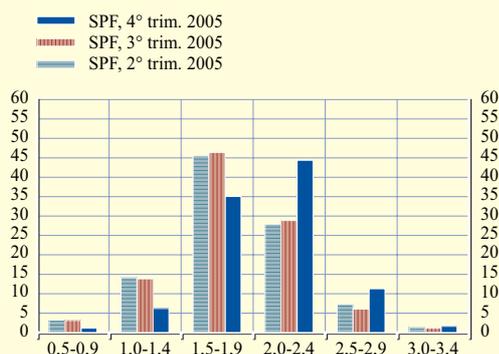
IAPC complessivo	Orizzonte di previsione					
	2005	settembre 2006	2006	settembre 2007	2007	A più lungo termine ²⁾
SPF, 4° trim. 2005	2,2	1,8	2,0	1,8	1,8	1,9
Precedente SPF, 3° trim. 2005	2,1	-	1,8	-	1,8	1,9
Consensus (ottobre 2005)	2,2	-	1,9	-	1,8	1,9
Euro Zone Barometer (ottobre 2005)	2,2	-	1,9	-	1,8	1,9
Crescita del PIL in termini reali	2005	2° trim. 2006	2006	2° trim. 2007	2007	A più lungo termine ²⁾
SPF, 4° trim. 2005	1,3	1,7	1,7	2,0	2,0	2,1
Precedente SPF, 3° trim. 2005	1,4	-	1,8	-	2,0	2,1
Consensus (ottobre 2005)	1,3	-	1,6	-	1,9	1,9
Euro Zone Barometer (ottobre 2005)	1,3	-	1,6	-	1,8	2,0
Tasso di disoccupazione ¹⁾	2005	agosto 2006	2006	agosto 2007	2007	A più lungo termine ²⁾
SPF, 4° trim. 2005	8,7	8,5	8,5	8,2	8,2	7,5
Precedente SPF, 3° trim. 2005	8,9	-	8,7	-	8,4	7,6
Consensus (ottobre 2005)	8,8	-	8,6	-	-	-
Euro Zone Barometer (ottobre 2005)	8,8	-	8,6	-	8,5	8,0

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.

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2006 (Survey of Professional Forecasters, ultime tre inchieste ¹⁾)

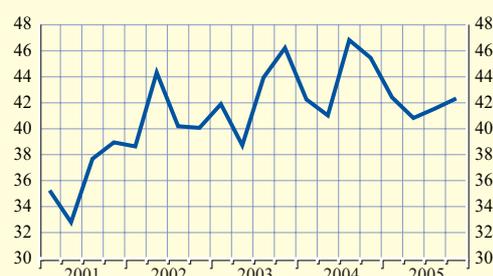
(valori percentuali)



1) Risulta dall'aggregazione delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

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

(valori percentuali)



patto atteso sui prezzi interni. Le attese per il 2007 sono rimaste tuttavia invariate, a indicazione che una parte preponderante dei partecipanti non si aspetta che il rincaro dei beni energetici avrà effetti di secondo impatto sui salari. Al contrario, si ritiene in generale che la moderazione salariale fornirà un importante contributo al contenimento delle pressioni inflazionistiche, insieme all'intensa concorrenza internazionale e al protrarsi di una contenuta dinamica della domanda interna.

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 si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette anche di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. Anche se la gran maggioranza dei partecipanti si aspetta che le pressioni inflazionistiche restino contenute nel prossimo futuro, le distribuzioni di probabilità risultanti dall'indagine per il quarto trimestre indicano uno spostamento dei rischi verso l'alto. La figura A, che riporta le distribuzioni aggregate di probabilità relative alle ultime tre inchieste per i tassi medi annuali dell'inflazione armonizzata nel 2006, indica chiaramente che l'equilibrio dei rischi si è spostato verso l'alto e che i partecipanti all'indagine valutano ora al 44 per cento la probabilità che l'inflazione nel 2006 si collochi tra il 2,0 e il 2,4 per cento (contro il 29 per cento nell'indagine precedente)¹⁾. Diversi partecipanti all'indagine sottolineano di fatto il rischio di un rialzo dei prezzi del petrolio e alcuni citano anche quello di un aumento dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

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 sedicesima inchiesta consecutiva, in linea con le stime recentemente pubblicate da *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics*. Tuttavia, come indicato nella figura B, la probabilità che l'inflazione a cinque anni si collochi su un livello pari o superiore al 2,0 per cento è aumentata ancora lievemente

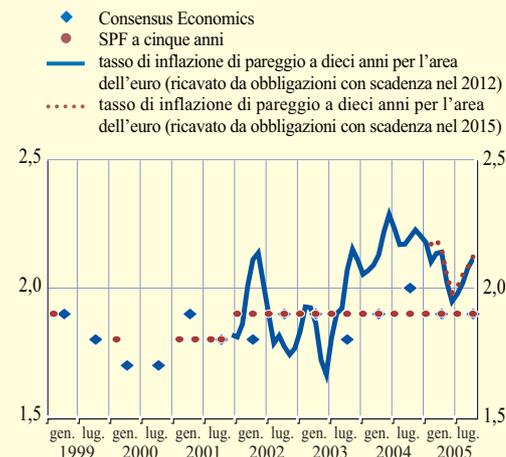
1) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE, all'indirizzo www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

nel quarto trimestre, a indicazione di un leggero aumento nella percezione di un rischio al rialzo per l'inflazione a lungo termine.

I risultati della SPF possono anche essere confrontati con un indicatore delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato, misurate dal differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione. I tassi di inflazione di pareggio, desunti dai titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco con scadenza nel 2012 e 2015, hanno cominciato a risalire da giugno 2005 (cfr. figura C)²⁾. Tuttavia va sottolineato che tali indicatori non vanno interpretati come una misura diretta delle aspettative di inflazione, in quanto possono incorporare vari premi per il rischio (fra cui un premio per l'incertezza sull'inflazione e premi per la liquidità) e possono pertanto risentire di una maggiore incertezza degli investitori circa l'inflazione futura e della loro risultante maggiore disponibilità a pagare un premio per la copertura di tale rischio.

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.

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

I partecipanti all'indagine hanno rivisto al ribasso di 0,1 punti percentuali le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2005 e 2006, collocandole all'1,3 e all'1,7 per cento. La revisione per entrambi gli anni appare ampiamente riconducibile ai risultati relativamente modesti emersi con i dati pubblicati nella prima metà dell'anno in corso, oltre che all'impatto negativo del rincaro del petrolio. La graduale ripresa della crescita del PIL attesa dai partecipanti all'indagine implica il ritorno a un tasso di crescita annuo del 2 per cento nel 2007. I partecipanti citano inoltre le favorevoli condizioni finanziarie, la stabilità dei prezzi e il miglioramento della redditività (principalmente riconducibili a un calo del costo reale del lavoro per unità di prodotto) quali fattori che presumibilmente sosterranno una ripresa degli investimenti. Sull'orizzonte di previsione, nell'equilibrio complessivo dei rischi dominano generalmente quelli verso il basso, principalmente associati al prezzo del petrolio.

Le previsioni della SPF sono in linea con le stime più recenti pubblicate da *Euro Zone Barometer* e *Consensus Economics* per quanto riguarda la crescita nel 2005, lievemente più ottimistiche per quella nel 2006 e 2007 (cfr. tavola).

Infine, le attese sulla crescita del PIL in termini reali a cinque anni si collocano al 2,1 per cento, invariate rispetto all'indagine precedente. Secondo la maggioranza dei partecipanti, le

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 delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle inchieste). Per una descrizione della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio, si veda l'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* del numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

prospettive di crescita a più lungo termine dipendono in gran parte dall'attuazione di riforme strutturali.

Nonostante le prospettive leggermente più pessimistiche per la crescita economica, le aspettative sul tasso di disoccupazione nell'area dell'euro fra il 2005 e il 2007 sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali. Tuttavia, tali revisioni sono principalmente riconducibili a revisioni statistiche al tasso ufficiale di disoccupazione, pubblicate tra le indagini del terzo e del quarto trimestre. Il profilo atteso resta invariato e continua a indicare un calo graduale del tasso di disoccupazione dell'area dell'euro nell'orizzonte di previsione. Anche le aspettative sulla disoccupazione di più lungo termine sono state riviste al ribasso, al 7,5 per cento per il 2010, anche se è stato ribadito che tale flessione dipende dall'attuazione di ulteriori riforme del mercato del lavoro.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Sebbene la crescita del PIL in termini reali sia stata moderata nella prima metà del 2005, gli indicatori più recenti, sostenuti da condizioni favorevoli dei fondamentali economici, continuano a suggerire una graduale ripresa dell'attività a partire dalla seconda metà dell'anno. In particolare, i risultati delle indagini continuano a mostrare segni di miglioramento, coerentemente con un rafforzamento dell'attività nel terzo trimestre e all'inizio del quarto. Anche sul mercato del lavoro vi sono indicazioni di miglioramento. Il quadro di graduale irrobustimento dell'attività è in linea con le recenti previsioni di organizzazioni internazionali e del settore privato. Tuttavia, a questo scenario continuano a essere associati alcuni rischi al ribasso, connessi principalmente ai prezzi del petrolio.

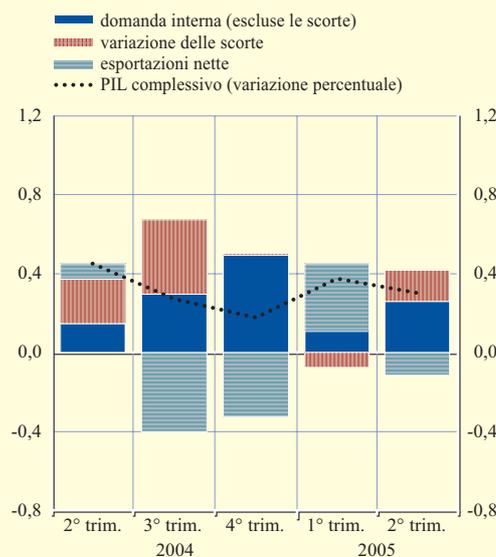
4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima di contabilità nazionale per il secondo trimestre ha confermato che la crescita economica nell'area dell'euro è rimasta moderata nella prima metà dell'anno, seguendo un ritmo simile a quello della seconda metà del 2004. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, invariato rispetto alla prima stima, dopo un incremento dello 0,4 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 22). Di fatto, il tasso di crescita del PIL nell'area si è mantenuto sostanzialmente stabile, su livelli relativamente bassi, dall'inizio della fase di ripresa a metà del 2003; l'attuale ripresa sembra pertanto essere abbastanza modesta in termini storici. Il riquadro 5, intitolato *L'attuale ripresa nell'area dell'euro in una prospettiva storica*, raffronta l'attuale fase di ripresa nell'area con quelle precedenti registratesi all'inizio degli anni ottanta e novanta e descrive alcuni dei potenziali fattori alla base delle differenze.

Figura 22 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.

Riquadro 5

L'ATTUALE RIPRESA DELL'AREA DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA STORICA

L'attuale ripresa dell'economia dell'area dell'euro, dopo il prolungato periodo di bassa crescita osservata dalla metà del 2001 alla metà del 2003, è piuttosto modesta rispetto a quelle avvenute agli inizi degli anni ottanta e degli anni novanta. Lo scopo di questo riquadro è di collocare la recente ripresa in una prospettiva storica e di analizzare il ruolo di alcuni importanti fattori che possono in parte spiegare la relativa debolezza osservata finora.

La crescita del PIL nei diversi periodi di ripresa economica

Benché non esista una datazione universalmente accettata del ciclo economico dell'area dell'euro, il CEPR (Centre for Economic Policy Research) ha istituito nel 2003 il Business Cycle Dating

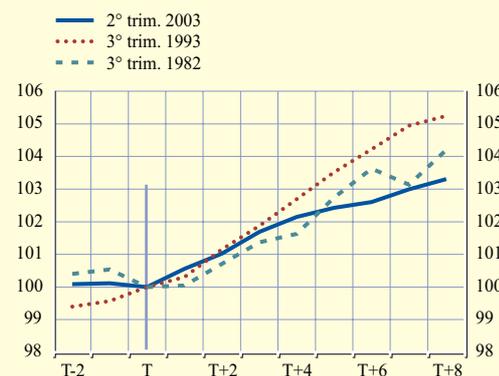
Committee al fine di individuare i picchi e i punti di minimo del ciclo economico dell'area¹⁾. Sulla base dei punti di svolta agli inizi degli anni ottanta e degli anni novanta individuati da questo comitato (più precisamente, i punti di minimo del terzo trimestre del 1982 e del 1993), è possibile effettuare confronti con la recente ripresa. Per quest'ultima non è stato ancora determinato il punto di minimo, ma ai fini della presente analisi si ipotizza che la ripresa abbia avuto inizio nel terzo trimestre del 2003, quando la crescita del PIL sul trimestre precedente è tornata su valori significativamente positivi (dopo quelli negativi del secondo trimestre).

Sulla base di queste date, il ritmo della recente ripresa risulta relativamente debole rispetto alle due precedenti. Ad esempio, otto trimestri dopo il punto di minimo del terzo trimestre del 2003 il PIL è aumentato complessivamente del 3,3 per cento in termini reali, 1,8 punti percentuali in meno rispetto all'incremento corrispondente registrato nella ripresa dei primi anni novanta e 0,9 punti percentuali in meno rispetto alla ripresa dei primi anni ottanta (cfr. figura A). La ripresa dei primi anni ottanta sembra essere relativamente simile a quella recente in termini di dinamica di crescita complessiva. Tuttavia, mentre la dinamica dell'attività ha mostrato la tendenza a rafforzarsi nel corso della ripresa dei primi anni ottanta (con una crescita media sul trimestre precedente dello 0,4 per cento nel primo anno di ripresa e dello 0,6 nel secondo), nella ripresa più recente si è verificato il contrario (con una crescita media sul trimestre precedente dello 0,5 per cento nel primo anno di ripresa e dello 0,3 per cento nel secondo)²⁾.

È interessante altresì considerare la dinamica dell'attività nei maggiori paesi dell'area sottostante quella complessiva nell'area, precedentemente descritta. A tale scopo, è necessario raffrontare la recente ripresa nei singoli paesi dell'area con quella dei primi anni ottanta e dei primi anni novanta. Tuttavia, vanno tenuti presenti importanti motivi di cautela. In particolare, i periodi di ripresa sono stati selezionati sulla base dell'andamento dell'economia dell'area nel suo complesso. Naturalmente sussistono differenze nei cicli economici dei singoli paesi. Ad esempio, nel 2003, contrariamente a molti altri paesi dell'area nei quali si è verificata una recessione, in Spagna si è verificato solo un lieve rallentamento dell'attività economica. Considerazioni analoghe valgono nel 1993 per i Paesi Bassi, dove l'attività economica ha registrato una modesta decelerazione senza entrare in una fase di contrazione. Tenendo presenti queste differenze fra paesi, la tavola sottostante mostra l'andamento del PIL a partire dai punti di minimo del terzo trimestre del 1982 e del 1993 nonché del secondo trimestre del 2003 per i cinque maggiori paesi dell'area. La ripresa attuale risulta molto più moderata rispetto alla media delle due precedenti in Italia, Germania e Paesi Bassi, più sostenuta in Francia e Spagna.

Figura A Andamenti del PIL dell'area dell'euro nelle fasi di ripresa

(livelli, numeri indice: punto di minimo = 100)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione Europea e, per gli anni 1980, dalla pubblicazione *An area-wide model (AWM) for the euro area*, di G. Fagan, J. Henry e R. Mestre, Economic Modelling, gennaio 2005, 22 (1), Working Paper della BCE n. 42, gennaio 2001.

Nota: la ripresa inizia in T+1, ovvero un trimestre dopo il punto di minimo (T) individuato in base alla definizione del CEPR.

1) Lo Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR ha comunicato la datazione dei punti di svolta nel settembre 2003 (cfr. il sito Internet <http://www.cepr.org/data/Dating/>).

2) Sebbene i tassi di crescita del quarto trimestre del 2004 e del primo trimestre del 2005 risentano di distorsioni derivanti dai metodi di correzione per il numero di giornate lavorative, rimane il quadro di una crescita in calo.

PIL in termini reali nelle fasi di ripresa nelle cinque maggiori economie dell'area dell'euro

(variazioni percentuali cumulate)

	Crescita cumulata del PIL in termini reali nei quattro e otto trimestri successivi al punto di minimo per l'area dell'euro											
	Area dell'euro		Germania		Francia		Italia		Spagna		Paesi Bassi	
	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8	t+4	t+8
3° trim. 1982	1,6	4,2	2,0	6,0	1,6	2,8	1,9	4,8	1,5	3,6	2,9	5,0
3° trim. 1993	2,7	5,2	2,6	4,7	1,9	3,8	3,2	5,7	2,2	6,8	2,6	5,8
2° trim. 2003	2,1	3,3	1,6	2,2	2,8	4,0	1,2	1,3	3,1	6,6	1,8	2,8

Fonti: cfr. figura A.

Il contributo delle componenti di spesa durante i periodi di ripresa economica

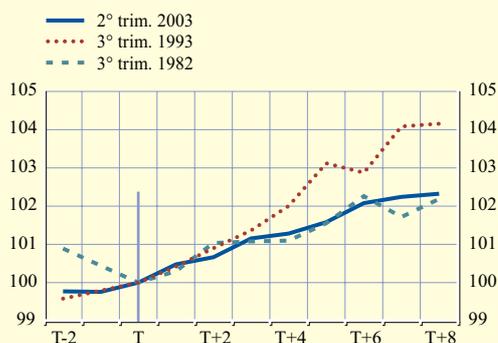
Se si confronta l'andamento di varie componenti di spesa durante i periodi di ripresa, il contributo della domanda interna nella fase attuale è stato significativamente più modesto rispetto alla ripresa degli anni novanta, ma non rispetto a quella dei primi anni ottanta (cfr. figura B). Analoghe conclusioni si possono trarre per consumi privati e investimenti. Al contrario, di recente il contributo delle esportazioni nette è stato simile a quello dei primi anni novanta, ma inferiore a quello nei primi anni ottanta (cfr. figura C).

Il contributo relativo di alcune componenti di spesa è cambiato nel corso della ripresa. Innanzitutto, il contributo medio della crescita delle esportazioni nell'ultima ripresa è calato nettamente, dallo 0,8 per cento del primo anno allo 0,3 del secondo (cfr. figure D ed E). Durante i precedenti periodi di ripresa, invece, esso è lievemente aumentato (nei primi anni ottanta) oppure è lievemente diminuito (nei primi anni novanta).

Mentre la ripresa dei primi anni novanta è stata caratterizzata da una crescita dei consumi privati relativamente sostenuta e omogenea nei maggiori paesi, quella attuale non è riuscita finora ad alimentare l'espansione dei consumi privati in diversi paesi, soprattutto Germania e Paesi Bassi. Da questo punto di vista, la recente ripresa è più simile a quella dei primi anni ottanta, caratterizzata anch'essa dalla debolezza dei consumi privati in numerosi paesi. In aggiunta, Francia, Italia e Spa-

Figura B Contributi della domanda interna (finale) in termini reali dell'area dell'euro al PIL nelle fasi di ripresa

(livelli, numeri indice: punto di minimo = 100)

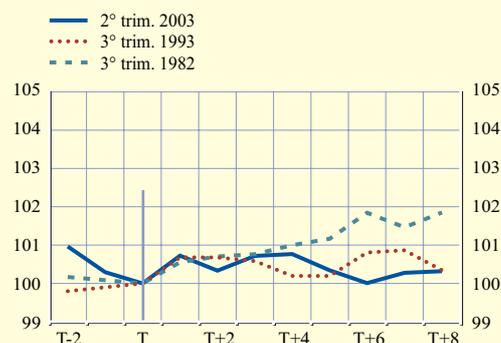


Fonti: cfr. figura A.

Nota: la ripresa inizia in T+1, ovvero un trimestre dopo il punto di minimo (T) individuato in base alla definizione del CEPR.

Figura C Contributi delle esportazioni nette in termini reali dell'area dell'euro al PIL nelle fasi di ripresa

(livelli, numeri indice: punto di minimo = 100)

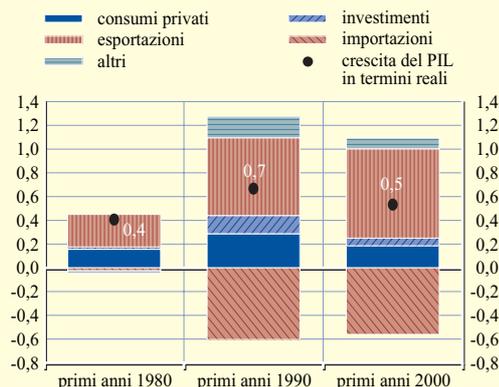


Fonti: cfr. figura A.

Nota: la ripresa inizia in T+1, ovvero un trimestre dopo il punto di minimo (T) individuato in base alla definizione del CEPR.

Figura D Contributi medi alla crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali durante il primo anno delle fasi di ripresa dell'area dell'euro

(contributi alla crescita, valori percentuali)

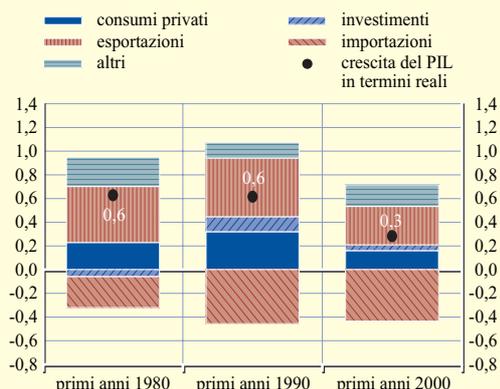


Fonti: cfr. figura A.

Nota: i numeri nel grafico indicano la crescita media sul trimestre precedente del PIL in termini reali.

Figura E Contributi medi alla crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali durante il secondo anno delle fasi di ripresa dell'area dell'euro

(contributi alla crescita, valori percentuali)



Fonti: cfr. figura A.

Nota: i numeri nel grafico indicano la crescita media sul trimestre precedente del PIL in termini reali.

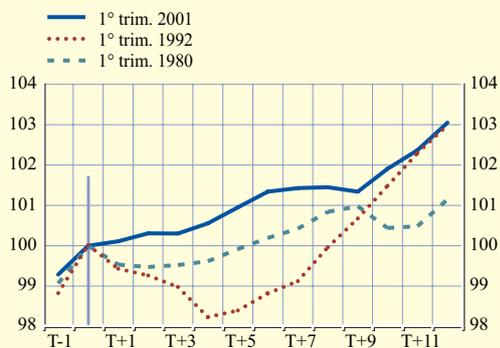
gna hanno registrato una crescita delle esportazioni molto modesta nell'ultima ripresa rispetto alle due precedenti.

Possibili cause della debolezza dell'attuale ripresa

Diversi fattori possono concorrere a spiegare la debolezza della ripresa recente nell'area dell'euro rispetto a quelle passate. In primo luogo, contrariamente alle riprese precedenti, quella attuale si è caratterizzata per una combinazione di shock sfavorevoli, quali i recenti rincari petroliferi e il significativo apprezzamento dell'euro. Quest'ultimo fattore in particolare potrebbe spiegare la relativa debolezza della crescita delle esportazioni osservata nel secondo anno della ripresa. In secondo luogo, vi sono alcuni riscontri che la crescita di lungo periodo del prodotto potenziale sia stata relativamente contenuta negli ultimi anni rispetto agli anni ottanta e novanta³⁾. Al riguardo, in alcuni paesi dell'area l'incertezza sui tempi e la portata dell'attuazione delle riforme strutturali può aver contribuito al permanere della fiducia dei consumatori su un livello basso. Infine, il rallentamento precedente all'attuale ripresa è stato relativamente contenuto (cfr. figura F). Pertanto, nella misura in cui il vigore della ripresa tende a dipendere dall'intensità del rallentamento precedente, non è del tutto sorprendente che la ripresa attuale sia in qualche misura meno vigorosa delle precedenti.

Figura F PIL in termini reali dell'area dell'euro nelle fasi cicliche discendenti

(livelli, numeri indice: punto di minimo = 100)



Fonti: cfr. figura A.

Nota: la fase ciclica discendente inizia in T+1, ovvero un trimestre dopo il punto di minimo (T) individuato in base alla definizione del CEPR.

3) Cfr. il riquadro *Evoluzione della crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

Considerando i singoli paesi dell'area, le differenze nei risultati si possono ricondurre a una serie di fattori. In alcuni paesi gli effetti ritardati di precedenti variazioni della competitività (di prezzo e non) possono concorrere in larga misura a spiegare le differenze nella dinamica delle esportazioni. Inoltre, la diversa portata delle riforme strutturali intraprese in passato, nonché l'incertezza circa quelle future, possono spiegare alcune differenze nel profilo della domanda interna. Infine, in alcuni casi le differenze fra paesi possono in parte riflettere processi di convergenza verso livelli superiori di PIL pro capite.

La seconda pubblicazione dei dati di contabilità nazionale relativi al secondo trimestre, a fronte di un dato aggregato di crescita invariato rispetto alla prima, ha apportato alcune revisioni alla composizione della crescita. In particolare, è stata effettuata una revisione al rialzo per la domanda interna, che secondo le stime attuali ha fornito il contributo principale, a 0,4 punti percentuali (rivisto al rialzo di 0,3 punti percentuali), alla crescita del PIL sul periodo precedente nel secondo trimestre. Per contro, il contributo delle esportazioni nette è stato rivisto al ribasso, a -0,1 punti percentuali, principalmente a causa di una più elevata crescita delle importazioni. La più forte domanda interna risulta ascrivibile sia a una più elevata dinamica dei consumi privati (rivista al rialzo di 0,2 punti percentuali allo 0,1 per cento) sia a un maggiore incremento degli investimenti (rivisto al rialzo di 0,3 punti percentuali allo 0,5 per cento). Il contributo delle scorte è rimasto invariato a 0,2 punti percentuali.

La scomposizione degli investimenti per tipo di prodotto per il secondo trimestre mostra che la ripresa in questo settore è stata in ampia misura ascrivibile al forte aumento registrato per gli investimenti in costruzioni a seguito di una diminuzione collegata alle condizioni meteorologiche nel primo trimestre. Inoltre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono lievemente calati nel secondo trimestre (cfr. il riquadro 6 *Andamenti recenti degli investimenti per tipo di prodotto* per ulteriori dettagli).

Riquadro 6

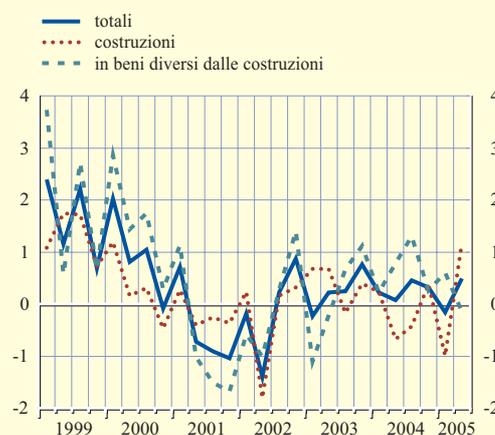
ANDAMENTI RECENTI DEGLI INVESTIMENTI PER TIPO DI PRODOTTO

Nella prima metà del 2005 gli investimenti nell'area dell'euro sono aumentati dello 0,2 per cento rispetto alla seconda metà dell'anno precedente, un aumento inferiore allo 0,7 per cento fatto registrare nella seconda metà del 2004 (cfr. figura A). Questo riquadro illustra in maggior dettaglio gli andamenti degli investimenti per tipo di prodotto nell'area dell'euro nella prima metà del 2005.

Nel complesso, la decelerazione degli investimenti è stata principalmente dovuta a minori investimenti in beni diversi dalle costruzioni. Per contro, gli investimenti nelle costruzioni hanno contribuito meno negativamente alla crescita complessiva degli investimenti nella prima metà di quest'anno rispetto alla seconda metà del 2004. In prospettiva, ci si attende che le condizioni favorevoli di finanziamento sostengano l'attività di investimento nell'area dell'euro. Inoltre, il robu-

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

(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

sto aumento degli utili societari e il miglioramento degli indicatori del clima di fiducia suggeriscono che la graduale ripresa degli investimenti dovrebbe continuare.

Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati a un tasso minore nella prima metà del 2005 rispetto alla seconda metà del 2004

Nella prima metà di quest'anno gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono cresciuti dello 0,7 per cento, dopo un aumento dell'1,8 nella seconda metà del 2004, riflettendo in parte le variazioni del clima di fiducia nell'industria: l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali della Commissione europea è infatti peggiorato continuamente nel periodo compreso fra ottobre 2004 e maggio 2005. Da allora, tuttavia, esso è aumentato, al pari del grado di utilizzo della capacità produttiva. Il PMI per il settore manifatturiero mostra un andamento simile, con un deterioramento fra febbraio e maggio 2005 e un lieve miglioramento da allora. Inoltre, la crescita della produzione industriale di beni di investimento (in termini di media mobile a tre mesi), dopo essere diminuita durante tutto l'ultimo trimestre del 2004, è diventata positiva nel 2005. Nel complesso, i dati e le indagini pubblicati di recente suggeriscono un'accelerazione degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nella seconda metà dell'anno.

La minore crescita degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nella prima metà di quest'anno rispetto alla seconda metà del 2004 è principalmente ascrivibile a un andamento negativo nel settore dei trasporti (cfr. figura B). La crescita degli investimenti in mezzi di trasporto (che rappresentano circa il 10 per cento degli investimenti totali) è stata negativa sia nel primo che nel secondo trimestre. Tali diminuzioni sono state solo in parte compensate da un incremento degli investimenti in prodotti in metallo e macchine (che costituiscono circa il 30 per cento degli investimenti totali), mentre l'aumento degli investimenti in altri prodotti (pari al 12 per cento del totale) è stato pressoché nullo. Il calo degli investimenti in trasporti, sebbene non significativamente oltre i limiti segnati dalla normale volatilità, può essere in parte attribuibile ai recenti aumenti dei corsi petroliferi.

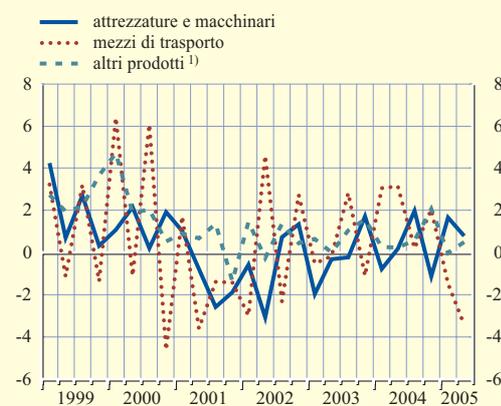
Il tasso di contrazione degli investimenti in costruzioni è diminuito nella prima metà del 2005

Nella prima metà del 2005 gli investimenti in costruzioni sono diminuiti dello 0,2 per cento in media nell'area dell'euro, dopo un calo dello 0,6 per cento in media nella seconda metà dello scorso anno (cfr. figura A). Gli investimenti nei comparti delle costruzioni residenziali e non residenziali hanno seguito andamenti simili. D'altra parte è noto che gli investimenti in costruzioni sono molto volatili, poiché largamente influenzati dalle condizioni meteorologiche¹⁾. L'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea per il settore delle costruzioni è tuttavia migliorato significativamente nel corso dell'anno, il che può anche costituire un indicatore positivo per gli investimenti.

1) Cfr. il riquadro 6 nel numero di settembre di questo Bollettino per un'analisi dettagliata degli andamenti degli investimenti in costruzioni fino al primo trimestre del 2005 e di importanti fattori alla base dell'evoluzione delle serie.

Figura B Scomposizione degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni

(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.
1) Include i prodotti agricoli.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Considerando la composizione settoriale della crescita, i dati sul valore aggiunto in termini reali nel secondo trimestre confermano un contributo positivo alla crescita sia del settore industriale sia di quello dei servizi. Sebbene quest'ultimo rappresenti la maggior parte del valore aggiunto in termini reali nell'area dell'euro, il suo contributo nel secondo trimestre è stato approssimativamente la metà di quello del settore industriale (quasi invertendo l'andamento del primo trimestre).

I dati per luglio e agosto suggeriscono il protrarsi della graduale e generalizzata ripresa dell'attività industriale nel terzo trimestre (cfr. figura 23). In agosto la produzione industriale è aumentata dello 0,8 per cento sul mese precedente, dopo aumenti dello 0,5 in giugno e dello 0,2 in luglio. La ripresa dell'attività industriale è anche finora rispecchiata dai tassi di crescita trimestrali dell'anno in corso: nel primo trimestre la crescita è stata nulla, nel secondo pari allo 0,7 per cento.

I nuovi ordini industriali sono calati in luglio e agosto sul mese precedente. Nondimeno, in termini di medie mobili a tre mesi il tasso di crescita è rimasto prossimo al 3 per cento per effetto di un incremento relativamente elevato in giugno. Complessivamente, il livello dei nuovi ordini in agosto si è collocato ancora al di sopra del livello medio per il secondo trimestre.

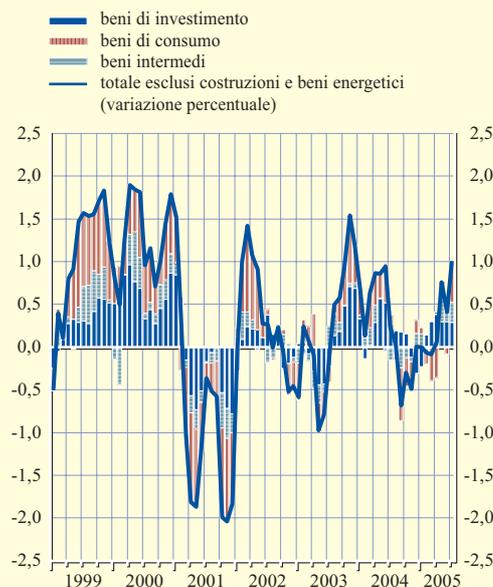
RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini per i settori manifatturiero e dei servizi dell'area dell'euro hanno continuato a migliorare all'inizio del quarto trimestre. L'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali della Commissione europea è aumentato ulteriormente in ottobre. Attualmente si colloca cinque punti al di sopra del minimo dello scorso maggio ed è circa allo stesso livello di inizio anno. Tale incremento riflette un miglioramento della valutazione degli ordini e delle scorte nonché delle aspettative di produzione. Anche l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) ha registrato un ulteriore miglioramento in ottobre. L'aumento dell'indicatore del clima di fiducia presso le imprese nei mesi precedenti e l'incremento del PMI forniscono un segnale positivo per l'attività nel terzo trimestre e l'inizio del quarto, in linea con una graduale ripresa (cfr. figura 24).

L'indicatore del clima di fiducia per il settore dei servizi elaborato dalla Commissione europea per l'area dell'euro ha registrato un aumento relativamente elevato in ottobre, dopo un miglioramento di minore entità in settembre. Attualmente si colloca chiaramente al di sopra della sua media per l'anno in corso. Tuttavia, nonostante abbia raggiunto il suo valore più alto in più di quattro anni, l'indicatore della Commissione rimane leggermente al di sotto della sua media di lungo periodo. Il PMI per l'attività economica nel settore dei servizi ha raggiunto in settembre il valore più elevato

Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi

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

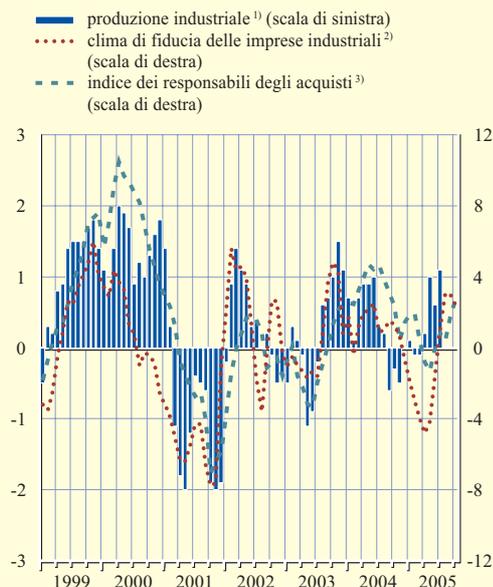


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Figura 24 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)

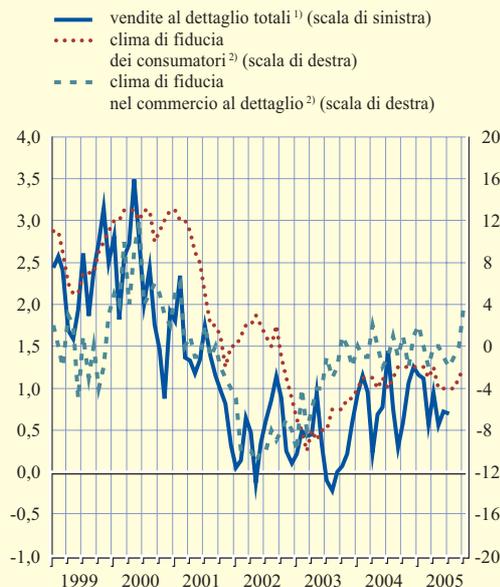


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

- 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 25 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 per effetto di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

degli ultimi dodici mesi, risultando lievemente al di sopra della propria media di lungo periodo. Nel complesso, i risultati delle indagini forniscono un segnale positivo per la crescita nel settore dei servizi nell'area dell'euro durante il terzo trimestre.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Nonostante alcune revisioni al rialzo, la crescita dei consumi privati è stata ancora relativamente debole nell'area dell'euro nel secondo trimestre. Gli indicatori disponibili relativi alla spesa delle famiglie segnalano il protrarsi di una moderata crescita dei consumi privati nel terzo trimestre.

I volumi delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro hanno mostrato un lieve incremento in termini di medie mobili su tre mesi in luglio e in agosto (0,3 e 0,4 per cento rispettivamente). Il livello delle vendite al dettaglio è pertanto ritornato approssimativamente pari a quello di maggio e giugno. Per quanto riguarda le immatricolazioni di nuove autovetture, esse hanno fatto registrare un aumento in settembre, dopo i cali di luglio e agosto, determinando un incremento dello 0,5 per cento nel terzo trimestre dopo l'1,8 del secondo.

In ottobre l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è ulteriormente aumentato. Nel complesso, la fiducia dei consumatori, pur se ancora relativamente bassa (e al di sotto della propria media a lungo termine), mostra alcuni segnali di graduale miglioramento ed è ora tornata al livello di inizio anno.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Per quanto concerne il mercato del lavoro, gli ultimi indicatori disponibili per l'area dell'euro segnalano il protrarsi di un graduale miglioramento delle condizioni a partire dal primo trimestre del 2005. In particolare, le aspettative di occupazione sia per il settore industriale sia per quello dei servizi sono migliorate considerevolmente in ottobre e confermano il miglioramento in corso, seppure lieve, delle condizioni di fondo del mercato del lavoro nella seconda metà dell'anno.

DISOCCUPAZIONE

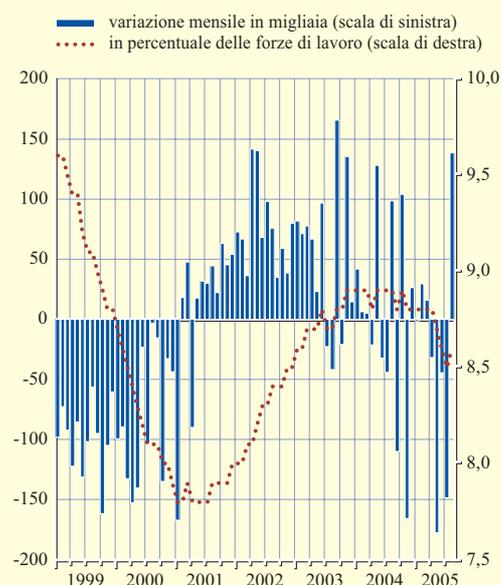
Il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è salito all'8,6 per cento in agosto dall'8,5 di luglio (cfr. figura 26). Il numero di disoccupati, corretto per i fattori stagionali, è aumentato di circa 140.000 unità, dopo un calo medio mensile di approssimativamente 120.000 unità nei tre mesi precedenti. Nondimeno, i recenti dati sulla disoccupazione nell'area vanno interpretati con cautela. L'andamento di agosto è stato determinato in larga misura da una crescita del tasso di disoccupazione in Germania, dove cambiamenti metodologici e istituzionali nel processo di raccolta dei dati rendono l'analisi più difficile. I dati relativi all'area dell'euro esclusa la Germania mostrano il protrarsi di un graduale calo della disoccupazione in agosto.

OCCUPAZIONE

L'occupazione è salita dello 0,2 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, da 0,1 nel primo (cfr. tavola 7). La crescita nel secondo trimestre è principalmente ascrivibile all'espansione dell'occupazione nel settore industriale (più precisamente nelle costruzioni). L'espansione dell'oc-

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

occupazione nel settore dei servizi non ha evidenziato variazioni di rilievo rispetto ai trimestri precedenti. Nel complesso, la dinamica degli ultimi trimestri segnala pertanto un graduale miglioramento in corso. Tuttavia, qualsiasi interpretazione dei dati dovrebbe anche tenere in considerazione gli effetti recenti di misure adottate nel mercato del lavoro per promuovere l'occupazione, come l'espansione del lavoro a tempo parziale e autonomo.

I dati della Commissione europea riguardo alle aspettative di occupazione dell'area dell'euro indicano un miglioramento significativo in ottobre sia per il settore industriale sia per quello dei servizi. Tale miglioramento, nondimeno, riflette differenti tendenze a più lungo termine nei due settori. Mentre le aspettative di occupazione sono state sostanzialmente stabili nel settore industriale dall'inizio dell'anno, esse sono chiaramente migliorate nel settore dei servizi. Secondo l'indagine PMI le aspettative di occupazione nel settore manifatturiero sono migliorate ulteriormente in ottobre, mentre quelle nel settore dei servizi sono migliorate in settembre. Entrambi gli indicatori si collocano attualmente al di sopra della propria media nel secondo trimestre, segnalando pertanto un miglioramento delle condizioni di occupazione nel settore industriale e in quello dei servizi.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, gli ultimi dati disponibili rimangono sostanzialmente in linea con la valutazione secondo cui l'attività dovrebbe rafforzarsi nella seconda metà dell'anno, come illustrato dalle proiezioni degli esperti della BCE di settembre e dalle ultime previsioni di organizzazioni internazionali e del settore privato (cfr. il riquadro 4 *Le aspettative del settore privato per l'area dell'euro: i risultati della Survey of Professional Forecasters per il quarto trimestre del 2005*). Oltre il breve termine, vi sono le condizioni per un aumento del tasso di espansione economica. Dal lato esterno, il protrarsi della crescita della domanda mondiale dovrebbe sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Sul versante interno, condizioni di finanziamento molto favorevoli e un incremento vigoroso degli utili societari dovrebbero concorrere a una crescita degli investimenti. I consumi dovrebbero espandersi gradualmente, in linea con le aspettative di un aumento moderato del reddito reale disponibile. Nel complesso, c'è margine perché fattori fondamentali maggiormente positivi influiscano sugli andamenti economici. Tuttavia, le prospettive per l'attività economica rimangono soggette a rischi al ribasso connessi principalmente ai corsi petroliferi, a timori circa squilibri a livello mondiale e a una debole fiducia dei consumatori.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo il moderato deprezzamento del mese precedente, in ottobre il tasso di cambio effettivo dell'euro è rimasto pressoché invariato. I mercati valutari sono stati contraddistinti da una fase di debolezza generalizzata dello yen giapponese nei confronti delle altre principali valute, nonostante parecchi segnali positivi per le prospettive dell'economia nipponica.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Sceso dal suo massimo di 1,25 dollari statunitensi toccato all'inizio di settembre, l'euro si è stabilizzato attorno a 1,20 dollari in ottobre. Il dollaro avrebbe continuato a trarre vigore dall'ampliarsi del differenziale di tasso di interesse a favore degli Stati Uniti rispetto ad altre principali economie. Un ulteriore sostegno è provenuto dalle notizie che confermano la vivacità della domanda estera di attività statunitensi, come evidenziato dall'aumento degli afflussi per investimenti di portafoglio negli Stati Uniti per il terzo mese consecutivo in agosto. In generale tali andamenti sono stati controbilanciati dai segnali di un miglioramento del clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro, che avrebbe influito in senso positivo sulla moneta unica. Su tale sfondo, il 2 novembre l'euro si collocava a 1,20 dollari, un valore pressoché invariato rispetto a quello di fine settembre (-0,4 per cento) e inferiore del 3,6 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

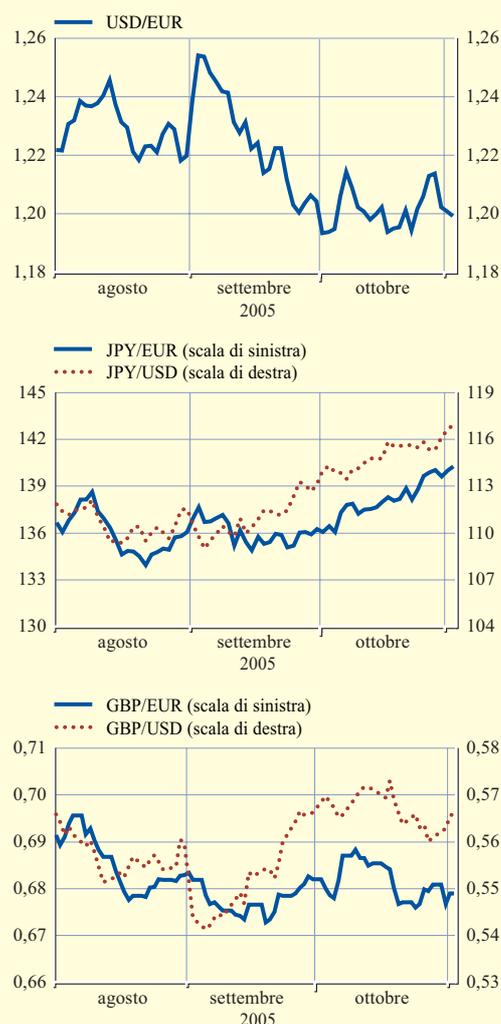
In ottobre i mercati valutari sono stati contraddistinti da una fase di deprezzamento generalizzato dello yen giapponese nei confronti di altre valute principali, nonostante vari segnali positivi circa le prospettive economiche del Giappone. Tra le determinanti dell'attuale debolezza della moneta nipponica potrebbero figurare l'impatto degli elevati corsi petroliferi sull'avanzo di conto corrente giapponese e l'ampliarsi del differenziale dei rendimenti obbligazionari tra gli Stati Uniti e il Giappone. Il 31 ottobre l'euro è stato quotato a 140,3 yen, un livello superiore del 2,9 per cento a quello di fine settembre e del 3,6 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, le oscillazioni sono state estremamente ridotte in ottobre e gran parte delle valute si è mantenuta sulla rispettiva parità centrale o su livelli prossimi ad essa. Per quanto

Figura 27 Tassi di cambio

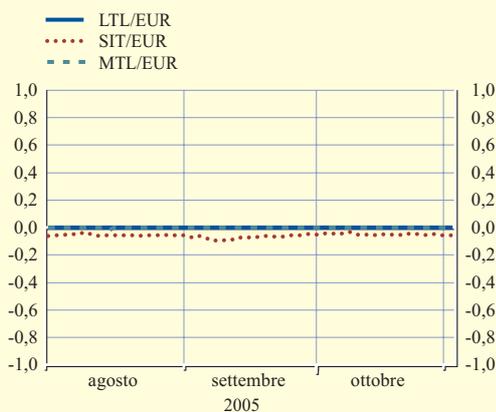
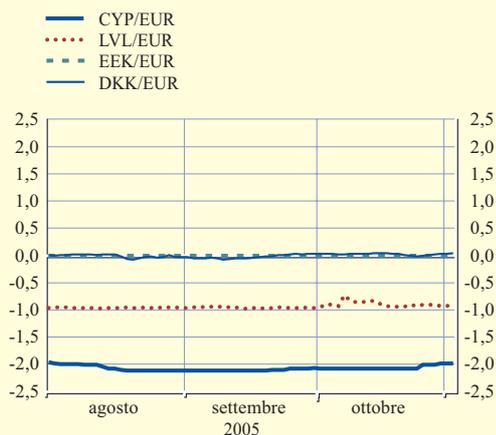
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 28 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 $\pm 15\%$.

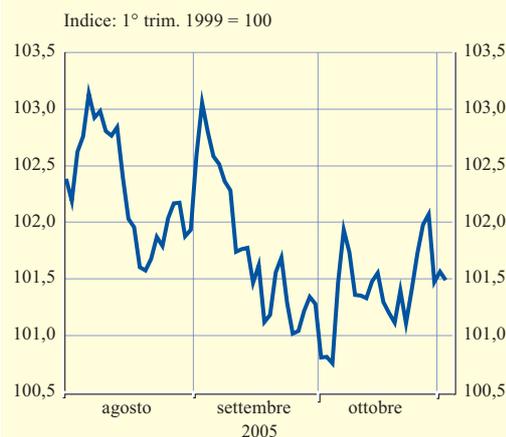
riguarda le divise di altri Stati membri dell'UE, nel mese di ottobre l'euro si è lievemente deprezzato rispetto alla sterlina britannica, con un iniziale rafforzamento più che controbilanciato da un successivo indebolimento. Il 2 novembre la moneta unica europea è stata scambiata a 0,68 sterline, un valore inferiore dello 0,4 per cento a quello di fine settembre e prossimo alla media del 2004. L'euro si è rafforzato nei confronti della corona svedese (del 2,9 per cento) e dello zloty polacco (dell'1,3 per cento).

ALTRE VALUTE

Con riferimento alle valute di altri paesi non appartenenti all'UE, dalla fine di settembre l'euro si è deprezzato dello 0,9 per cento sul franco svizzero mentre si è apprezzato rispettivamente del 2,3 e dello 0,6 per cento sui dollari australiano e canadese, recuperando in parte il terreno perduto in settembre.

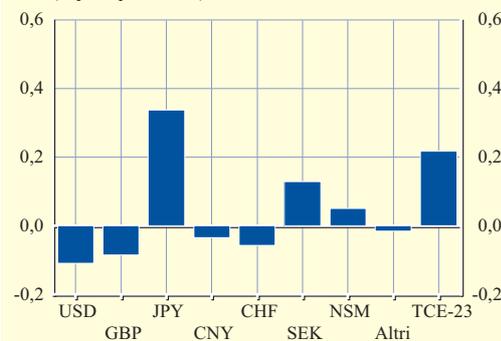
Figura 29 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾

Dal 30 settembre al 2 novembre 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.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 2 novembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era prossimo al livello di fine settembre e inferiore del 2,3 per cento alla media del 2004 (cfr. figura 29). La relativa stabilità della moneta unica in ottobre è stata determinata dal compensarsi di andamenti di segno opposto, vale a dire la debolezza generalizzata dello yen giapponese e un modesto deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense e della sterlina britannica.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I dati sulla bilancia dei pagamenti fino ad agosto confermano che le esportazioni dell'area dell'euro continuano a crescere e che il valore delle importazioni si incrementa a un ritmo ancora superiore, principalmente per effetto dei più elevati corsi peroliferi. In agosto l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area è sceso a 5,2 miliardi di euro, dai 47,3 miliardi di un anno prima. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 73,0 miliardi di euro, contro deflussi netti per 29,4 miliardi nel periodo corrispondente dell'anno precedente.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

I dati più recenti sulla bilancia dei pagamenti relativi ad agosto confermano il vigore delle esportazioni verso l'esterno dell'area osservato nei mesi precedenti. La media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni e servizi è salita del 3,6 per cento rispetto a maggio, grazie al forte aumento di valore sia dei beni (quasi il 4 per cento) sia dei servizi (2,6 per cento) esportati (cfr. tavola 8). Nello stesso periodo le importazioni di beni e servizi sono aumentate del 6,6 per cento, per effetto di incrementi di valore dei beni e dei servizi importati pari rispettivamente all'8,1 e all'1,7 per cento (cfr. figura 30).

Tavola 8 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di tre mesi terminanti a				Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2005 lug.	2005 ago.	2004 nov.	2005 feb.	2005 mag.	2005 ago.	2004 ago.	2005 ago.
Conto corrente (saldo)	-4,7	-6,6	1,9	2,0	1,7	-3,9	47,3	5,2
Beni (saldo)	3,0	1,0	5,2	7,3	7,1	3,5	115,7	69,2
Esportazioni	102,7	104,9	95,1	95,0	98,4	102,3	1.092,3	1.172,2
Importazioni	99,7	103,9	89,9	87,7	91,3	98,7	976,6	1.102,9
Servizi (saldo)	2,3	2,6	2,5	2,5	2,0	2,3	26,4	27,7
Esportazioni	31,8	31,7	30,3	30,7	30,9	31,7	344,7	370,7
Importazioni	29,6	29,1	27,8	28,2	28,9	29,4	318,3	343,0
Redditi (saldo)	-6,1	-4,5	-1,3	-1,9	-2,7	-5,0	-38,3	-32,6
Trasferimenti correnti (saldo)	-3,8	-5,6	-4,5	-5,9	-4,7	-4,7	-56,5	-59,1
Conto finanziario (saldo)¹⁾	-1,9	-1,4	4,1	7,3	2,9	4,9	-3,3	57,6
Investimenti diretti e di portafoglio netti	-5,8	-31,8	5,9	2,2	-2,4	18,6	-29,4	73,0
Investimenti diretti	-81,2	-15,7	-5,3	-12,7	-3,4	-35,0	-54,3	-169,3
Investimenti di portafoglio	75,3	-16,1	11,3	14,9	1,0	53,6	24,9	242,3
Azioni	90,3	20,2	12,1	7,0	-7,8	55,4	1,6	200,2
Strumenti di debito	-15,0	-36,3	-0,8	7,9	8,8	-1,9	23,3	42,1

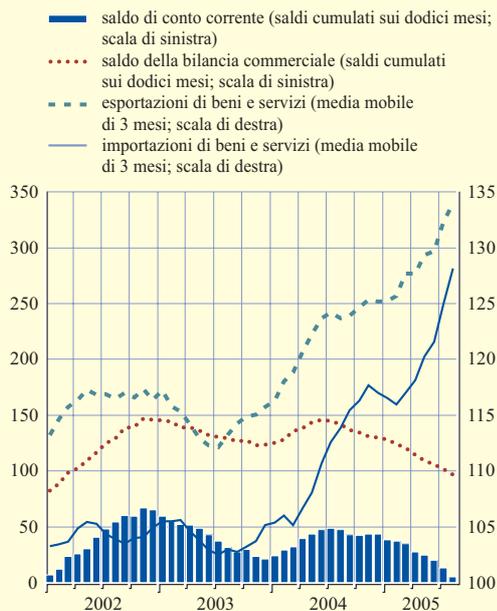
Fonte: BCE.

Note: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

Figura 30 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

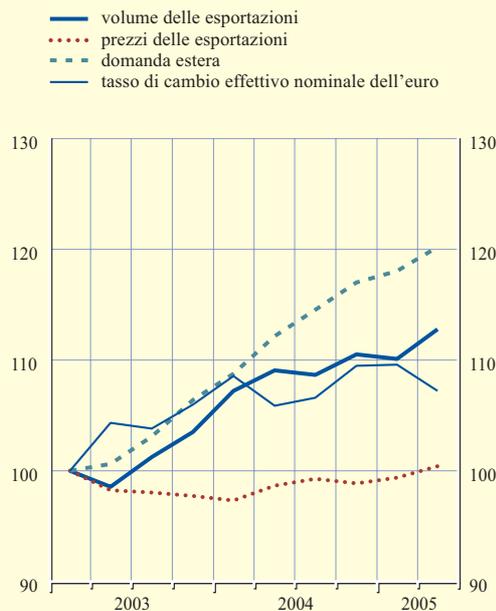
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 31 Esportazioni all'esterno dell'area dell'euro in volume e principali determinanti

(indici: 1° trim. 2003=100; dati trimestrali destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2005.

I dati forniti dall'Eurostat sulla scomposizione in volumi e prezzi delle esportazioni verso l'esterno dell'area aggiornati a luglio indicano che la recente crescita vigorosa del valore delle esportazioni di beni potrebbe riflettere in larga misura il forte incremento dei volumi esportati nel secondo trimestre (cfr. figura 31), un andamento quest'ultimo che contrasta con la debolezza osservata in precedenza, quando tali volumi crescevano molto meno della domanda estera per il probabile effetto ritardato dell'apprezzamento dell'euro. Ciò sta probabilmente a indicare il venir meno degli effetti di quell'apprezzamento dell'euro.

Con riferimento alle importazioni, l'aumento dei prezzi all'importazione, che ha avuto luogo la scorsa estate per motivi riconducibili soprattutto al petrolio, ha concorso a determinare la crescita vigorosa in termini di valore osservata nel periodo (cfr. figura 32). Quest'ultima sarebbe tuttavia da imputare anche all'espansione dei volumi agli inizi del terzo trimestre. In retrospettiva, i prezzi all'importazione complessivi espressi in euro sono saliti di circa il 6 per cento dall'inizio del 2003 nonostante il significativo apprezzamento della moneta unica nello stesso periodo. Il dato generale costituisce la risultante di andamenti molto diversi nelle varie categorie di importazioni: mentre i prezzi all'importazione dei beni manufatti sono scesi di poco più dell'1 per cento, quelli del petrolio sono aumentati di oltre il 40 per cento. Sul più lungo periodo, l'attuale aumento della quota di importazioni dai paesi con costi più bassi – come quelli asiatici (soprattutto la Cina) e i nuovi Stati membri dell'UE – ha esercitato pressioni al ribasso sui prezzi all'importazione dei beni manufatti. Il riquadro *Profili diversi nell'inflazione complessiva e in quella di fondo* nella sezione Prezzi e costi di questo bollettino fornisce informazioni dettagliate sull'evoluzione divergente di alcune componenti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Peraltro,

i prezzi all'esportazione sono sostanzialmente invariati dal 2003, a indicare un lieve peggioramento delle ragioni di scambio a partire dalla metà del 2004.

In un'ottica di più lungo periodo, ad agosto l'attivo cumulato su dodici mesi del conto dei beni era inferiore di oltre 46,5 miliardi di euro rispetto a un anno prima in quanto il valore delle importazioni è cresciuto più di quello delle esportazioni. Una riduzione del disavanzo del conto dei redditi (di 5,7 miliardi di euro) e un moderato incremento dell'avanzo dei servizi hanno in parte compensato il calo dell'avanzo dei beni, mentre il disavanzo dei trasferimenti correnti è salito lievemente (di 2,6 miliardi). Tali andamenti hanno determinato una riduzione di 42,1 miliardi di euro dell'avanzo di conto corrente cumulato su dodici mesi, che in agosto risultava pari a 5,2 miliardi di euro (equivalenti a meno dello 0,1 per cento del PIL).

La scomposizione geografica del conto corrente dell'area dell'euro, aggiornata al secondo trimestre, rivela che il forte calo dell'avanzo corrente cumulato su dodici mesi alla fine di giugno (pari a circa 30 miliardi di euro rispetto a un anno prima) va ricondotto in larga parte a un incremento di quasi 48 miliardi di euro del disavanzo nei confronti della categoria degli "altri paesi" (che comprende i paesi asiatici diversi dal Giappone e l'America latina). Nello stesso periodo l'avanzo con gli Stati Uniti è rimasto sostanzialmente invariato (a oltre 40 miliardi di euro), mentre quello con i paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro è salito di circa 14 miliardi, soprattutto a causa di un aumento dell'avanzo nei confronti del Regno Unito.

CONTO FINANZIARIO

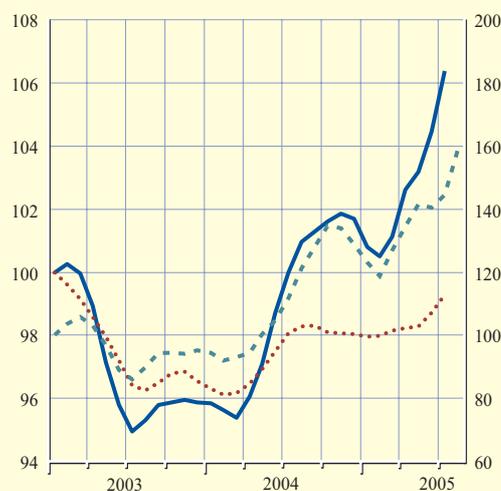
In agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 31,8 miliardi di euro. A determinare tale risultato hanno concorso in misura quasi uguale i flussi netti in uscita per investimenti sia diretti sia di portafoglio (cfr. tavola 8). Dopo i deflussi netti relativamente cospicui per investimenti diretti e gli afflussi netti per investimenti in titoli azionari dell'area osservati in luglio e principalmente riconducibili a un'unica operazione straordinaria, i flussi da e verso l'area per investimenti sia diretti sia di portafoglio in titoli azionari sono tornati sui livelli medi della prima metà dell'anno. A differenza degli investimenti di portafoglio in azioni, quelli in titoli di debito hanno registrato in agosto consistenti deflussi netti, imputabili in larga misura alla vendita di obbligazioni e notes dell'area dell'euro da parte di non residenti.

Per quanto riguarda i dodici mesi terminati in agosto, gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 73,0 miliardi di euro contro deflussi netti per 29,4 miliardi un anno prima (cfr. figura 33). L'inversione di segno dei flussi di

Figura 32 Prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

(indici: gennaio 2003=100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)

- prezzi delle importazioni (scala di sinistra)
- prezzi delle importazioni di prodotti dell'industria manifatturiera (scala di sinistra)
- - - - - prezzi delle importazioni di prodotti petroliferi (scala di destra)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2005, a eccezione dei prezzi delle importazioni di prodotti petroliferi (agosto 2005).

capitali è principalmente ascrivibile al forte aumento degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti, che sono stati probabilmente alimentati almeno in parte dai rendimenti relativamente più elevati del mercato azionario dell'area dell'euro a fronte dei bassi tassi di interesse.

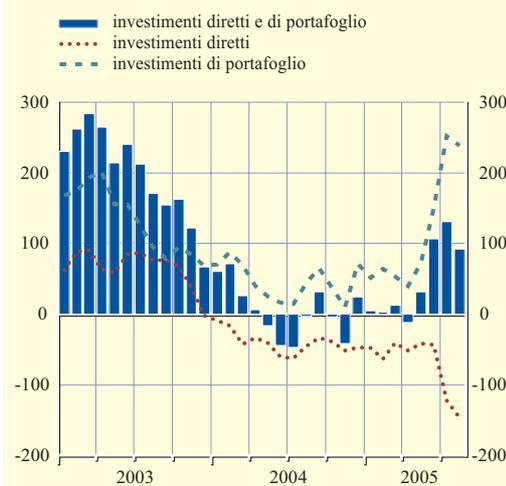
Il costante aumento degli afflussi netti per titoli di debito dell'area dagli inizi dell'anno potrebbe avere raggiunto un punto di massimo all'inizio dell'estate visto che in luglio e agosto la direzione di tali flussi si è invertita. Ciò potrebbe riflettere il fatto che i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato e le *notes* statunitensi e i corrispondenti titoli dell'area dell'euro sono diventati piuttosto consistenti, soprattutto nel corso dell'estate.

Nel conto degli investimenti diretti l'area dell'euro ha continuato a registrare costanti deflussi netti riconducibili in larga misura agli investimenti in capitale azionario estero da parte di residenti dell'area. L'espansione degli investimenti diretti dell'area all'estero potrebbe essere imputabile all'aumento della redditività attesa delle imprese dell'area, che nel passato ha evidenziato un'elevata correlazione con i deflussi per investimenti diretti esteri. Per contro, i flussi in entrata si collocano su livelli bassi e relativamente stabili dal marzo 2004. Tali andamenti potrebbero trovare una spiegazione nelle aspettative di una crescita economica mondiale superiore a quella dell'area dell'euro nel 2004 e nel 2005.

I dati sulla scomposizione geografica del conto finanziario dell'area dell'euro indicano che, nei dodici mesi fino a giugno 2005, la quota degli investimenti diretti esteri dell'area indirizzata verso il Regno Unito (soprattutto sotto forma di capitale azionario) è risultata la più elevata, seguita da quella relativa ai centri *offshore* e alla categoria degli "altri paesi" (che comprende i paesi asiatici diversi dal Giappone e l'America latina). Nello stesso periodo queste economie hanno inoltre costituito le principali destinazioni degli investimenti di portafoglio dell'area all'estero. Per contro, nei dodici mesi fino a giugno 2005 gli investimenti di portafoglio dell'area negli Stati Uniti si sono quasi dimezzati rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente.

Figura 33 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.

MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

Basandosi sulla recente ricerca condotta dall'Eurosistema, questo articolo fornisce una sintesi degli ultimi risultati in materia di modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro. Esso affronta tre quesiti principali: qual è il profilo tipico degli aggiustamenti di prezzo osservabili nell'area dell'euro? i responsabili dei prezzi seguono criteri particolari quando rivedono e modificano i listini? esistono fattori che impediscono agli operatori che fissano i prezzi di modificarli?

I principali risultati della ricerca possono essere riassunti come segue. I prezzi nell'area dell'euro non variano frequentemente: quelli al consumo restano invariati, in media, per quattro-cinque trimestri, quelli alla produzione per periodi analoghi o leggermente inferiori. Le frequenze variano tuttavia sostanzialmente da un settore all'altro e da un gruppo di prodotti all'altro. Vari possono essere i motivi per cui i prezzi si modificano poco frequentemente. Da un lato, in un contesto macroeconomico stabile, dove gli operatori si attendono che i prezzi rimangano stabili, risulta minore la necessità di aggiustarli. Dall'altro lato, potrebbero sussistere fattori strutturali che impediscono alle imprese di modificare i prezzi. Entrambe queste motivazioni sono riscontrabili nelle evidenze raccolte.

I INTRODUZIONE

Per una banca centrale è importante avere una piena comprensione della natura delle modalità di determinazione dei prezzi adottate dagli operatori economici. Questi meccanismi sono quelli che in definitiva determinano l'andamento dell'inflazione nel tempo. Di conseguenza, i modelli più diffusi delle dinamiche inflative si basano su assunti riguardo al comportamento dei responsabili dei prezzi. Da questi assunti, pertanto, dipendono fortemente le previsioni formulate dai modelli circa l'evoluzione dell'inflazione, nonché le indicazioni da essi fornite per l'impostazione e la conduzione della politica monetaria. La comprensione della natura delle modalità di determinazione dei prezzi potrà accrescere la qualità dei modelli e delle relative conclusioni sul piano delle politiche. Inoltre, un'analisi disaggregata del comportamento di determinazione dei prezzi degli operatori economici può rivelare importanti differenze, ad esempio su come i prezzi nei vari settori reagiscono alle variazioni delle condizioni economiche sottostanti. Questa informazione può pertanto permettere di individuare quali settori necessitino di essere monitorati più attentamente ai fini della politica monetaria. Infine, un esame dettagliato della determinazione dei prezzi può rivelare le inefficienze strutturali che precludono un aggiustamento dei listini anche laddove i responsabili dei prezzi ne avvertano, in linea di principio, l'esigenza. In questi casi i prezzi non rappresenterebbero un

segnale efficace della scarsità relativa dei beni, indicando la necessità di riforme strutturali.

L'articolo fornisce una sintesi dei risultati delle recenti ricerche in materia di modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro. Esso si basa principalmente sulle ultime analisi condotte dall'Eurosistema nell'ambito del *network* sulla persistenza dell'inflazione (Inflation Persistence Network, IPN)¹⁾, creato nel 2003 dalla BCE e dalle BCN dell'area dell'euro allo scopo di studiare le dinamiche, le determinanti e le implicazioni della persistenza dell'inflazione e le modalità di determinazione dei prezzi, nonché il legame fra loro intercorrente nell'area dell'euro e nei singoli paesi membri. Al fine di analizzare la determinazione dei prezzi, il *network* si è avvalso di una serie senza precedenti di dati sui prezzi elementari raccolti per la costruzione degli indici dei prezzi al consumo e alla produzione, oltre che di informazioni sui meccanismi di determinazione dei prezzi ricavate da indagini *una tantum* sulle politiche tariffarie delle imprese.

Questo articolo esamina tre questioni: il profilo tipico degli aggiustamenti di prezzo osservabili

1) I documenti prodotti dall'IPN sono stati in gran parte presentati alla conferenza sulla persistenza dell'inflazione nell'area dell'euro ("Inflation Persistence in the Euro Area"), tenutasi presso la BCE nel dicembre 2004, e sono disponibili sul sito Internet della BCE alla pagina "Past conferences and seminars". Molti documenti dell'IPN sono stati inoltre pubblicati nella collana di Working Paper della BCE.

nell'area dell'euro; i criteri seguiti dai responsabili dei prezzi per la revisione e la modifica degli stessi; i fattori che impediscono ai responsabili dei prezzi di operare aggiustamenti tariffari. Le tre sezioni seguenti riportano i risultati principali relativi a ciascuno di questi aspetti, mentre i due riquadri presentano le caratteristiche fondamentali delle banche dati utilizzate nelle analisi: il riquadro 1 tratta delle statistiche relative alle quotazioni elementari alla base degli indici dei prezzi al consumo e alla produzione, il riquadro 2 delle indagini condotte dall'IPN. L'ultima sezione riporta le considerazioni conclusive generali.

2 FATTI STILIZZATI RELATIVI AL PROFILO DI AGGIUSTAMENTO DEI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

Questa sezione descrive interessanti dinamiche di aggiustamento dei prezzi²⁾ sulla base dei dati sui prezzi elementari raccolti per la costruzione degli indici dei prezzi al consumo e alla produzione. Un primo importante risultato riguarda la periodicità con cui i prezzi vengono di regola modificati o, in altre parole, per quanto tempo in media essi rimangano invariati. Le tavole 1 e 2 riportano i risultati rispettivamente per i prezzi al consumo e alla produzione, da cui si evince che i prezzi non variano frequentemente. In media, solo il 15 per cento dei prezzi dei beni di consumo e il 20 per cento di quelli alla produzione sono modificati con cadenza mensile. Calcolando il tempo medio nel quale i prezzi di una data categoria di prodotti non varia e aggregando i risultati per l'area dell'euro si ottiene che i prezzi dei beni di consumo rimangono invariati per circa quattro-cinque trimestri e quelli alla produzione per periodi poco più brevi. A risultati analoghi si perviene domandando

direttamente alle imprese di specificare con che frequenza aggiustano i listini: le evidenze ricavate dalle indagini mostrano che l'impresa media modifica i prezzi meno di una volta l'anno.

I dati medi celano comunque un notevole grado di eterogeneità, come illustra la scomposizione per settori riportata nelle tavole 1 e 2. Le variazioni dei prezzi al consumo sono più frequenti per i prodotti energetici e gli alimentari non trasformati e relativamente meno frequenti per i beni industriali non energetici e in particolare i servizi. I prodotti energetici, per i quali il 78 per cento della totalità dei prezzi del campione varia ogni mese, e i prodotti alimentari non trasformati, per i quali la corrispondente quota è del 28 per cento, registrano quindi molte più variazioni di prezzo che la media dei beni di consumo. Entrambi questi settori sono caratterizzati da considerevoli e frequenti variazioni nell'offerta e nella domanda degli input e, pertanto, da variazioni frequenti dei prezzi degli input stessi. Ciò si ripercuote sui prezzi dei beni di consumo, a indicare che in questi settori i prezzi sono spesso rivisti in risposta a mutamenti delle condizioni economiche. All'opposto, emerge con particolare chiarezza che i prezzi dei servizi vengono modificati meno di frequente: in media solo il 6 per

2) Per una sintesi dei risultati relativi ai prezzi al consumo, cfr. Dhyne, E., L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Ruml e J. Vilmunen (2005), *Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE, n. 524; per i prezzi alla produzione, cfr. Álvarez, L., E. Dhyne, M. Hoerberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen e J. Vilmunen (2005), *Sticky prices in the euro area: evidence from individual data*, documento presentato al congresso annuale della European Economic Association nel 2005. I due testi fanno inoltre riferimento a vari documenti di ricerca che presentano analisi più dettagliate incentrate sui singoli paesi.

Tavola 1 Percentuale media dei prezzi al consumo modificati ogni mese

Settore	Alimentari non trasformati	Alimentari trasformati	Beni energetici	Beni industriali non energetici	Servizi	Totale
Percentuale dei prezzi modificati	28	14	78	9	6	15

Fonte: Dhyne et al. (2005), *Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE, n. 524.

Nota: basato su un campione di 50 prodotti. Per maggiori dettagli, cfr. la nota del riquadro 1.

Tavola 2 Percentuale media dei prezzi alla produzione modificati ogni mese

Settore	Alimentari	Beni non durevoli (esclusi gli alimentari)	Beni durevoli	Beni intermedi	Beni energetici	Beni d'investimento	Totale
Percentuale dei prezzi modificati	26	12	10	22	70	9	20

Fonte: Alvarez et al. (2005), *Sticky prices in the euro area: evidence from individual data*, lavoro presentato Congresso annuale dell'European Economic Association del 2005.

cento di tali prezzi varia ogni mese. È interessante notare inoltre come i settori in cui i prezzi mutano molto meno frequentemente mostrino un profilo di aggiustamento per cui ai rincari fanno tipicamente seguito altri rincari; un siffatto profilo è caratteristico di un contesto contraddistinto da tassi di inflazione bassi e positivi, dove gli occasionali rincari tengono conto del tempo trascorso dall'ultima variazione dei prezzi.

Un profilo molto simile è osservabile per i prezzi alla produzione, come mostra la tavola 2. I prodotti maggiormente trasformati, per i quali i costi sono meno strettamente collegati ai prezzi delle materie prime, presentano meno variazioni di prezzo. Per lo stesso motivo, i prezzi che cambiano più di frequente sono ancora una volta quelli dei prodotti energetici e alimentari, per i quali il 70 e il 26 per cento rispettivamente dei prezzi totali del campione variano ogni mese. Viceversa, i prezzi dei beni durevoli e di investimento sono modificati molto meno spesso.

Si è inoltre rilevato che l'eterogeneità dei comportamenti di determinazione dei prezzi è considerevole non soltanto fra le categorie di prodotti, ma anche al loro interno. In altre parole, sebbene la scomposizione per settori nelle tavole 1 e 2 rappresenti un utile modo per riassumere le differenze nelle modalità di determinazione dei prezzi, essa non rende conto di ulteriori discrepanze nella frequenza con cui i prezzi dei vari prodotti vengono modificati all'interno di uno stesso settore³). Infine, sussiste un certo grado di eterogeneità anche fra i vari paesi, che può essere dovuto alle differenze nella struttura dei consumi, nelle quote relative di mercato dei vari tipi di distributori o ancora nell'importanza relativa dei prezzi amministrati, ovvero ai diversi approcci statistici

adottati nella raccolta dei dati (ad esempio riguardo al trattamento riservato da ciascun istituto di statistica nazionale alle offerte promozionali e agli aggiustamenti qualitativi). Le differenze fra paesi sono comunque meno estese di quelle fra settori: la graduatoria dei settori basata sulla frequenza delle variazioni nei prezzi, ad esempio, è la stessa nei vari paesi dell'area dell'euro.

Più nel dettaglio, i dati quantitativi permettono di distinguere gli aumenti dalle riduzioni di prezzo e di analizzare l'entità degli aggiustamenti. Benché ci si possa attendere che in presenza di un grado elevato di rigidità dei prezzi le variazioni osservate siano più probabilmente al rialzo che al ribasso, non è raro riscontrare riduzioni dei prezzi, salvo che nei servizi⁴). In media il 40 per cento circa delle variazioni dei prezzi sia al consumo sia alla produzione sono diminuzioni. Dalla scomposizione settoriale dei prezzi al consumo presentata nella prima riga della tavola 3 emerge che per gli alimentari trasformati e non trasformati e per i beni industriali energetici e non energetici le quote dei rincari e dei ribassi sono pressoché uguali. La differenza è molto più pronunciata nel settore dei servizi, dove solo due variazioni dei prezzi su dieci sono riduzioni. Questo profilo potrebbe essere in parte collegato al fatto che nel settore dei servizi il tasso di inflazione medio è maggiore e l'incidenza del fattore lavoro sui costi di produzione è particolarmente elevata, sicché la rigidità delle dinamiche salariali può tradursi in una rigidità dei prezzi nel settore.

3) Cfr. in particolare le evidenze fornite in Aucremanne, L. ed E. Dhyne (2004), *How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI*, Working Paper della BCE, n. 331.

4) Questo risultato non dipende dal trattamento (inclusione o esclusione) delle variazioni di prezzo dovute ai saldi.

Tavola 3 Quota e dimensione media degli aumenti e delle diminuzioni dei prezzi al consumo in percentuali

Settori	Alimentari non trasformati	Alimentari trasformati	Beni energetici	Beni industriali non energetici	Servizi	Totale
Quota dei prezzi in aumento	54	54	54	57	80	58
Dimensione degli aumenti dei prezzi	15	7	3	9	7	8
Dimensione della diminuzione dei prezzi	16	8	2	11	9	10

Fonte: Dhyne et al. (2005), *Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE, n. 524.

Nota: i risultati sono basati su un campione di 50 prodotti.

Per quanto concerne l'entità delle variazioni, risulta che gli aumenti dei prezzi, così come le riduzioni, sono ingenti se confrontati con il tasso di inflazione. Questa discrepanza sussiste in primo luogo perché un ampio numero di prezzi non varia in un dato periodo e in secondo luogo perché il tasso di inflazione aggrega simultaneamente rincari e ribassi, che in parte si annullano. Le riduzioni e gli incrementi hanno un ordine di grandezza simile, benché le prime siano in media lievemente maggiori: per i prezzi al consumo, il rincaro medio è nell'ordine dell'8 per cento, mentre il ribasso medio è leggermente maggiore, pari al 10 per cento, come mostra la tavola 3. In particolare, per gli alimentari non trasformati le variazioni sono non solo molto frequenti ma anche molto ingenti, pari al 15 e al 16 per cento in caso rispettivamente di rialzo e di ribasso. Questo risultato concorda con la nozione secondo cui la struttura dei prezzi in questo settore è fortemente influenzata dall'offerta di beni, data la natura stagionale di molti prodotti alimentari non trasformati. Riguardo all'entità media delle variazioni di prezzo, l'eterogeneità fra paesi è modesta, in particolare se confrontata con quella settoriale.

Al fine di collocare in prospettiva i profili riscontrati per l'area dell'euro è utile effettuare un confronto con altre aree. L'economia per la quale sono disponibili più evidenze sul profilo dell'aggiustamento dei prezzi è quella statunitense⁵⁾. La principale differenza fra Stati Uniti e area dell'euro riguarda il lasso medio di tempo durante il quale i prezzi al consumo restano invariati. Se

nell'area dell'euro solo il 15 per cento circa dei prezzi varia ogni mese, la quota corrispondente per gli Stati Uniti è più elevata, 26 per cento per il periodo 1995-1997. Mentre nell'area dell'euro un prezzo rimane di regola immutato per quattro-cinque trimestri, negli Stati Uniti varia in media ogni due trimestri. Tale discrepanza non è riconducibile a differenze nella struttura dei consumi, giacché questi nell'area sono caratterizzati da una quota maggiore di prodotti alimentari (i cui prezzi si modificano relativamente spesso) e da una quota minore di servizi (i cui prezzi si modificano poco frequentemente). Essa sarebbe pertanto ancora maggiore se nelle due economie i consumi presentassero la stessa struttura. Vi sono tuttavia vari fattori che possono dare origine a profili di questo tipo, quali le differenze nel comportamento dei responsabili dei prezzi, nella concorrenza del mercato, nelle strategie di prezzo normalmente adottate, a loro volta riconducibili a differenze nella struttura della distribuzione al dettaglio o nei prezzi amministrati. Inoltre, vi potrebbero essere problemi di comparabilità dei dati sottostanti, nonché disparità riguardo agli shock intervenuti nei periodi di tempo esaminati.

Altre dinamiche del processo di determinazione dei prezzi sono più simili fra le due economie. Negli Stati Uniti, così come nell'area dell'euro, vi è un elevato grado di eterogeneità fra settori,

5) Cfr., ad esempio, Bils, M. e P. Klenow (2004), "Some evidence on the importance of sticky prices", *Journal of Political Economy* 112, pagg. 947-985.

con variazioni dei prezzi più frequenti nei settori dei prodotti energetici e degli alimentari non trasformati; inoltre, analogamente a quanto osservato per l'area dell'euro, il 45 per cento delle variazioni totali è rappresentato da riduzioni e le variazioni dei prezzi, al 13 per cento (o all'8 per cento se non si considerano i saldi) sono ingenti se rapportate al tasso di inflazione prevalente.

Riquadro I

RILEVAZIONI DI PREZZO ALLA BASE DEGLI INDICI DEI PREZZI AL CONSUMO E ALLA PRODUZIONE

Un'ampia parte dei risultati riportati in questo articolo si basa su banche dati comprendenti i prezzi elementari raccolti dagli uffici di statistica nazionali per la costruzione degli indici dei prezzi al consumo e alla produzione. In ragione delle norme nazionali in materia di riservatezza i dati sono stati resi disponibili esclusivamente alle BCN. La copertura dei dati per i prezzi al consumo si estende a dieci paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia), pari al 96 per cento dell'area in termini di PIL.

Tavola A Rappresentatività delle banche dati nazionali sui prezzi al consumo

Paesi	Grado di copertura del CPI o numero di categorie di prodotto	Periodo coperto
Belgio	68%	gen. 1989 - dic. 2001
Germania	20% (52 categorie di prodotto)	gen. 1998 - gen. 2004
Spagna	70%	gen. 1993 - dic. 2001
Francia	65%	gen. 1994 - feb. 2003
Italia	20% (50 categorie di prodotto)	gen. 1996 - dic. 2003
Lussemburgo	100%	gen. 1999 - dic. 2004
Paesi Bassi	8% (49 categorie di prodotto)	nov. 1998 - apr. 2003
Austria	90%	gen. 1996 - dic. 2003
Portogallo	100%	gen. 1992 - gen. 2001
Finlandia	100%	gen. 1997 - dic. 2003

Fonte: Dhyne et al. (2005), *Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data*, Working Paper della BCE, n. 524, e citazioni contenute.

Le banche dati contengono milioni di quotazioni rilevate continuamente nel tempo per certi prodotti venduti presso determinati distributori. Come mostra la tavola A, l'estensione temporale del campione varia considerevolmente fra i paesi, raggiungendo in alcuni casi i 13 anni. Anche la copertura per prodotti differisce da un paese all'altro. Mentre per sette paesi sono disponibili le quotazioni dei prodotti appartenenti a un insieme di categorie pari ad almeno il 65 per cento del paniere dei consumi, per gli altri tre paesi si è ricavato un "minimo comun campione" di circa 50 categorie di prodotto, che è stato definito allo scopo di poter confrontare i risultati e costituisce la base dei risultati riportati in questo articolo¹⁾.

1) Le 50 categorie di prodotti selezionate sono le seguenti: 4 categorie di alimentari non trasformati (bistecca, varietà di pesce fresco, lattuga e banane), 7 di alimentari trasformati (latte, zucchero, spinaci surgelati, acqua minerale, caffè, whisky e birra), 3 di energetici/petroliiferi (gas per riscaldamento e due tipi di carburante), 17 di beni industriali non energetici (calze, jeans, scarpe sportive, camicia, pittura acrilica, cemento, tostapane, lampadina, elemento di arredamento, asciugamano, pneumatico per auto, televisore, cibo per cani, pallina da tennis, set di costruzioni Lego, dentifricio e valigia) e 19 di servizi (lavasecco, tariffa oraria elettricista, tariffa oraria idraulico, servizi domestici, tariffa oraria meccanico auto, lavaggio auto, equilibratura gomme, corsa in taxi, biglietto del cinema, macchina per fax, noleggio videocassette, sviluppo pellicola fotografica, camera albergo, bicchiere di birra al bar, pasto al ristorante, hot dog, bevanda analcolica al bar, taglio capelli uomo e taglio capelli donna). Nel caso in cui per un determinato paese non fosse disponibile una data categoria, essa è stata rimpiazzata da un sostituto prossimo. Il periodo di copertura è stato armonizzato il più possibile nei vari paesi e in genere va dal gennaio 1996 al gennaio 2001.

Tavola B Rappresentatività delle banche dati nazionali sui prezzi alla produzione

Paesi	Grado di copertura del PPI o numero di categorie di prodotto	Periodo coperto
Belgio	100%	gen. 2001 - gen. 2005
Germania	100%	gen. 1997 - feb. 2003
Spagna	99,40%	nov. 1991 - feb. 1999
Italia	60 categorie di prodotto	gen. 1997 - dic. 2002
Portogallo	quasi 100%	gen. 1995 - ago. 2002

Fonte: Alvarez et al. (2005), *Sticky prices in the euro area: evidence from individual data*, lavoro presentato al Congresso annuale dell'European Economic Association del 2005, e citazioni contenute.

Per i prezzi alla produzione, le informazioni statistiche sui dati elementari alla base degli indici nazionali sono state messe a disposizione delle BCN di Belgio, Germania, Spagna, Italia e Portogallo, conseguendo una copertura del 63 per cento dell'area dell'euro in termini di PIL. Questi dati sono in ampia misura comparabili a quelli sopra descritti per i prezzi al consumo. Le rilevazioni si riferiscono ai prezzi *ex fabrica* comprensivi di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. I prezzi sono quelli a cui sono avvenute effettivamente le transazioni e non quelli di listino (salvo nel caso del Portogallo). Il prezzo rilevato nel periodo t dovrebbe riferirsi agli ordini effettuati nel periodo t (momento dell'ordine). Riguardo al numero di categorie di prodotto, le banche dati coprono o la quasi totalità dei dati disponibili presso gli uffici nazionali di statistica o un "minimo comun campione". Benché generalmente inferiore a quella dei prezzi al consumo, l'estensione temporale di queste serie raggiunge comunque gli otto anni.

Infine, in Belgio, Francia e Germania è stata analizzata una tipologia alternativa di dati sui prezzi alla produzione. In base a regolari indagini presso le imprese sono stati ottenuti dati qualitativi, che indicano ad esempio se nel mese in esame si è proceduto o meno a un aggiustamento dei prezzi o se l'impresa intende intraprendere un tale aggiustamento nei mesi a venire. Sebbene queste analisi non permettano di quantificare le variazioni dei prezzi, esse consentono di mettere in relazione il comportamento di prezzo di un'impresa con altre variabili rilevate per l'impresa stessa nel corso della medesima indagine, informazioni che non sono generalmente disponibili per i dati quantitativi sopra descritti.

3 CRITERI DI DETERMINAZIONE DEI PREZZI

Dopo aver analizzato alcune delle proprietà delle serie sui prezzi è altresì interessante individuare il profilo comportamentale degli operatori che fissano tali prezzi, che potrebbe spiegare i fatti stilizzati sopra descritti. Questa sezione fornisce evidenze sulla rilevanza di vari criteri di determinazione dei prezzi, mentre quella seguente evidenzierà le potenziali ragioni della rigidità dei prezzi. Il primo importante risultato è che il processo di aggiustamento avviene in due fasi, ovvero a) la revisione del prezzo e b) la modifica del prezzo. Le indagini sul comportamento di determinazione dei prezzi delle imprese

condotte dall'IPN mostrano che le revisioni avvengono più di frequente che le modifiche dei prezzi ⁶⁾. Gran parte delle imprese rivede i prezzi da una a tre volte l'anno, ma procede a una loro effettiva modifica solo una volta l'anno. È interessante notare come entrambe queste fasi avvengano meno frequentemente nel settore dei servizi. Esse, inoltre, sono generalmente più frequenti in mercati più concorrenziali.

6) Per una sintesi dei risultati ottenuti tramite le indagini sulla determinazione dei prezzi, cfr. Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapił, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl e A. Stokman (2005), *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*, Working Paper della BCE, n. 535. Analisi più dettagliate sui singoli paesi sono disponibili nei vari documenti di ricerca ivi citati.

È naturale chiedersi quali siano le cause della diversa frequenza con cui hanno luogo le revisioni e le modifiche dei prezzi. In seguito a una revisione, i prezzi potrebbero rimanere invariati perché a) nessuno dei fattori valutati dall'impresa in sede di revisione giustifica un aggiustamento o b) benché la revisione evidenzia la necessità di una modifica del prezzo, sussistono altri fattori che impediscono un tale aggiustamento. Questi fattori sono esaminati nella sezione 4.

La prima fase del processo di formazione dei prezzi è quindi quella della revisione. Questa può essere condotta secondo varie modalità. Ad esempio, un'impresa può decidere di rivedere i propri listini periodicamente, a intervalli di tempo regolari (in base alle cosiddette *time-dependent pricing rules*). Alternativamente, i prezzi possono essere rivisti quando l'impresa ritenga che vi sia stato un cambiamento nelle determinanti di fondo, quali i costi degli input, la domanda o i prezzi praticati dalla concorrenza, per citarne alcune (cosiddette *state-dependent pricing rules*). Infine, è possibile che le imprese decidano di combinare queste due strategie e quindi di rivedere i prezzi regolarmente, conservando tuttavia una certa flessibilità per effettuare revisioni ogniqualvolta lo reputino necessario alla luce di un mutamento delle circostanze.

Vi sono chiare evidenze del fatto che le variazioni dei prezzi seguono un profilo stagionale. In genere, è più probabile che esse avvengano nel primo trimestre (specie in gennaio) o dopo il periodo estivo (specie in settembre), mentre sono meno frequenti in luglio e agosto. La più elevata frequenza degli aggiustamenti in gennaio è particolarmente evidente nel caso dei servizi. In modo analogo, la probabilità che un dettagliante modifichi il suo prezzo dipende dal tempo trascorso dall'ultimo aggiustamento: essa cresce sostanzialmente se il prezzo è rimasto invariato per 12, 24 o 36 mesi, a indicare che una parte delle imprese rivede i prezzi su base annuale. Sebbene a prima vista ciò possa far ritenere che le imprese adottino in genere strategie di revisione dei prezzi a intervalli regolari, lo stesso profilo potrebbe essere osservato anche

nel caso delle strategie in base alle quali le imprese reagiscono a mutamenti delle condizioni economiche, ad esempio se i costi o la domanda variano di norma una volta l'anno.

Studi ulteriori sono stati condotti per meglio discriminare fra le due situazioni, quella in cui i prezzi vengono rivisti a intervalli regolari e quella in cui ciò avviene in risposta a variazioni delle determinanti di fondo. Ad esempio, si è analizzato il nesso fra inflazione e frequenza degli aggiustamenti di prezzo, che dovrebbe sussistere allorché la determinazione dei prezzi è reattiva alle condizioni economiche. In effetti si è generalmente riscontrato che un'inflazione aggregata maggiore si accompagna a una frequenza maggiore degli aumenti e a una frequenza minore delle riduzioni. Lo stesso vale per il tasso di inflazione calcolato a livello di settore; in particolare, si rileva che la probabilità di osservare una variazione di prezzo per un dato prodotto presso un dato distributore aumenta di pari passo con il valore assoluto dell'inflazione specifica al prodotto accumulata a partire dall'ultima modifica apportata dal distributore al prezzo del prodotto.

Gli avvenimenti stessi che modificano le condizioni economiche rilevanti per i responsabili dei prezzi possono essere utili per acquisire una migliore comprensione dei criteri di fissazione dei prezzi. Se tali avvenimenti hanno un impatto sulla frequenza delle variazioni di prezzo, allora è ipotizzabile che siano applicate strategie reattive alle modifiche delle condizioni economiche. Le evidenze a riguardo sono molto robuste: ad esempio, le variazioni delle imposte indirette conducono sempre a un aumento temporaneo del numero di aggiustamenti di prezzo.

In sintesi, sebbene vi siano indicazioni della presenza di strategie di prezzo basate su intervalli temporali fissi, è altresì evidente che le imprese modificano i prezzi in risposta a variazioni delle condizioni economiche di fondo.

Tale riscontro trova fondamento nei risultati delle indagini condotte presso le imprese dell'area dell'euro in merito ai criteri adottati per

la fissazione dei prezzi. Il 34 per cento degli intervistati rivede i listini a intervalli regolari, una percentuale che in genere cresce lievemente per le imprese di maggiori dimensioni. In base a una scomposizione settoriale, sono relativamente meno numerose le imprese dell'industria che adottano questa strategia rispetto a quelle del commercio al dettaglio e all'ingrosso, che, a loro volta, la applicano meno di quelle fornitrici di altri servizi. Il 20 per cento delle imprese nell'area dell'euro rivede i listini principalmente in risposta a un cambiamento delle condizioni economiche, mentre il restante 46 per cento adotta una combinazione di entrambi gli approcci.

Un'altra importante questione affrontata dalle indagini sul comportamento di prezzo delle imprese attiene alle modalità con cui i prezzi vengono effettivamente fissati. Si è domandato

agli intervistati se i loro prezzi sono determinati a) applicando una maggiorazione ai costi, b) con riferimento al prezzo praticato dai principali concorrenti, o c) in base ad altre strategie. Il 54 per cento delle imprese intervistate ha optato per la prima alternativa, il 27 per cento per la seconda e la parte restante per la terza. Per quanto concerne le informazioni che intervengono nelle decisioni di prezzo, circa la metà delle imprese prende in considerazione un'ampia gamma di dati, compresi gli andamenti economici passati e attesi; allo stesso tempo, tuttavia, il 34 per cento delle imprese non adotta un'ottica prospettica, nel senso che considera unicamente informazioni relative al presente e al passato. Analogamente, c'è evidenza del fatto che un numero cospicuo di imprese si affida a regole empiriche (quali l'indicizzazione in base all'indice dei prezzi al consumo).

Riquadro 2

INDAGINI SULLE MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEI PREZZI DELLE IMPRESE

L'IPN ha condotto indagini sulle politiche di prezzo delle imprese in nove paesi dell'area dell'euro, pari al 94 per cento dell'area in termini di PIL. I sondaggi sono stati effettuati da ciascuna BCN a livello nazionale per poter sfruttare l'esperienza già acquisita nella predisposizione delle indagini e dei campioni e/o per adattare alle specificità e alle caratteristiche nazionali la lista di domande, la loro esatta formulazione e gli aspetti tecnici dell'indagine. La comparabilità fra paesi è stata conseguita attraverso il coordinamento in varie fasi del progetto. In particolare, nel corso di ciascuna indagine è stato sottoposto e poi analizzato un "minimo comun campione" di domande.

Come mostra la tavola, all'indagine hanno preso parte più di 11000 imprese e società dell'area dell'euro appartenenti a vari settori dell'economia, ma con particolare enfasi sull'industria, cui è riconducibile oltre il 60 per cento delle osservazioni totali. I tassi di risposta sono stati diversi da paese a paese, tra il 30 e il 69 per cento. Anche le modalità con cui è stata condotta l'indagine (telefono, posta tradizionale, Internet o in rari casi interviste di persona) hanno differito tra i vari paesi. Il campione di imprese è stato in genere ricavato da quelli esistenti utilizzati per le regolari indagini condotte dalle BCN o da fornitori esterni di sondaggi. L'elevata robustezza dei risultati fra i vari paesi indica che essi non dipendono dalle modalità di conduzione dell'indagine, dal numero di domande, dalla loro esatta formulazione o dall'ordine in cui sono state poste e/o dalle possibili risposte.

Scopo delle indagini è stato quello di raccogliere informazioni qualitative con cui integrare i risultati ottenuti sulla base dei dati quantitativi descritti nel riquadro 1. Rispetto a queste serie, le indagini *ad hoc* presentano il vantaggio di poter documentare, in termini qualitativi, le logiche sottostanti il meccanismo osservato di determinazione dei prezzi. Inoltre, attraverso i sondaggi è

Imprese intervistate

(percentuali; numero delle imprese rispondenti in parentesi)

Paesi	Industria	Commercio al dettaglio e all'ingrosso	Altri servizi	Costruzioni	Totale
Belgio	38 (753)	24 (478)	18 (364)	20 (384)	100 (1.979)
Germania	100 (1.228)	-	-	-	100 (1.228)
Spagna	44 (888)	26 (515)	30 (605)	-	100 (2.008)
Francia	100 (1.662)	-	-	-	100 (1.662)
Italia	65 (215)	14 (46)	20 (68)	1 (4)	100 (333)
Lussemburgo	20 (67)	22 (73)	37 (125)	22 (74)	100 (339)
Paesi Bassi	18 (219)	22 (271)	60 (756)	-	100 (1.246)
Austria	76 (661)	-	24 (212)	-	100 (873)
Portogallo	84 (1.157)	-	16 (213)	-	100 (1.370)
Totale	62 (6.850)	13 (1.383)	21 (2.343)	4 (462)	100 (11.038)

Fonte: Fabiani et al. (2005), *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*, Working Paper della BCE, n. 535.

Nota: la tavola riporta la distribuzione delle imprese per paese e settore.

possibile considerare separatamente le due fasi del processo di aggiustamento, quella di revisione e quella di modifica del prezzo. Tuttavia, le informazioni fornite dalle indagini sono di natura prevalentemente qualitativa, per cui risulta difficile quantificare gli effetti di un determinato fattore, ad esempio sull'entità delle variazioni di prezzo.

4 EVIDENZE DISPONIBILI SULLE CAUSE DELLA RIGIDITÀ DELLE DINAMICHE DEI PREZZI

Mentre nelle sezioni precedenti si è descritto il profilo tipico delle variazioni dei prezzi e i criteri seguiti dagli operatori nel fissarli, questa sezione è incentrata sulle ragioni potenziali per cui la dinamica dei prezzi potrebbe essere caratterizzata da rigidità. È chiaro che i prezzi vengono rivisti più spesso di quanto non vengano modificati. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che talvolta in base alle revisioni non vi sono motivi di procedere a un aggiustamento. Alternativamente, tuttavia, potrebbero esservi fattori che impediscono alle imprese di aggiustare i prezzi anche nel caso in cui ciò sarebbe opportuno alla luce della revisione. Tali fattori sono esaminati nella presente sezione.

Nel corso delle indagini sulle modalità di determinazione del prezzo delle imprese tale questione è stata esaminata chiedendo alle imprese stesse quali elementi potrebbero farle desistere da effettuare un pur giustificato aggiustamento di prezzo immediato. In risposta a questa domanda venivano elencate varie motivazioni possibili, espresse in modo semplice e basate su diverse teorie economiche a riguardo. È probabile che alcune di queste teorie siano più pertinenti nelle situazioni che richiederebbero di modificare i prezzi al rialzo e altre in quelle che richiederebbero una riduzione, ma gran parte delle teorie ha validità in entrambi i casi. Per ciascuna motivazione proposta gli intervistati potevano indicare il loro livello di assenso assegnando un punteggio da 1 a 4 corrispondente alle seguenti categorie: non importante (1), poco importante (2), importante (3) e molto importante (4). I

punteggi medi assegnati alle varie teorie dalle imprese partecipanti sono stati utilizzati per elaborare una graduatoria delle possibili cause della rigidità dei prezzi. I risultati sono riportati nella tavola 4.

La motivazione che ha ottenuto il punteggio medio più elevato (2,7), e che risulta quindi la più rilevante in pratica, attiene al concetto di “contratto implicito”. Questa teoria si basa sull’idea che le imprese stabiliscono relazioni di lungo periodo con la clientela, ad esempio al fine di accrescere la prevedibilità delle vendite future; in altre parole, esse cercano di guadagnare la fedeltà dei clienti semplicemente modificando i prezzi il meno possibile. Ciò risulta allettante per i clienti perché permette loro di basare i propri calcoli su un prezzo medio stabile di lungo periodo piuttosto che su prezzi variabili nel tempo. I “contratti espliciti” rappresentano una situazione alternativa nella quale le imprese hanno stipulato con il cliente un contratto che fissa il prezzo del prodotto da consegnare e che dovrebbe pertanto essere rinegoziato prima di poter modificare il prezzo. Questa situazione rappresenterebbe un impedimento significativo all’aggiustamento dei prezzi, avendo ottenuto un punteggio medio di 2,6. La rilevanza dei contratti impliciti ed espliciti è in linea con il fatto che il 70 per cento delle imprese intervistate intrattiene una qualche forma di relazione di lungo periodo con la propria clientela.

Un’altra motivazione attiene alla modalità di determinazione dei “prezzi basati sui costi” (*cost-based pricing*), che postula che i prezzi non debbano variare a meno che non varino i costi effettivamente sostenuti dall’impresa. Ciò implica che la variazione del prezzo di un prodotto intermedio a monte della catena produttiva si ripercuoterà solo gradualmente sui prezzi al consumo, ossia solo dopo che le variazioni dei costi si sono propagate all’intera catena. Anche questa motivazione risulta molto importante, ottenendo lo stesso punteggio medio di 2,6. Come mostrato nelle sezioni precedenti, un’ampia quota di imprese fissa i prezzi applicando una maggiorazione ai costi, il che potrebbe spiegare la rilevanza di questo fattore.

Tavola 4 Graduatoria delle teorie che spiegano la rigidità dei prezzi

Motivi per non modificare i prezzi	Punteggio medio
Contratti impliciti	2,7
Contratti espliciti	2,6
Prezzi basati sui costi	2,6
Prezzi dei concorrenti	2,4
Prezzi come indicatori di qualità	2,1
Temporaneità degli shock	2,0
Aggiustamento di fattori diversi dal prezzo	1,7
Costi di aggiustamento dei listini	1,6
Costi di ricerca delle informazioni	1,6
Prezzi attraenti	1,6

Fonte: Fabiani et al. (2005), *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*, Working Paper della BCE, n. 535.
Nota: la tavola presenta la graduatoria media delle ragioni potenziali per cui un’impresa può decidere di non modificare i suoi prezzi anche se necessario. La graduatoria è basata sulla media delle risposte delle imprese con riferimento alle seguenti categorie: non importante (1), poco importante (2), importante (3) e molto importante (4).

Considerevole peso (punteggio medio di 2,4) è attribuito anche a un’altra motivazione, secondo cui le imprese potrebbero decidere di non variare i prezzi a meno che uno dei loro concorrenti non lo faccia per primo (“prezzi dei concorrenti”). Nel caso in cui un’impresa sia l’unica a innalzare i prezzi a seguito di una variazione nelle condizioni economiche essa potrebbe perdere clienti; all’opposto, riducendo i prezzi per prima essa potrebbe scatenare un’ indesiderata guerra dei prezzi. Pertanto, qualora vi sia il rischio che le altre imprese non modifichino i prezzi, un’impresa potrebbe voler attendere la mossa dei suoi concorrenti prima di agire.

Altre motivazioni alternative hanno ottenuto punteggi relativamente bassi e appaiono pertanto meno importanti. Fra queste vi è la possibilità che i clienti usino i “prezzi come indicatore di qualità”. In tal caso, le imprese potrebbero essere riluttanti a ridurre i prezzi poiché la clientela interpreterebbe il ribasso come indicativo di una riduzione nella qualità del prodotto. Altra motivazione non ritenuta particolarmente importante è quella della “temporaneità degli shock”. L’idea alla base di questo ragionamento è che se una variazione delle condizioni economiche di fondo è percepita come temporanea, essa non indurrà le imprese a modificare i prezzi, dal momento che questi dovrebbero poi essere riaggiu-

stati in un secondo momento. È inoltre risultata relativamente non importante la possibilità che un'impresa non modifichi i prezzi ma proceda piuttosto a un "aggiustamento dei fattori diversi dal prezzo", come la qualità del prodotto o i servizi offerti in relazione all'acquisto.

Infine, le tre possibili motivazioni che hanno ottenuto i punteggi più bassi sono quelle relative ai "costi di aggiustamento dei listini" (cosiddetti *menu costs*), ai "costi di ricerca delle informazioni" (*costly information*) e ai "prezzi attraenti". La prima motivazione si basa sulla possibilità che l'atto stesso di modificare i prezzi possa risultare dispendioso (come nel caso di un ristorante che debba ristampare il menù), per cui l'impresa potrebbe procedere a un aggiustamento solo se l'entità di quest'ultimo fosse sufficientemente ampia da giustificare i costi che comporta. Analogamente, potrebbero esservi costi di altra natura derivanti dalla modifica dei prezzi, quali il costo delle risorse necessarie per ottenere le informazioni pertinenti, per stabilire l'aggiustamento e per metterlo in pratica. Infine, se il prodotto è generalmente venduto a un "prezzo attraente" (ad esempio a 0,99 euro), l'impresa potrebbe decidere di rimandare l'aggiustamento fino a quando non sarà possibile applicare un nuovo prezzo attraente.

L'importanza assegnata alle varie motivazioni differisce solo lievemente da un settore all'altro ed è in genere molto simile fra paesi. Una differenza rilevante concerne però i settori al dettaglio e all'ingrosso, dove i contratti espliciti hanno una importanza inferiore, mentre i prezzi attraenti e i costi di aggiustamento ricevono punteggi più elevati rispetto a quanto avviene negli altri settori. In particolare, la scarsa importanza attribuita alle politiche di prezzo attraente nel settore produttivo va relativizzata, dal momento che queste politiche sono ampiamente diffuse per i prezzi al consumo nell'area dell'euro. Di fatto, l'analisi dei dati sui prezzi al consumo mostra che i prezzi fissati a un livello attraente sono modificati meno di frequente rispetto ad altri prezzi, il che fa ritenere che i dettaglianti potrebbero non modificare i prezzi in risposta alle mutevoli condizioni economiche nel caso in cui l'aggiustamento desse luogo a un prezzo non attraente.

Infine, i risultati dell'indagine presentano un'altra marcata regolarità, ovvero un'asimmetria negli aggiustamenti di prezzo. Si riscontra infatti un profilo generale per cui le variazioni dei costi hanno più rilevanza per gli aumenti che non per le riduzioni, mentre i mutamenti nelle condizioni di mercato influiscono maggiormente sui ribassi. In altre parole, un aumento dei prezzi in risposta a un aumento dei costi è più ampio di una loro riduzione a fronte di una riduzione dei costi, ma, d'altra parte, i prezzi diminuiscono di più al calare della domanda di quanto non aumentino a un suo aumentare. Dal lato dei costi, l'evoluzione dei costi del lavoro e delle materie prime in particolare potrebbe indurre un incremento dei prezzi, mentre i costi finanziari rivestono un'importanza minore; all'opposto, le riduzioni di prezzo sono influenzate principalmente da debolezza della domanda o da cali dei prezzi applicati dai concorrenti. Le imprese che operano in mercati altamente concorrenziali reagiscono con particolare intensità ai fattori di riduzione dei prezzi, specie dal lato della domanda.

In una certa misura, l'asimmetria rilevata dalle indagini è riscontrabile anche nell'analisi dei dati sui livelli dei prezzi dei beni al consumo, dove i prezzi degli input sono stati identificati come un'importante determinante della frequenza degli aumenti, ma non delle riduzioni. Allo stesso tempo, la variabilità dei prezzi degli input costituisce un importante fattore alla base dell'aggiustamento del prezzo finale dei beni al consumo: quanto più i prezzi degli input per un determinato prodotto oscillano, tanto più di frequente il prezzo del prodotto viene modificato. Lo stesso impatto è osservabile per i prezzi alla produzione, per i quali si è rilevato che una quota più elevata di input da lavoro comporta una frequenza di aggiustamento minore, dal momento che i prezzi di questi input variano solo di poco e, all'opposto, una quota più elevata di materie prime fra gli input si accompagna a frequenze di aggiustamento maggiore, poiché i prezzi degli input sono in questo caso molto volatili⁷⁾.

7) Cfr. Álvarez, L., P. Burriel e I. Hernando (2005), *Price-setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data*, Working Paper della BCE, n. 522.

L'importanza dei salari ai fini della determinazione dei prezzi è stata inoltre illustrata nel caso della Germania. In questo paese i sindacati sono organizzati su base settoriale e la determinazione dei salari è altamente sincronizzata, quindi è possibile verificare se le imprese modificano i prezzi in modo altrettanto sincronizzato nei mesi di aumento delle retribuzioni contrattuali. Si riscontra che la quota di imprese che aumentano i prezzi tocca effettivamente un massimo in questi mesi⁸⁾.

Anche l'ipotesi secondo la quale la rigidità delle dinamiche dei prezzi è collegata al basso grado di concorrenza nei mercati dei prodotti è stata sottoposta a verifica utilizzando le osservazioni elementari sui prezzi. Per quanto riguarda i prezzi alla produzione, la concorrenza dei mercati in cui le imprese operano è in effetti rilevante: quanto più elevato è il grado di concorrenza, tanto più frequenti sono le modifiche dei prezzi. Nel caso dei prezzi al consumo, sono riscontrabili alcune evidenze in tal senso, sebbene di natura più indiretta. Ad esempio, vi sono sostanziali indicazioni secondo cui la periodicità degli aggiustamenti dei prezzi dipende dal tipo di distributore: essa è significativamente più elevata nei supermercati e negli ipermercati che non presso i piccoli dettaglianti tradizionali. Tuttavia, ciò può riflettere il diverso grado di competizione di prezzo, così come differenze nell'importanza relativa dei costi derivanti da una modifica dei prezzi o nelle strategie di fissazione dei prezzi (ad esempio "prezzi bassi tutti i giorni" o "altalena dei prezzi") fra i vari tipi di distributori.

5 CONCLUSIONI

Questo articolo ha fornito una veduta di insieme della recente ricerca sulle modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro. Gran parte dei risultati analitici sono stati raccolti nel corso dei progetti di ricerca condotti congiuntamente dalle aree di ricerca delle banche centrali dell'Eurosistema. Essi si basano su una banca dati estesa e senza precedenti, che copre sia dati quantitativi sui prezzi elementari utilizzati per la costruzione degli indici dei prezzi al consumo

e alla produzione, sia informazioni qualitative ricavate da sondaggi presso le imprese.

Vari risultati degni di nota sono emersi da queste ricerche. I prezzi nell'area dell'euro non variano di frequente, e ciò per un certo numero di ragioni. Primo, gran parte dei responsabili dei prezzi rivedono i listini solo da una a tre volte l'anno, e generalmente a intervalli di tempo regolari. Ciò concorda con l'idea che, nel complesso, essi si trovano a operare in un contesto macroeconomico stabile caratterizzato da stabilità dei prezzi, per cui è minore la necessità di aggiustamenti dei listini. Tuttavia, anche quando avvertono tale necessità, alcune imprese si astengono da variare i prezzi per vari motivi. I fattori predominanti che impediscono un aggiustamento immediato dei prezzi sono: a) l'esistenza di relazioni di lungo periodo con la clientela; b) la presenza di contratti espliciti che dovrebbero essere rinegoziati; c) strategie che non prevedono modifiche dei prezzi a meno di una variazione dei costi effettivamente sostenuti dall'impresa. I primi due fattori in particolare hanno natura strutturale e non implicano necessariamente la presenza di inefficienze nel meccanismo di determinazione dei prezzi, ma sono piuttosto indicativi del valore assegnato alla stabilità dei prezzi sia dagli operatori che li fissano sia dalla loro clientela. Allo stesso tempo, tuttavia, i risultati sopra riportati indicano che un maggiore grado di concorrenza riduce la vischiosità dei prezzi. In questo senso le riforme strutturali volte ad accrescere la concorrenza nei mercati dei prodotti potrebbero rappresentare un utile provvedimento per ridurre le forme indesiderate di rigidità dei prezzi.

Da un esame più attento della frequenza con cui i prezzi vengono modificati emerge che vi è una notevole eterogeneità fra settori, mentre le differenze fra paesi sono relativamente minori. La periodicità degli aggiustamenti in un dato settore appare dipendere fortemente dalla variabilità dei costi degli input. Nei settori in cui la domanda, l'offerta e/o i costi degli input oscillano con-

8) Cfr. Stahl, H. (2005), *Time-dependent or state-dependent price setting? Micro evidence from German metal-working industries*, Working Paper della BCE, n. 534.

siderevolmente i prezzi sono modificati molto più spesso, come ad esempio nel caso dei prodotti energetici o degli alimentari non trasformati. All'opposto, i prezzi dei servizi variano poco frequentemente, almeno in parte a causa della rilevanza che il fattore lavoro ha in questo settore, i cui costi oscillano solo di poco.

Infine, un interessante e forse sorprendente risultato ottenuto in questa ricerca è che le riduzio-

ni di prezzo costituiscano una quota importante delle variazioni totali osservate, con l'importante eccezione, date le sue dimensioni, del settore dei servizi. Questo profilo è, con molta probabilità, anche collegato al grado di oscillazione dei costi e delle condizioni di mercato. In ogni caso, questo risultato indica che non vi sono impedimenti generali che precludano una riduzione dei prezzi quando questa appaia giustificata alla luce delle condizioni economiche sottostanti.

EVOLUZIONE DEL FINANZIAMENTO ALLE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

Per le banche centrali, il finanziamento alle imprese costituisce un fattore importante ai fini della valutazione degli andamenti economici e della trasmissione della politica monetaria. L'articolo esamina, pertanto, le condizioni e la struttura finanziaria delle società non finanziarie dell'area dell'euro, nonché la loro evoluzione nell'arco dell'ultimo decennio.

Dalla metà degli anni novanta sono migliorate le condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro, soprattutto per effetto di un calo complessivo del costo reale del debito. Dal 2003 le banche hanno, inoltre, allentato i criteri per la concessione del credito. Per contro, il costo reale del capitale di rischio, che si collocava attorno alla media di lungo periodo nel secondo trimestre del 2005, è risultato più volatile e persistentemente più elevato rispetto a quello del debito.

L'evoluzione dei profitti delle società non finanziarie influenza sia il costo del finanziamento con fondi esterni (attraverso il suo impatto sul premio per il rischio di credito), sia la domanda relativa a questi ultimi. La redditività delle società non finanziarie, che aveva iniziato a decrescere dopo il livello massimo raggiunto nel 2000, mostra un marcato miglioramento a partire dal 2003. Questo sviluppo è stato favorito dalle ristrutturazioni effettuate dalle imprese, ad esempio mediante riduzioni dei costi operativi in rapporto alle vendite.

Dopo il forte incremento osservato nella seconda metà degli anni novanta, il tasso di crescita sui dodici mesi dei finanziamenti esterni (prestiti, titoli di debito e capitale di rischio) delle società non finanziarie dell'area dell'euro ha registrato un calo rispetto al livello massimo raggiunto alla fine del 2000. Per quanto concerne l'evoluzione dei debiti finanziari, in seguito a un indebolimento della struttura finanziaria le società non finanziarie hanno ridotto, negli ultimi anni, il grado di indebitamento, rafforzando in generale le proprie condizioni finanziarie. Dato il costo molto basso del debito e la definizione di criteri più favorevoli per la concessione del credito da parte delle banche, il settore ha evidenziato una preferenza per l'indebitamento rispetto al capitale di rischio. Infine, il finanziamento e le condizioni finanziarie delle società non finanziarie hanno mostrato andamenti analoghi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

I INTRODUZIONE

Nel contesto del monitoraggio degli andamenti economici e monetari, la BCE è particolarmente attenta all'evoluzione delle condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro, nonché alla dinamica dei debiti finanziari¹⁾.

Per quanto concerne il meccanismo di trasmissione, i cambiamenti di politica monetaria influiscono sulle condizioni di finanziamento soprattutto, ma non esclusivamente, attraverso due canali: il canale del tasso di interesse e quello del credito²⁾. Tramite il primo, la politica monetaria incide sui tassi di interesse reali che, a loro volta, influenzano il costo in termini reali di diverse fonti di finanziamento su tutte le loro

scadenze. Il canale del tasso di interesse è quindi fondamentale per il costo del finanziamento, che influisce poi sulla scelta delle fonti dei fondi, nonché sulla struttura finanziaria delle società non finanziarie. Il canale del credito rispecchia, invece, l'effetto sulla disponibilità di finanziamento esterno presso le banche delle asimmetrie informative sul funzionamento dei mercati del credito, con particolare riguardo agli effetti della situazione del settore finanziario (canale del credito) e della struttura finanziaria delle impre-

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. Bè Duc, L., de Bondt, G., Calza, A., Marqués Ibáñez, D., van Rixtel, A., e Scopel, S. (ottobre 2005), *Financing conditions in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 37.
- 2) Per maggiori informazioni sul meccanismo di trasmissione, cfr. ad esempio, Mishkin, F. S. (1996), *The channels of monetary policy: Lessons for monetary policy*, Working Paper dell'NBER, n. 5464.

se (canale del bilancio). Nel canale del bilancio (noto anche come canale del credito in senso lato) l'ammontare di fondi che una banca eroga a un'impresa e le relative condizioni dipendono in larga misura dalla situazione finanziaria di quest'ultima. Inoltre, il canale del credito (in senso stretto) evidenzia la funzione dell'offerta di credito bancario nel processo di trasmissione. Più precisamente, dato il ruolo delle banche e la posizione che occupano al centro del sistema finanziario, i mutamenti della loro situazione possono fortemente incidere sulle condizioni di finanziamento per i prenditori e, quindi, sull'economia reale.

L'articolo esamina l'evoluzione del finanziamento alle imprese che ha caratterizzato l'area dell'euro nell'ultimo decennio, con particolare riferimento alle società non finanziarie. Questa analisi è tesa a una valutazione della dinamica del costo dei finanziamenti esterni, nonché dell'evoluzione delle fonti sia interne che esterne. Inoltre, la struttura finanziaria delle imprese, che dipende dalle decisioni di finanziamento e a sua volta contribuisce a determinare il costo e l'accesso ai finanziamenti esterni, costituisce un elemento importante nell'analisi della finanza aziendale. La sezione 2 di questo articolo analizza il costo del finanziamento esterno in termini reali per le società non finanziarie dell'area dell'euro, così come si manifesta nei tassi di interesse, nei premi per il rischio e nelle quotazioni azionarie, nonché nei criteri definiti dalle banche per la concessione del credito. La sezione 3 traccia l'evoluzione dei fondi interni, mentre la sezione 4 esamina la dinamica del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro e quella delle relative strutture finanziarie. La sezione 5 presenta, infine, alcune osservazioni conclusive.

2 COSTO DEL FINANZIAMENTO ESTERNO IN TERMINI REALI

Il costo del finanziamento esterno (prestiti, titoli di debito e capitale di rischio), uno dei principali fattori alla base delle decisioni di finanziamento assunte dalle società non finanziarie³⁾, dipende

in ampia misura dal rischio di credito dei prenditori, nonché dal livello dei tassi di interesse su attività prive di rischio (in generale, rendimenti dei titoli di Stato), che a lungo termine tende principalmente a riflettere le aspettative macroeconomiche degli operatori, in particolare su inflazione e crescita. Tuttavia, i tassi sul finanziamento alle imprese risentono anche delle preferenze di rischio degli investitori e di altri fattori specifici connessi soprattutto con le asimmetrie informative tra debitori e creditori. Modifiche della percezione generale del rischio da parte degli operatori possono determinare variazioni dei tassi di interesse di mercato e, quindi, dei tassi sul finanziamento alle imprese. Infine, anche la propagazione di effetti da altri mercati può influire sul costo del finanziamento; ad esempio, i tassi di interesse delle obbligazioni potrebbero essere influenzati dai prezzi e dalla volatilità di altre attività finanziarie, quali le azioni.

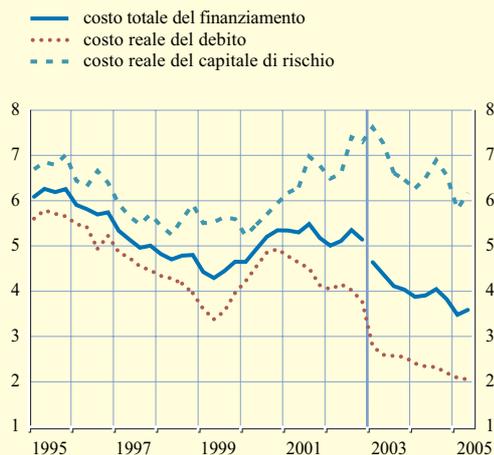
Il costo complessivo in termini reali del finanziamento esterno per le società non finanziarie, misurato da un indicatore composito del costo reale del debito e del capitale di rischio, ha mostrato una generale tendenza alla diminuzione fin dai primi anni novanta, raggiungendo il minimo nel primo trimestre del 2005 (cfr. figura 1)⁴⁾. Tale andamento è principalmente riconducibile alla pronunciata diminuzione del costo del debito in termini reali, che si è collocato sui livelli storicamente più bassi nel secondo trimestre del 2005. Più precisamente, dal 1995 agli inizi del 1999 il costo del debito per le società non finanziarie dell'area dell'euro ha registrato un calo significa-

3) L'area dell'euro è, storicamente, un sistema economico basato sulle banche. Sebbene il ricorso alle varie fonti alternative di finanziamento esterno sia notevolmente aumentato negli ultimi anni, i prestiti a favore delle società non finanziarie rappresentano circa l'80% dell'indebitamento totale del settore. Il costo complessivo del finanziamento esterno costituisce un indicatore macroeconomico approssimato. A livello microeconomico, vi sono invece altri fattori, quali le differenze nelle prospettive di crescita delle imprese, le dimensioni e le relazioni precedenti con le banche, che inciderebbero in modo significativo sulle condizioni creditizie delle singole società.

4) Rispetto a un indicatore del costo complessivo del finanziamento che si fonda sulle transazioni, la misura basata sulle consistenze in essere attribuisce maggiore importanza al costo del capitale di rischio, che negli ultimi anni risulta notevolmente più elevato di quello del debito.

Figura 1 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE, Thomson financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecast.

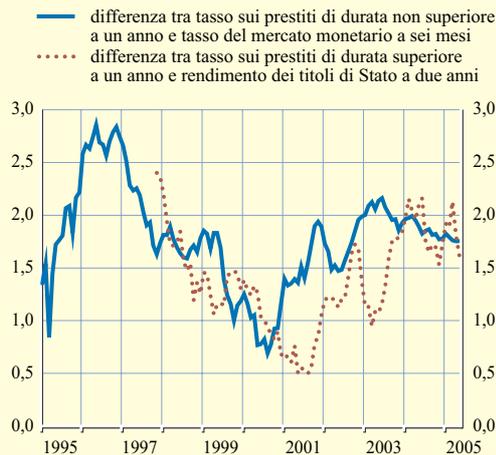
Note: il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media dei costi dell'indebitamento bancario, delle obbligazioni e del capitale di rischio, ponderati con le rispettive consistenze e deflazionati con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo di questo Bollettino). L'introduzione dei tassi armonizzati sui prestiti delle IFM all'inizio del 2003 determina una discontinuità nelle serie storiche.

tivo, in parte ascrivibile all'imminente introduzione dell'euro, per poi aumentare nel 1999 e nel 2000 e riprendere quindi a diminuire dalla fine del 2000. Contestualmente, il costo reale del capitale di rischio per le società quotate è notevolmente aumentato tra il 2000 e gli inizi del 2003, soprattutto a seguito della flessione dei corsi azionari; successivamente ha mostrato una lieve riduzione, situandosi attorno alla sua media di lungo periodo nel secondo trimestre del 2005⁵⁾.

L'analisi dei differenziali tra il costo del credito intermediato da banche o raccolto direttamente sul mercato e i tassi di interesse su attività "esenti da rischio" (differenziali di costo del credito) consente, in generale, di studiare il premio per il rischio di credito pagato dalle imprese che ricorrono a finanziamenti esterni. Oltre a rivelare la percezione del mercato riguardo alla probabilità di incorrere in perdite in caso di insolvenza dell'impresa debitrice, i differenziali di costo del credito riflettono, altresì, considerazioni sulla liquidità e sull'imposizione fiscale e, nel caso del credito bancario, l'esistenza di

Figura 2 Differenziali tra tassi di interesse bancari sui prestiti alle società non finanziarie e tassi di mercato comparabili

(punti percentuali)



Fonte: BCE.

Note: i tassi di interesse delle IFM sono stati aggregati utilizzando le consistenze quando disponibili. In alternativa sono stati utilizzati i volumi delle nuove erogazioni. A gennaio del 2003 c'è una discontinuità nelle serie storiche dei tassi di interesse. Per tenerne conto, i livelli dei tassi di interesse antecedenti sono stati corretti sulla base delle differenze tra le vecchie e le nuove serie nel mese di gennaio del 2003.

una precedente relazione tra la banca e il prestatore. Inoltre, la teoria del canale del credito suggerisce che la situazione del settore bancario influirà anche sull'offerta di credito e sui tassi d'interesse.

Nel periodo 1997-2000 i differenziali tra i tassi di interesse sui prestiti delle banche alle società non finanziarie e i tassi di mercato "esenti da rischio" comparabili (rendimenti dei titoli di Stato o tassi del mercato monetario) sono diminuiti per i crediti sia a breve sia a lungo termine (cfr. figura 2). Tale andamento era connesso con le prospettive positive per gli utili societari e il rischio di credito, nonché con la trasmissione ritardata dai tassi "esenti da rischio" ai tassi praticati alle imprese. Anche l'intensificarsi della concorrenza bancaria ha probabilmente esercitato una pressione verso la riduzione dei differenziali. Questi hanno, tuttavia, registrato un

5) Cfr. anche il riquadro 4 *Il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino.

aumento nel periodo 2001-2003, in seguito alla ridefinizione delle aspettative sugli utili da parte degli operatori dopo il crollo dei prezzi delle azioni nel 2001 e nel 2002, che ha probabilmente accresciuto la percezione del rischio finanziario dei prestatori a causa del debito accumulato (cfr. sezione 4). L'incremento dei differenziali sui tassi praticati alle società non finanziarie sembra altresì essere coinciso con un peggioramento della situazione del settore bancario⁶⁾, sebbene le banche dell'area dell'euro abbiano in generale mostrato una certa tenuta, soprattutto rispetto a precedenti fasi di rallentamento dell'attività economica⁷⁾. Alla fine del 2004 e agli inizi del 2005 i differenziali sono, invece, per lo più diminuiti, probabilmente per effetto del miglioramento degli utili societari.

L'indagine sul credito bancario⁸⁾ condotta dall'Eurosistema fornisce ulteriori informazioni su altri termini e condizioni applicabili, quali limitazioni sull'ammontare concesso o requisiti di garanzie più severi, che, in aggiunta al costo, potrebbero influenzare il finanziamento delle imprese. L'indagine aiuta, inoltre, a comprendere i principali fattori che, secondo le banche interpellate, determinerebbero la domanda di credito bancario.

I risultati dell'indagine sul credito bancario pervenuti fino a luglio 2005⁹⁾ indicano una marcata tendenza all'allentamento delle condizioni di credito rispetto all'avvio dell'indagine nell'ultimo trimestre del 2002. È interessante notare come le banche interpellate suggeriscano che la percezione del rischio a livello di settore o di singole imprese abbia contribuito a una riduzione dell'inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito dagli inizi del 2003. Allo stesso tempo, la crescente concorrenza bancaria ha continuato a incoraggiarne l'allentamento (cfr. figura 3). Secondo le banche che hanno partecipato all'indagine, ciò si è realizzato principalmente attraverso un calo netto dei margini sulla media dei prestiti e, in misura minore, mediante una flessione di quelli sui prestiti più rischiosi. Inoltre, i requisiti di garanzia e quelli derivanti da particolari clausole contrattuali sono gradualmente diminuiti.

In aggiunta ai differenziali sui tassi bancari attivi, i differenziali di costo delle obbligazioni societarie, definiti come la differenza tra i rendimenti sulle obbligazioni societarie e i tassi di interesse "esenti da rischio" (rendimenti dei titoli di Stato), costituiscono un'importante fonte di informazioni sui mercati del credito per le imprese – normalmente di grandissime dimensioni – che emettono con regolarità obbligazioni.

Esaminando il profilo di vari differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro dal 1998, emerge che quelli sui titoli con *rating* BBB e sulle obbligazioni ad alto rendimento si sono nettamente accresciuti tra il 2000 e il 2002 (cfr. figura 4). Tale andamento è riconducibile a numerosi fattori, inclusi gli attacchi terroristici subiti dagli Stati Uniti nel settembre 2001 e diversi scandali societari che hanno interessato prevalentemente gli Stati Uniti ma anche l'area dell'euro nel corso del 2002. Nel 2003, tuttavia, la crescente fiducia dei mercati e il ridursi dell'incertezza hanno determinato rapide correzioni dei differenziali di costo del credito per le imprese con elevato merito creditizio e, durante il 2004, i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie hanno raggiunto i livelli minimi dall'introduzione dell'euro. Ciò potrebbe essere in parte ascrivibile alla percezione di un rischio di credito relativamente basso nell'area dell'euro. Potrebbe, inoltre, riflettere la domanda elevata di attività a elevato rendimento, in un contesto caratterizzato da una remuneratività relativamente bassa degli strumenti emessi da società con elevato merito creditizio.

In tempi più recenti, l'ampliamento dei differenziali sui titoli con *rating* BBB osservato fino alla

6) Per maggiori informazioni sulla situazione del settore bancario, cfr. Banca centrale europea (2004), *EU banking sector stability*.

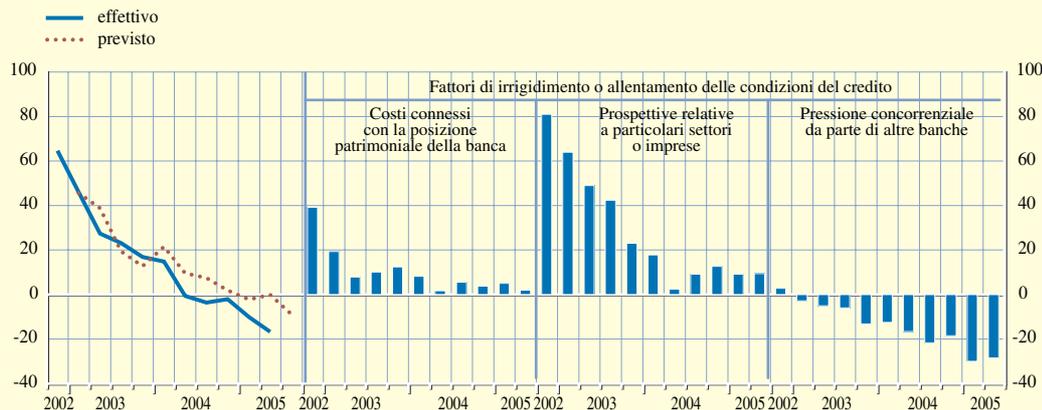
7) Ad esempio gli accantonamenti per perdite su prestiti sono rimasti contenuti. Cfr. riquadro 2 *L'andamento degli accantonamenti per perdite su prestiti effettuati dalle banche negli ultimi anni* nel numero di marzo 2004 di questo Bollettino.

8) Per maggiori dettagli in merito all'indagine sul credito bancario, cfr. Berg, J., van Rixtel, A., Ferrando, A., de Bondt G., e Scopel, S. (febbraio 2005), *The bank lending survey for the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 23.

9) Agli ultimi risultati emersi dall'indagine sul credito bancario è dedicato un riquadro di questo Bollettino.

Figura 3 Indice delle condizioni di erogazione dei prestiti o di apertura di crediti alle imprese

(percentuali nette)



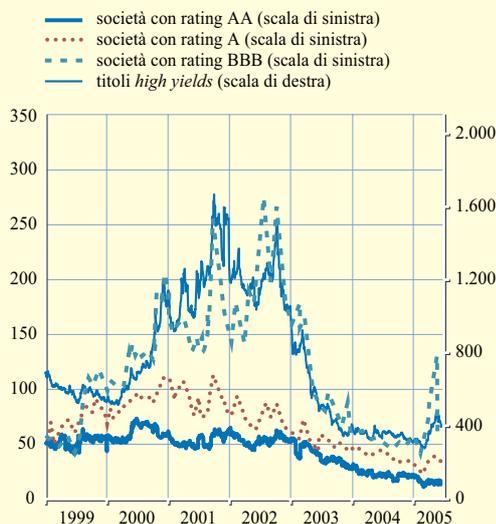
Fonte: Eurosystema.

Note: le percentuali nette si riferiscono alla differenza tra la somma delle quote di banche che hanno risposto "Notevole irrigidimento" e "Moderato irrigidimento" e la somma delle quote di banche che hanno risposto "Notevole allentamento" e "Moderato allentamento". L'indice "effettivo" si riferisce al periodo in cui l'indagine è stata condotta. Quello "previsto" è calcolato sulla base delle risposte fornite dalle banche nell'indagine precedente. Ad esempio, i valori "previsti" del terzo trimestre del 2005 erano riportati nell'indagine condotta nel mese di luglio. Le percentuali nette per le domande legate ai fattori sono definite come differenze tra la quota di banche che risponde che il dato fattore ha contribuito a un irrigidimento e la quota che risponde che quel fattore ha contribuito a un allentamento.

metà di maggio di quest'anno è stato dovuto a una serie di eventi specifici relativi ad alcune società emittenti, in particolare del settore automobilisti-

Figura 4 Rendimenti delle obbligazioni denominate in euro delle società non finanziarie

(differenziali di rendimento con titoli di Stato denominati in euro e con rating AAA; punti base)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream e Merrill Lynch.

co. Nello stesso periodo, pur restando contenuti, sono cresciuti anche i differenziali sulle obbligazioni ad alto rendimento. Nel complesso, il livello attualmente modesto dei differenziali sulle obbligazioni societarie continua a indicare una valutazione piuttosto favorevole, da parte dei mercati finanziari, circa il rischio di credito del settore delle società non finanziarie nell'area dell'euro.

3 FONDI INTERNI

In generale, le società non finanziarie preferiscono il finanziamento con fondi interni anziché esterni, poiché questi ultimi sono normalmente più costosi a causa del premio che i prestatori richiedono per coprire sia il rischio di credito sia le asimmetrie informative¹⁰⁾. La dinamica dei profitti è quindi uno dei fattori che determinano

10) Per la "teoria dell'ordine gerarchico" del finanziamento alle imprese, cfr. ad esempio, Myers, S. C. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, n. 3, pp. 575-592 e Myers, S. C., e Majluf, N. S. (1984), "Corporate financing and investment decisions - when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n. 2, pp. 187-221.

la domanda di finanziamento esterno. I profitti influenzano, inoltre, la valutazione del rischio di credito dei prestatori e, quindi, il premio richiesto e la generale disponibilità di risorse. Di conseguenza, l'analisi dei fondi interni rappresenta una componente importante dell'analisi della finanza aziendale.

A livello macroeconomico, la dinamica dei profitti è approssimativamente indicata dal tasso di crescita sui dodici mesi del margine operativo lordo ¹¹⁾. Informazioni più dettagliate sono, tuttavia, ottenibili su base microeconomica. A tal fine, sono stati aggregati i dati sulla situazione contabile delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro ¹²⁾; in generale, queste informazioni costituiscono uno strumento supplementare per l'osservazione degli andamenti settoriali e di altre variabili microeconomiche. Inoltre, i dati basati sul mercato azionario forniscono indicazioni tempestive sulla dinamica dei profitti per le società quotate.

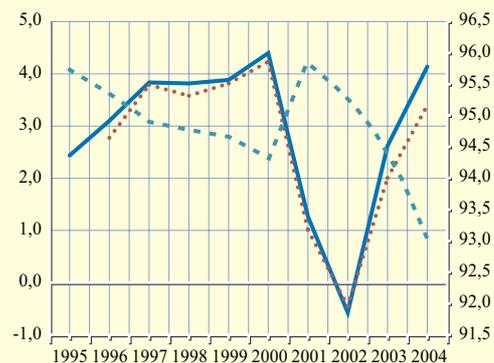
Dopo l'incremento osservato nella seconda metà degli anni novanta, gli indici microeconomici di profitto delle società non finanziarie dell'area dell'euro hanno toccato un livello massimo nel 2000, sostanzialmente in linea con il margine operativo lordo dell'area, per poi ridursi significativamente fino al 2002 (cfr. figura 5). Ciò emerge dall'evoluzione del rapporto tra il risultato netto (definito come l'utile operativo e finanziario al netto di interessi passivi, imposizione fiscale e voci straordinarie ¹³⁾) e le vendite, nonché dagli sviluppi del saggio di rendimento delle attività, che pone in relazione il reddito netto con il totale delle attività nel periodo precedente. Nel 2003 e 2004 la redditività delle società non finanziarie ha registrato un aumento considerevole. Uno dei fattori principali alla base dell'incremento degli indici di profitto è la diminuzione dei costi operativi sostenuti in rapporto alle vendite registrata dalle società non finanziarie tra il 2002 e il 2004, che dimostra il successo delle misure di ristrutturazione intraprese.

Nel 2003 e nel 2004 la redditività è migliorata per la maggior parte dei settori delle socie-

Figura 5 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate

(valori percentuali)

— rapporto tra utile netto e fatturato (scala di sinistra)
 return on asset (scala di sinistra)
 - - - rapporto tra costi operativi e fatturato (scala di destra)



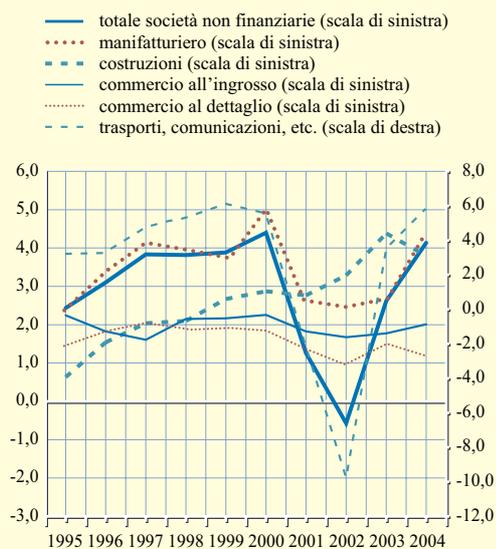
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE. Note: le elaborazioni sono basate su un campione chiuso non bilanciato di società quotate. Il return on asset è dato dal rapporto tra l'utile netto e il totale dell'attivo nel periodo precedente.

tà non finanziarie (cfr. figura 6). Il comparto manifatturiero, che è piuttosto orientato alle esportazioni, ha beneficiato della crescita economica favorevole registrata a livello mondiale nel 2004, la quale sembra avere più che compensato l'impatto negativo dell'apprezzamento dell'euro. Il settore delle comunicazioni ha mostrato una forte ripresa della redditività rispetto al basso livello registrato nel 2002. La situazione dei profitti nel settore del commercio al dettaglio, che ha un orientamento per lo più

- 11) Per una presentazione di indicatori macroeconomici di profitto, cfr. l'articolo *La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino.
- 12) Gli indicatori microeconomici utilizzati in questo articolo sono stati costruiti sulla base dei dati di bilancio delle società non finanziarie quotate presenti nella base di dati commerciale Thomson Financial Datastream. I dati aggregati sono costruiti con i bilanci annui consolidati e si riferiscono al periodo 1995-2004. In generale, pur essendo probabile che gli andamenti generali siano determinati dalle imprese quotate, il fatto di non includere le società non quotate potrebbe comportare una distorsione in direzione delle imprese di maggiori dimensioni.
- 13) Di conseguenza, diversamente dalla misura macroeconomica del margine operativo lordo, il reddito netto non si riferisce esclusivamente all'utile operativo, ma anche all'utile non operativo, nonché alle voci straordinarie. Inoltre, il reddito netto non include le imposte e tasse e gli ammortamenti.

Figura 6 Rapporto tra utile netto e fatturato delle società non finanziarie per settore di attività economica

(valori percentuali)



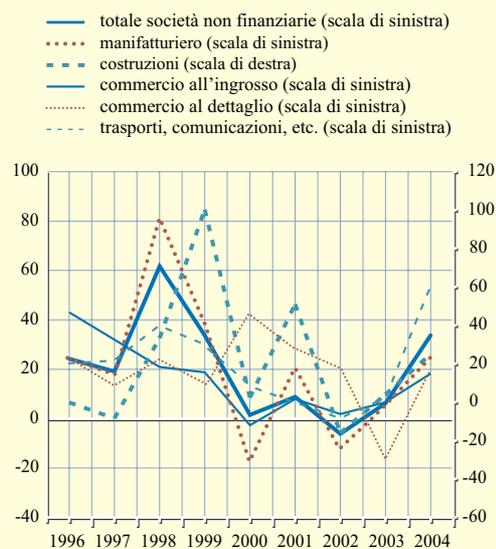
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: le elaborazioni sono basate su un campione chiuso non bilanciato di società non finanziarie quotate.

interno, non è invece complessivamente migliorata negli ultimi anni, probabilmente a causa della relativa debolezza dei consumi privati. La generale ripresa degli utili è connessa con il calo del rapporto tra costi operativi e vendite registrato nella maggior parte dei settori tra il 2002 e il 2004.

L'incremento dei profitti è stato in parte utilizzato, nel 2003 e nel 2004, per il versamento di dividendi più elevati rispetto al 2002 (cfr. figura 7), probabilmente allo scopo di rendere più appetibili gli investimenti azionari dopo il notevole calo delle valutazioni del periodo 2000-2002. Il pagamento di dividendi più cospicui tiene conto anche della preferenza degli investitori per un rendimento più sicuro sulle proprie attività finanziarie. La decisione assunta in tal senso dalle imprese operanti nella maggior parte dei settori sembra riflettere un cambiamento generale di atteggiamento rispetto alla fine degli anni novanta, quando i prezzi delle azioni erano considerevolmente aumentati. Può, tuttavia, rispecchiare anche la percezione di una mancanza

Figura 7 Dividendi delle società non finanziarie per settore di attività economica

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: le elaborazioni sono basate su un campione chiuso bilanciato di società non finanziarie quotate.

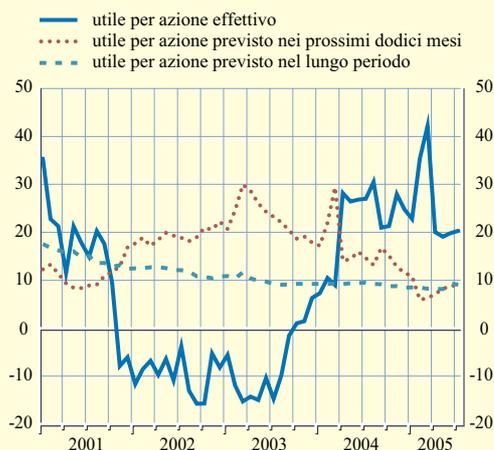
di opportunità di investimento sufficientemente remunerative.

In aggiunta ai dati sulla situazione finanziaria delle imprese, anche gli indicatori basati sul mercato azionario forniscono informazioni circa la dinamica, recente e attesa, dei profitti. Sostanzialmente in linea con le indicazioni ottenute dai bilanci aziendali, la crescita sui dodici mesi degli utili per azione (UPA) delle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, ha registrato un calo nel corso del 2001 e del 2002 ma appare in ripresa dal 2003¹⁴). Nel secondo trimestre del 2005 la crescita registrata dagli UPA si è collocata su livelli elevati (cfr. figura 8). Infine, quanto agli utili attesi, malgrado il rallentamento degli utili osservato dagli inizi del 2004, le attese a dodici mesi sugli UPA sono rimaste sostenute fino al secondo trimestre del 2005.

14) Oltre alle società non finanziarie, l'indice Dow Jones Euro Stoxx include anche le imprese finanziarie. In certa misura, la crescita degli UPA osservata nel 2004 è riconducibile anche al riacquisto di azioni proprie.

Figura 8 Utili per azione (UPA) effettivi e previsti dei titoli del Dow Jones EURO STOXX

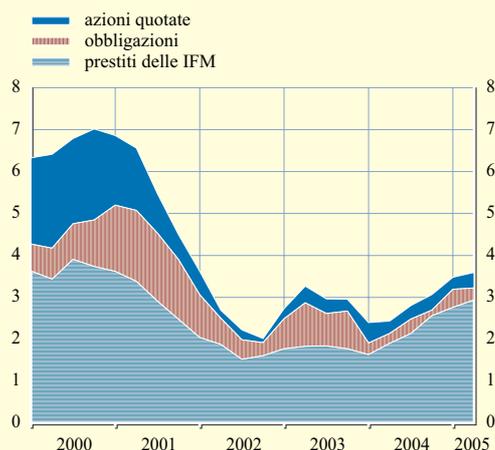
(variazioni percentuali annue)



Fonte: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.

Figura 9 Finanziamenti esterni delle società non finanziarie

(variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE.

4 FINANZIAMENTO ESTERNO ED EVOLUZIONE DEI BILANCI AZIENDALI

Contrariamente all'ipotesi dell'irrelevanza¹⁵⁾ di Modigliani-Miller (1958), la struttura finanziaria di un debitore è rilevante ai fini delle decisioni di investimento. Oltre che dal costo e dall'accessibilità dei finanziamenti esterni, nonché dalla disponibilità di fondi interni, le decisioni di finanziamento delle imprese sono influenzate da una serie di altri fattori, quali l'imposizione fiscale e l'esistenza di informazioni asimmetriche¹⁶⁾. A loro volta, tali fattori risentono in parte della situazione finanziaria, corrente e attesa, dei prenditori. L'analisi dei flussi di finanziamento, ossia dei debiti finanziari (prestiti e titoli di debito) e dell'emissione di azioni quotate, nonché l'esame dell'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese costituiscono componenti importanti dello studio della finanza aziendale.

Considerando la dinamica complessiva del finanziamento esterno nell'arco dell'ultimo decennio, il tasso di crescita annuo dei finanziamenti alle società non finanziarie è aumentato in misura significativa nella seconda metà degli anni novanta e ha raggiunto il livello massimo

del 7 per cento nel quarto trimestre del 2000 (cfr. figura 9). I prestiti rappresentano il principale fattore alla base di questa forte espansione, ma anche l'attività di finanziamento con capitale di rischio appare intensa nel corso di tale periodo. Se da un lato è aumentata l'importanza dell'emissione di titoli di debito nel panorama complessivo del finanziamento esterno delle società non finanziarie, dall'altro il loro contributo alla crescita dell'aggregato generale è stato più limitato. La notevole crescita del finanziamento esterno è in parte riconducibile all'aumento degli investimenti non finanziari e alle aspettative di espansione vigorosa durante il periodo, ma riflette anche il maggiore fabbisogno di fondi delle società non finanziarie dell'area dell'euro impegnate in transazioni finanziarie collegate all'intensa attività di fusioni e acquisizioni all'interno e all'esterno

15) Cfr. Modigliani, F. e Miller, M. H. (giugno 1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, pp. 261-297.

16) I problemi di azzardo morale (*moral hazard*) e di selezione avversa che caratterizzano il finanziamento alle imprese sono dovuti principalmente alle asimmetrie informative tra prenditori e finanziatori. Per maggiori dettagli, cfr. Amaro de Mato, J. (2001), "Theoretical Foundations of Corporate Finance", Princeton University Press, Princeton.

dell'area. In seguito, il tasso di crescita annuo del finanziamento alle società non finanziarie si è ridotto in misura considerevole, sostanzialmente in linea con il rallentamento dell'economia nell'area dell'euro; dalla seconda metà del 2004 si osserva invece un recupero, ascrivibile soprattutto alla ripresa dell'espansione dei debiti finanziari.

4.1 DEBITI FINANZIARI ED EVOLUZIONE DEI BILANCI AZIENDALI

Dopo il forte incremento del debito durante la seconda metà degli anni novanta, si è assistito a un indebolimento della situazione finanziaria delle società non finanziarie, sia nell'area dell'euro sia in altre economie industrializzate quali gli Stati Uniti.

Utile informazioni sulla posizione patrimoniale delle società non finanziarie possono essere ricavate, in primo luogo, dal fabbisogno finanziario (differenza tra il risparmio lordo e la spesa per investimenti in rapporto al PIL). Quando la spesa per investimenti eccede i fondi interni, si manifesta la necessità di finanziamento esterno, mediante indebitamento o capitale di rischio. Un incremento (o decremento) del fabbisogno finanziario può essere causato dalla diminuzione (o aumento) del risparmio o dall'aumento

(o calo) degli investimenti fissi, oppure da una combinazione di entrambi i fattori, che genera una certa ambiguità nella valutazione di tale indicatore. In secondo luogo, gli indici di indebitamento e gli indicatori dell'onere del servizio del debito delle società non finanziarie costituiscono misure fondamentali dell'indebitamento per queste ultime¹⁷⁾. In aggiunta alle variabili macroeconomiche menzionate, indicatori microeconomici basati sui bilanci delle società possono fornire maggiori dettagli sulla situazione finanziaria delle imprese.

In tale contesto, l'indebolimento della situazione finanziaria delle società non finanziarie durante tutta la seconda metà degli anni novanta è evidenziato dal considerevole incremento del fabbisogno finanziario tra il 1995 e il 2000 – riconducibile a un aumento degli investimenti fissi e a un calo del risparmio delle società non finanziarie in rapporto al PIL nell'area dell'euro e negli Stati Uniti – nonché dal significativo aumento degli indici di indebitamento delle società non finanziarie registrato da entrambe le economie nel periodo citato (cfr. riquadro 1).

17) Cfr. anche gli articoli *Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro* e *Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* pubblicati rispettivamente nei numeri di novembre 2003 e febbraio 2004 di questo Bollettino.

Riquadro 1

EVOLUZIONE DEL FINANZIAMENTO ALLE IMPRESE: UN CONFRONTO TRA L'AREA DELL'EURO E GLI STATI UNITI

Questo riquadro pone a confronto gli andamenti degli utili, del finanziamento e della situazione finanziaria delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. In entrambe le economie la redditività e la struttura finanziaria delle imprese sono complessivamente migliorate negli ultimi anni. Si è, inoltre, osservata una tendenziale preferenza, molto più pronunciata negli Stati Uniti, per l'indebitamento rispetto al capitale di rischio.

Qualsiasi raffronto tra le dinamiche societarie delle due economie deve tenere presenti importanti differenze nelle statistiche¹⁾. In primo luogo, negli Stati Uniti il settore che corrisponde sostanzialmente al comparto delle società non finanziarie dell'area dell'euro è quello delle imprese non

1) Per la comparabilità dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro e degli stati Uniti, cfr. il riquadro dell'articolo *Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di febbraio 2004 di questo Bollettino.

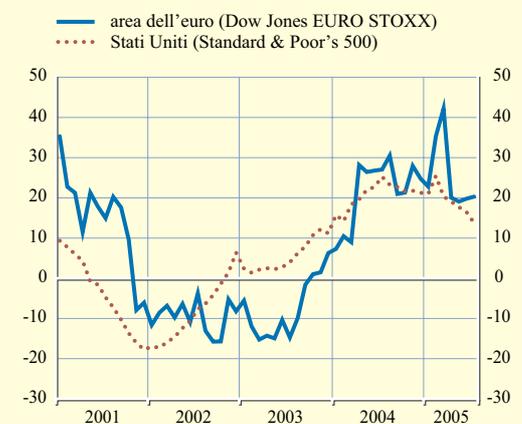
finanziarie, comprendente l'insieme delle imprese non finanziarie costituite o meno in società, ma anche le imprese individuali²⁾, diversamente da quanto avviene per l'area dell'euro. In secondo luogo, in termini di strumenti di finanziamento, l'esistenza di pratiche contabili diverse implica che può essere comparata solo la somma di tutti i prestiti alle società non finanziarie (riportata rispettivamente nei conti finanziari trimestrali dell'area dell'euro e nel flusso dei fondi degli Stati Uniti). Inoltre, per quanto riguarda il capitale di rischio, i dati trimestrali dell'area dell'euro coprono soltanto le azioni quotate emesse da società non finanziarie, mentre negli Stati Uniti si riferiscono a tutto il capitale di rischio, quotato o meno, delle imprese non finanziarie. In terzo luogo, per allineare maggiormente la definizione dell'indice di indebitamento con quella adottata negli Stati Uniti, il dato per l'area dell'euro include una stima (basata sulla bilancia dei pagamenti) dei prestiti erogati dalle banche non residenti nell'area dell'euro.

Evolutione favorevole degli utili

In entrambe le economie le società non finanziarie hanno rafforzato la propria redditività negli ultimi anni, come emerge, ad esempio, dagli andamenti degli utili per azione (UPA). Negli Stati Uniti gli UPA delle società incluse nell'indice Standard & Poor's (S&P) 500 hanno ripreso ad aumentare nel 2002, mentre nell'area dell'euro gli UPA, con riferimento all'indice Dow Jones Euro Stoxx, appaiono in crescita soltanto dalla metà del 2003 (cfr. figura A)³⁾. Nel 2005 gli UPA hanno continuato a crescere in entrambe le economie, malgrado un certo rallentamento in corso d'anno. La riduzione dei costi, la dinamica contenuta del costo del lavoro e il basso livello dei tassi di interesse hanno molto influito sull'incremento degli utili negli ultimi anni, sia nell'area sia negli Stati Uniti. Nell'economia statunitense la domanda sostenuta e l'espansione della produttività hanno contribuito a una favorevole evoluzione degli utili, mentre nell'area dell'euro questi fattori hanno inciso in misura più modesta.

Figura A Utili per azione

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Thomson Financial Datastream I/B/E/S.

Aumento dei debiti finanziari, ma moderato ricorso al finanziamento netto con capitale di rischio

Dopo una fase di rallentamento, le società non finanziarie di entrambe le economie hanno iniziato a ricorrere in misura maggiore all'indebitamento durante il 2003 (cfr. figura B). Tuttavia, nell'area dell'euro il tasso di crescita sui dodici mesi dei debiti finanziari è tornato a diminuire nell'ultima parte del 2003 e si è poi attestato su livelli contenuti nel 2004, prima di riprendere ad aumentare nel quarto trimestre dello stesso anno. Negli Stati Uniti il tasso corrispondente si è, invece, stabilizzato solo temporaneamente nel secondo semestre del 2003 e nel primo del 2004, per

2) Per quanto riguarda l'area dell'euro, le imprese individuali rientrano nel settore delle famiglie.

3) Entrambi gli indici S&P 500 e Dow Jones Euro Stoxx includono società finanziarie e non finanziarie.

poi aumentare dalla seconda metà dell'anno. Nel complesso, il recupero del tasso di crescita del debito appare più stabile, e dalla fine del 2003 più pronunciato, negli Stati Uniti, sostanzialmente in linea con la ripresa più tempestiva e vigorosa dell'espansione economica e degli investimenti fissi in questo paese.

In entrambe le economie l'incremento del tasso di variazione annuo del debito è stato dovuto in larga misura ai prestiti. Oltre all'impatto positivo del basso costo del debito sulla domanda di prestiti, si è anche osservato un allentamento dei criteri per la concessione del credito alle imprese nelle due economie durante il 2004, come emerge dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro e dalla Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices (indagine sulle prassi creditizie delle banche condotta presso funzionari di grado elevato competenti in materia di prestiti) pubblicata dal Federal Reserve System. Negli Stati Uniti, rispetto all'area dell'euro, i titoli di debito svolgono generalmente un ruolo più rilevante quale fonte di finanziamento alle società non finanziarie (nel secondo trimestre del 2005 contribuivano per circa il 40 per cento all'indebitamento in essere). Tuttavia, dalla fine del 2002 il tasso di crescita annuo delle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie statunitensi risulta relativamente modesto. Nell'area dell'euro ha, invece, mostrato maggiore variabilità nello stesso periodo, segnando nel complesso una certa ripresa fino al secondo trimestre del 2005. Benché in ascesa, la quota delle obbligazioni sull'indebitamento totale in essere delle società non finanziarie dell'area dell'euro risulta ancora relativamente esigua (intorno al 15 per cento nel secondo trimestre del 2005, se si escludono le riserve dei fondi pensione dalla definizione del debito).

Diversamente dai debiti finanziari, in entrambe le economie il finanziamento netto con capitale di rischio da parte delle società non finanziarie è modesto, o persino negativo, sin dal 2003. Il tasso di variazione annuo delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è stato positivo, benché contenuto, nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti il finanziamento netto con capitale di rischio ha registrato valori negativi dalla seconda metà del 1994, riconducibili al riacquisto di azioni proprie e al ritiro di azioni a seguito di fusioni. Le operazioni di riacquisto effettuate da società non finanziarie sono aumentate anche nell'area dell'euro nel 2004, ma hanno svolto un ruolo molto più limitato che negli Stati Uniti.

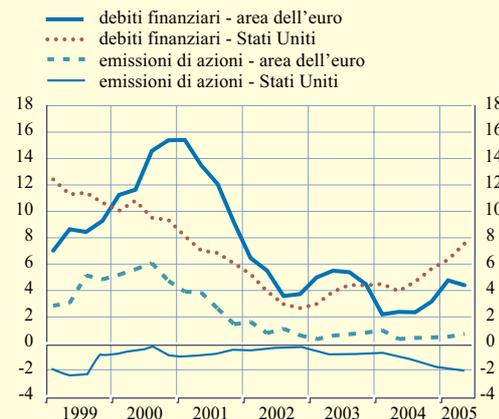
Strutture finanziarie più solide

Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti la struttura finanziaria delle società non finanziarie è migliorata negli ultimi anni, come indicano il relativo fabbisogno finanziario (sostanzialmente la differenza tra risparmio lordo e investimenti lordi in rapporto al PIL) e gli indici di indebitamento.

Dopo il minimo osservato nel 2000 (cfr. minimo nella figura C), fino al 2004 il fabbisogno finanziario è migliorato significativamente nelle due economie. Questo miglioramento è stato molto più

Figura B Finanziamenti delle società non finanziarie

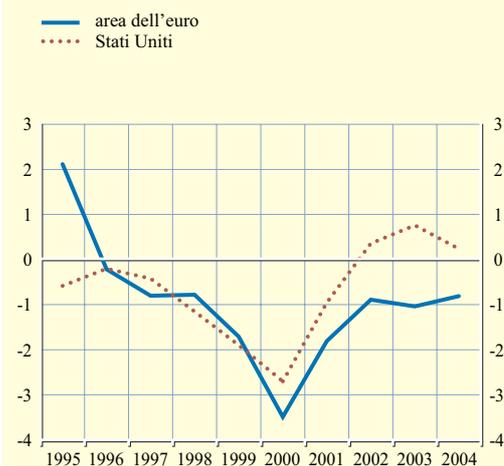
(variazioni percentuali annue)



Fonti: BCE e conti finanziari degli Stati Uniti.
Note: i debiti finanziari includono prestiti e obbligazioni. Per l'area dell'euro, le emissioni di azioni si riferiscono solo ai titoli quotati.

Figura C Fabbisogno finanziario delle società non finanziarie

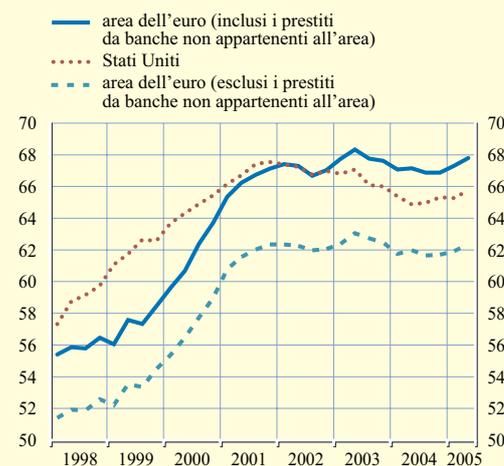
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Eurostat e conti nazionali degli Stati Uniti.
 Note: stime per il 2004 per l'area dell'euro. Il fabbisogno finanziario delle società non finanziarie è pari all'indebitamento (-) o accreditalimento netto (+) in rapporto al PIL.

Figura D Rapporto tra debiti finanziari e PIL delle società non finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat e conti finanziari degli Stati Uniti.
 Note: stime per il secondo trimestre del 2005 per l'area dell'euro. I debiti includono i prestiti, le obbligazioni e, per l'area dell'euro, i fondi di quiescenza. Per l'area dell'euro, i prestiti erogati da banche non appartenenti all'area sono stati stimati sulla base dei dati della bilancia dei pagamenti dell'area.

accentuato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, per effetto del maggiore aumento del risparmio lordo in rapporto al PIL rispetto al minimo registrato nel 2001 (2000 per l'area dell'euro), nonché della più accentuata riduzione degli investimenti fissi lordi in percentuale del PIL, dopo il massimo toccato nel 2000 (stesso anno anche per l'area dell'euro). L'incremento del risparmio delle società non finanziarie in entrambe le economie è in linea con l'evidenza menzionata dei dati dei mercati azionari, che indica una crescita degli utili negli ultimi anni. È interessante notare che dal 2002 le società non finanziarie statunitensi hanno mostrato un'eccedenza di fondi interni rispetto alla spesa per investimenti, mentre per l'area dell'euro era vero l'inverso fino al 2004. La minore eccedenza registrata nel 2004 negli Stati Uniti è ascrivibile a una ripresa della spesa per investimenti in rapporto al PIL, mentre il risparmio lordo in percentuale del PIL è rimasto stabile. Nell'area dell'euro, invece, entrambi gli indicatori sono rimasti sostanzialmente invariati nel 2004.

Dopo il notevole aumento del grado di indebitamento delle società non finanziarie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti alla fine degli anni novanta, il rapporto tra debito e PIL si è attestato sullo stesso livello per le due aree alla fine del 2002 (pari al 67 per cento; cfr. figura D). In seguito, tuttavia, nell'area dell'euro tale rapporto (includendo anche i prestiti concessi dalle banche non residenti nell'area) è ulteriormente aumentato, raggiungendo un massimo del 68 per cento nel secondo trimestre del 2003, mentre per le società statunitensi si è sostanzialmente stabilizzato. Dalla seconda metà del 2003 il rapporto tra debito e PIL è diminuito in maniera pressoché analoga nelle due economie, pur collocandosi su un livello leggermente più elevato nell'area dell'euro. Il calo del grado di indebitamento registrato nel 2003 e 2004 riflette la riduzione dei costi e gli sforzi di risanamento da parte delle società non finanziarie di entrambe le economie. Malgrado la maggiore espansione dei debiti finanziari delle società non finanziarie statunitensi osservata dal 2004, il divario tra le due economie nel rapporto tra debito e PIL non si è colmato a seguito della più vigorosa espansione del PIL negli Stati Uniti.

In linea con il rallentamento dell'economia, l'espansione dei debiti finanziari delle società non finanziarie è notevolmente diminuita nel corso del 2001 e del 2002, attestandosi su livelli piuttosto modesti fino alla metà del 2004. Nel periodo 2001-2004 le società non finanziarie hanno significativamente ridimensionato gli investimenti fissi e incrementato il risparmio in rapporto al PIL; di conseguenza, il fabbisogno finanziario ha mostrato una forte riduzione (cfr. figura C del riquadro 1). Oltre ad accrescere la propria redditività (cfr. sezione 3), il che si riflette anche in un maggiore flusso di risparmio, le società non finanziarie hanno ridotto il proprio grado di indebitamento durante il 2003 e la maggior parte del 2004 (cfr. figura D del riquadro 1).

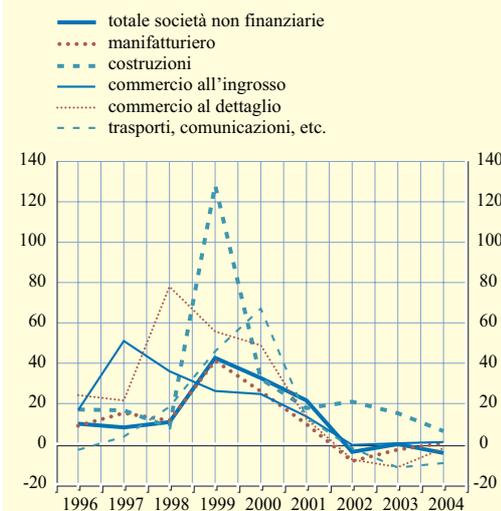
Il risanamento dei bilanci ha diffusamente interessato i settori di attività non finanziari. Nel periodo 2001-2004 il tasso di variazione dell'indebitamento sui dodici mesi è diminuito nella maggior parte dei comparti ed è risultato per lo più negativo tra il 2002 e il 2004 (cfr. figura 10)¹⁸⁾.

Dopo il calo dei livelli di indebitamento delle società non finanziarie osservato durante il 2003 e la maggior parte del 2004, si registra una ripresa della crescita dei debiti finanziari dalla seconda metà del 2004. Questa è stata principalmente alimentata da un marcato aumento del tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie ed è probabilmente riconducibile anche al costo molto contenuto del credito bancario e ai criteri più favorevoli previsti per la sua concessione. Inoltre, poiché l'accelerazione dei prestiti è stata sospinta soprattutto dagli andamenti dei prestiti a breve termine, ha probabilmente influito la domanda di capitale circolante, spesso soddisfatta mediante questi ultimi. Il lieve recupero del tasso di crescita annuo dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie osservato nella prima metà del 2005 è probabilmente connesso con il costo del finanziamento attraverso tale strumento, che rimane basso, nonché con l'intensificarsi dell'attività di fusioni e acquisizioni.

Malgrado il miglioramento complessivo della situazione finanziaria delle società non finan-

Figura 10 Debiti delle società non finanziarie quotate per settore di attività economica

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: le elaborazioni sono basate su un campione chiuso bilanciato di società non finanziarie quotate.

ziarie registrato dal 2001, e per effetto della ripresa dei debiti finanziari, l'indebitamento delle società non finanziarie in rapporto al PIL è di nuovo leggermente aumentato dal quarto trimestre del 2004, raggiungendo il 62 per cento nel secondo trimestre del 2005¹⁹⁾.

Oltre alla maggiore domanda di capitale circolante, che si riflette nell'espansione dei prestiti a breve termine (i quali rappresentano circa il 20 per cento del debito totale delle società non finanziarie) e alla più intensa attività di fusioni e acquisizioni, anche gli investimenti diretti all'estero potrebbero aver contribuito, in certa misura, all'aumento del grado di indebitamento delle società non finanziarie²⁰⁾. È, inoltre,

18) Gli indicatori microeconomici del debito utilizzati in questa sezione sono stati ottenuti con lo stesso metodo impiegato per gli indicatori di profitto.

19) Questo rapporto tra debito e PIL, solitamente riportato nel Bollettino mensile, non include i prestiti concessi dalle banche non residenti nell'area dell'euro alle società non finanziarie dell'area.

20) Ciò nonostante, la teoria è caratterizzata da una certa incertezza, poiché non sono disponibili informazioni separate sugli investimenti diretti all'estero delle società non finanziarie.

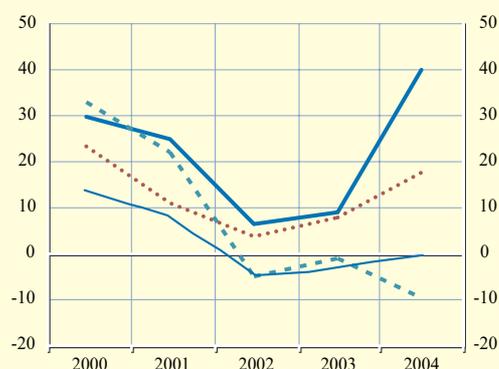
probabile che quest'ultimo rispecchi in parte la ricomposizione della struttura finanziaria indotta dal costo molto contenuto del debito rispetto a quello del capitale di rischio. Anche la riduzione del costo del debito delle società non finanziarie registrata dopo il 2001, in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi su tutte le scadenze, ha probabilmente stimolato la preferenza per il debito a scapito del capitale di rischio. Inoltre, il riacquisto di azioni proprie e la distribuzione di dividendi più elevati (cfr. figura 7) hanno contribuito a promuovere la riallocazione del capitale a favore del debito.

Inoltre, le società non finanziarie potrebbero aver fatto ricorso al debito per assicurarsi fondi a basso costo da destinare a investimenti futuri. Malgrado la relativa debolezza degli investimenti fissi lordi osservata nell'area dell'euro fino al secondo trimestre del 2005, i dati microeconomici suggeriscono che già nel 2004 alcune società non finanziarie avevano iniziato ad aumentare il debito per finanziare gli investimenti fissi. La figura 11 indica che il 25 per cento delle società non finanziarie che hanno maggiormente accresciuto il proprio debito nel 2004 ha anche acquisito più immobilizzazioni; il restante 75 per cento ha, invece, in media ulteriormente diminuito il l'indebitamento e ha continuato a ridurre le immobilizzazioni. Ciò potrebbe indicare che questo secondo gruppo ha riconosciuto la necessità di proseguire l'opera di risanamento dei bilanci, o che non ha avuto opportunità di investimento redditizie per le quali indebitarsi.

Figura 11 Debiti e immobilizzazioni tecniche delle società non finanziarie quotate per classe di variazione del debito

(variazioni percentuali annue)

— debiti totali (25% superiore della variazione del debito)
 immobilizzazioni tecniche (25% superiore della variazione del debito)
 - - - debiti totali (75% inferiore della variazione del debito)
 — immobilizzazioni tecniche (75% inferiore della variazione del debito)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
 Nota: il "25% superiore della variazione del debito" si riferisce al 25 per cento del campione di società non finanziarie quotate che nel 2004 presentava le variazioni del debito più alte; il "75% inferiore della variazione del debito" si riferisce al restante 75 per cento del campione.

4.2 CAPITALE DI RISCHIO

Insieme ai debiti finanziari, il capitale di rischio rappresenta l'altra importante fonte di finanziamento esterno per le società non finanziarie (cfr. riquadro 2).

Seguendo un profilo analogo a quello dei debiti finanziari, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie dell'area dell'euro ha mostrato un forte

Riquadro 2

FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE CON CAPITALE DI RISCHIO

Il riquadro presenta una breve descrizione delle diverse forme di finanziamento con capitale di rischio da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro.

Il capitale di rischio costituisce il diritto a ricevere quote delle attività finanziarie e degli utili di una società. In generale, può essere collocato direttamente presso gli investitori oppure sui mercati. Nel primo caso, il collocamento può assumere la forma di azioni non quotate o di *venture capital*; nel secondo, le azioni vengono quotate in borsa.

Nei collocamenti diretti il capitale di rischio è investito in titoli non quotati emessi da imprese quotate e non¹⁾. Il *venture capital* è spesso fornito come capitale iniziale in contropartita di una quota di proprietà da investitori, quali società specializzate, per il finanziamento di imprese ad alto rischio di nuova costituzione, operanti ad esempio nel settore delle nuove tecnologie.

Per quanto riguarda il collocamento sui mercati, le società possono emettere titoli azionari in prima quotazione (*initial public offering*, IPO) ed essere, pertanto, ammesse nei listini ufficiali di una borsa valori, oppure, qualora siano già quotate, possono effettuare aumenti di capitale mediante altri collocamenti (*secondary public offering*, SPO). La quotazione in borsa di una società ne favorisce l'accesso ai mercati dei capitali, poiché i potenziali investitori ricevono informazioni di migliore qualità, per effetto della maggiore trasparenza e della diffusione dell'informativa richiesta ai fini della quotazione stessa. Inoltre, le società quotate sono spesso tenute a soddisfare determinati criteri di *performance* finanziaria e a uniformarsi a specifici principi contabili; questo dovrebbe accrescere la fiducia degli investitori. Infine, questi ultimi, potendo seguire l'andamento dei corsi azionari, sono in grado di formarsi un'opinione più chiara circa le potenzialità di profitto dell'impresa.

Uno dei principali risultati emersi dagli studi empirici sull'emissione di azioni quotate è l'esistenza di forti cicli di mercato concernenti le IPO, in termini di operazioni e di rendimento iniziale medio su base mensile, che determinano notevoli oscillazioni del loro volume nel tempo. Queste fasi "calde" e "fredde" del mercato appaiono principalmente riconducibili alle fluttuazioni della domanda di capitale da parte delle società non finanziarie e al clima di fiducia degli investitori²⁾.

1) Per ulteriori ragguagli, cfr. il riquadro 2 *L'evoluzione del finanziamento mediante capitale di rischio (private equity) e capitale di ventura (venture capital) in Europa* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

2) Cfr. Ritter, J. R. (2003), "Investment banking and securities issuance", *Handbook of the Economics of Finance*, Constantinides, G., Harris, M. e Stulz, R. (a cura di), North-Holland, Amsterdam, pp. 255-306.

aumento nella seconda metà degli anni novanta. Nel periodo 1999-2001 l'area ha registrato un volume record di operazioni di prima quotazione (*initial public offering*, IPO), in parte stimolate dalla speranza delle imprese di realizzare ingenti profitti nel settore delle nuove tecnologie (cfr. figura 12). Queste attività di collocamento sono, pertanto, conosciute come IPO della *New Economy*. In effetti, nel periodo menzionato, oltre alla privatizzazione di una serie di società statali (o a partecipazione statale), si sono quotate numerose nuove imprese, soprattutto nei settori tecnologici, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni. Ciò è anche connesso con la straordinaria espansione, pressoché contestuale, dei mercati borsistici specializzati nelle società a forte potenzialità di crescita, divenute un segmento particolarmente attivo nell'emissione di azioni quotate. Più in generale, il capitale di rischio è un canale particolarmente vantaggioso

Figura 12 Operazioni di prima quotazione e aumenti di capitale di società non finanziarie quotate

(miliardi di euro; dati cumulati degli ultimi dodici mesi)



Fonte: Thomson Financial Deals.

per il finanziamento delle imprese innovative, data la possibile riluttanza delle banche a concedere loro prestiti in considerazione dei loro profili di rischio.

In seguito alla diminuzione dei corsi azionari, il tasso di crescita annuo delle emissioni lorde e nette di azioni quotate da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro ha subito un drastico calo fino alla metà del 2002, per poi stabilizzarsi su un livello relativamente basso (cfr. figura 13)²¹⁾. L'attività di emissione relativamente modesta osservata dal 2002 al secondo trimestre del 2005 potrebbe in parte riflettere elementi ciclici, ma indica altresì il costo relativamente elevato del capitale di rischio, soprattutto rispetto a fonti di finanziamento alternative. Per beneficiare del modesto costo del debito, le società non finanziarie hanno ridotto la quota del finanziamento netto con capitale di rischio (da un livello leggermente superiore al 30 per cento del totale delle operazioni di finanziamento annue agli inizi del 2000 a circa il 10 per cento nel secondo trimestre del 2005) e hanno incrementato quella del debito (da un livello lievemente inferiore al 70 a circa il 90 per cento).

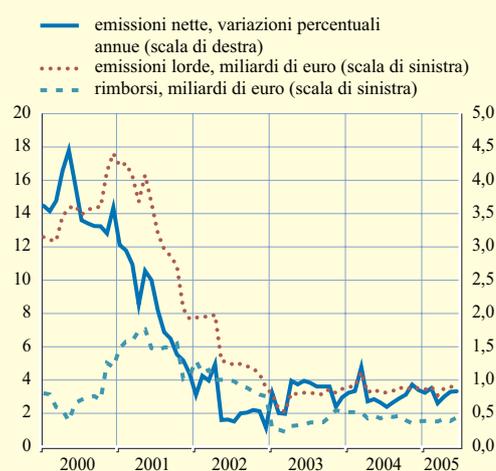
Anche altri fattori possono aver contribuito a tale evoluzione. Il numero di privatizzazioni, ad esempio, è considerevolmente diminuito negli ultimi anni. Inoltre le acquisizioni da parte di società non quotate, le fusioni e le acquisizioni tradizionali hanno comportato un calo delle consistenze di azioni quotate. Infine, le operazioni di fusione e acquisizione, che sono state spesso finanziate con l'emissione di nuove azioni, sono significativamente rallentate e l'evidenza aneddotica suggerisce che numerose società hanno avviato programmi di riacquisto di azioni proprie, riducendo le emissioni nette.

5 CONCLUSIONI

Nell'arco dell'ultimo decennio le condizioni e la struttura finanziarie, nonché il costo delle fonti esterne delle società non finanziarie dell'area dell'euro hanno registrato cambiamen-

Figura 13 Emissioni lorde e nette di azioni da parte delle società non finanziarie quotate

(miliardi di euro; medie mobili di dodici mesi; variazioni percentuali annue)



Fonte: BCE.

ti sostanziali. In primo luogo, le condizioni di finanziamento hanno mostrato un generale miglioramento, in parte riconducibile all'impatto positivo dell'introduzione dell'euro sul livello dei tassi di interesse. In secondo luogo, dopo il picco di crescita raggiunto dal finanziamento esterno nel 2000, per effetto di massicci investimenti di tipo finanziario e non, nonché di un indebolimento della struttura finanziaria, le società non finanziarie hanno attraversato una fase di ristrutturazione. Questa ha contribuito a una maggiore redditività delle imprese, a una notevole riduzione del fabbisogno finanziario e alla diminuzione del grado di indebitamento. Soltanto di recente si è osservato un lieve rinnovato incremento degli indici di indebitamento, a seguito di un aumento della domanda di debito da parte delle società non finanziarie nella prima metà del 2005, mentre il finanziamento con capitale di rischio è rimasto modesto.

21) Per una valutazione della dinamica del finanziamento con capitale di rischio, le emissioni nette rappresentano un indicatore più rilevante rispetto a quelle lorde, poiché le società non finanziarie possono effettuare operazioni di riacquisto o di revoca della quotazione per una parte o tutto l'insieme delle azioni emesse.

RELAZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE TRA L'AREA DELL'EURO E LA RUSSIA

Questo articolo analizza gli andamenti economici in Russia e le relazioni economiche e finanziarie fra questo paese e l'area dell'euro, prendendo in esame i fattori che hanno concorso alla forte crescita dell'economia russa e alla stabilizzazione del quadro macroeconomico interno, con particolare riferimento alla conduzione della politica monetaria e alle tappe principali della riforma del settore bancario. Negli ultimi anni la Russia ha visto rafforzarsi anche i legami commerciali e finanziari con l'area dell'euro in un contesto in cui, assieme all'Unione europea, è impegnata nella realizzazione di un mercato UE-russo aperto e integrato nel lungo termine. Su questa base, l'Eurosistema e la Banca centrale russa hanno intensificato le occasioni di dialogo e di cooperazione: lo attestano i Seminari ad alto livello dell'Eurosistema e della Banca centrale russa, le cui prime due edizioni hanno avuto luogo rispettivamente nel maggio 2004 e nell'ottobre 2005, e il progetto biennale TACIS dell'UE in materia di vigilanza bancaria, realizzato dall'Eurosistema di concerto con la Banca centrale russa.

I INTRODUZIONE

Con oltre 140 milioni di abitanti, la Russia è il più grande paese confinante con l'Unione europea e un partner strategico della stessa. Dopo le difficoltà iniziali, culminate nella crisi finanziaria dell'agosto 1998, la transizione da un'economia pianificata a una di libero mercato si è accompagnata a un periodo di crescita robusta, stabilizzazione macroeconomica e riforme strutturali cui ha contribuito la forte ascesa dei prezzi dell'energia e dei metalli, i principali beni esportati. I legami economici del paese con l'area dell'euro si sono rafforzati in ambito commerciale, finanziario e degli investimenti.

Permangono tuttavia diversi aspetti problematici. Le autorità russe ritengono che il conseguimento di una crescita sostenibile richieda la diversificazione dell'economia. I forti afflussi di capitali rendono più difficile per le autorità monetarie il raggiungimento del duplice obiettivo di ridurre l'inflazione e contenere l'apprezzamento del cambio effettivo reale. Inoltre, se la riforma del settore bancario ha compiuto dei passi in avanti, il quadro giuridico e regolamentare deve essere maggiormente rafforzato. In termini di relazioni economiche, l'UE e la Russia si adoperano per costituire – nel lungo periodo – un mercato UE-russo aperto e integrato. Ciò promuoverà una reale integrazione fra l'area dell'euro e la Russia attraverso uno sviluppo ulteriore dell'interscambio commerciale e degli investimenti dell'area in Russia.

Alle relazioni bilaterali che varie banche centrali nazionali sono andate consolidando con la controparte russa a partire dagli anni novanta si aggiunge il rafforzamento dei rapporti di collaborazione tra l'Eurosistema e la Banca centrale russa. Il progetto biennale di formazione in materia di vigilanza bancaria attuato dall'Eurosistema a beneficio della Banca centrale russa e finanziato dal programma di assistenza tecnica dell'UE per la Comunità degli Stati Indipendenti (TACIS) costituisce la forma più visibile di questa collaborazione rafforzata. Inoltre, l'Eurosistema e la Banca centrale russa hanno organizzato dei seminari ad alto livello incentrati sul ruolo delle banche centrali nell'ambito dei legami economici e finanziari fra le due aree economiche¹⁾. Su tale sfondo, questo articolo prende in esame gli andamenti economici e le politiche economiche in Russia, analizza i legami economici e finanziari fra quest'ultima e l'area dell'euro e disegna un quadro generale delle relazioni fra l'Eurosistema e la Banca centrale russa.

2 L'ECONOMIA RUSSA

Dopo la crisi finanziaria del 1998 la Russia ha attraversato una fase di crescita senza precedenti e il PIL in termini reali del paese è aumentato

1) Negli ultimi anni l'Eurosistema ha organizzato vari seminari ad alto livello con gruppi regionali di banche centrali. Cfr. gli articoli *I paesi partner del "processo di Barcellona"* e *Le loro relazioni con l'area dell'euro e l'integrazione economica in alcune regioni al di fuori della Unione europea*, nei numeri di aprile e ottobre 2004 di questo Bollettino.

Tavola I Principali indicatori economici

(variazioni annuali in percentuale, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIL reale	5,3	6,4	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2
Consumi privati	3,4	2,9	7,3	9,5	8,5	7,5	10,7
Investimenti fissi lordi	12,4	6,4	18,1	10,2	2,8	12,8	10,8
Saldo di conto corrente (in percentuale del PIL)	0,1	12,6	18,0	11,1	8,4	8,2	10,3
Inflazione a fine anno	84,4	36,5	20,2	18,6	15,1	12,0	11,7
Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL)	8,2	3,1	3,1	2,7	0,6	0,9	4,5
Disoccupazione (in percentuale della forza lavoro; medie annue)	11,9	12,9	10,5	9,0	8,1	8,6	8,2
PIL nominale (miliardi di euro)	242	184	281	342	365	382	468

Fonte: Servizio Statistico dello Stato Federale, Banca centrale russa, FMI e calcoli della BCE.

di quasi il 50 per cento a un tasso annuo medio del 6,8 per cento. L'iniziale deprezzamento del rublo in termini reali, assieme ai consistenti aumenti sia dei prezzi sia dei volumi dei principali beni esportati (prodotti energetici e metalli) ha fornito un forte stimolo alla crescita e determinato avanzi di conto corrente compresi fra l'8 e il 18 per cento del PIL. A partire dal 2000 gli investimenti delle imprese e i consumi privati hanno trasformato la ripresa in un'espansione generalizzata, sorretta dalla stabilizzazione del contesto macroeconomico e dalle riforme strutturali in materia di deregolamentazione delle attività economiche, fiscalità e proprietà fondiaria. In epoche più recenti, nonostante il continuo aumento dei prezzi dei beni energetici e i livelli senza precedenti raggiunti dall'avanzo di conto corrente, i tassi di crescita sono lievemente diminuiti, riflettendo l'apprezzamento del rublo in termini reali e l'incertezza nella conduzione delle attività economiche e della regolamentazione. Ciò ha evidenziato la necessità di attuare ulteriori riforme strutturali in ambiti quali l'energia, la sanità, l'istruzione, la pubblica amministrazione e il sistema giudiziario.

Le politiche economiche russe si prefiggono la crescita quale finalità prioritaria e, in particolare, il raddoppiamento del PIL in termini reali nel giro di un decennio. Ciò richiede un tasso di crescita medio annuo superiore al 7 per cento²⁾. Il PIL pro capite del paese è approssimativamente

pari al 15 per cento di quello dell'area dell'euro in termini nominali e al 35 per cento a parità di potere di acquisto.

Con il 6,1 per cento delle riserve petrolifere mondiali accertate e il 26,5 per cento di quelle di gas naturale, la Russia dipende in misura considerevole dal settore energetico per lo sviluppo della sua economia: tale settore e quello dei metalli sono nell'insieme stimati pari al 25 per cento del PIL³⁾. Inoltre, il settore petrolifero e quello del gas naturale costituiscono oltre il 50 per cento delle esportazioni totali di beni e servizi e generano fino al 40 per cento di tutte le entrate di bilancio a livello federale. L'analisi economica mostra che l'effetto delle variazioni del prezzo del petrolio sulla crescita del PIL russo è sostanziale⁴⁾. Negli ultimi anni la Russia ha tratto beneficio non soltanto dall'aumento dei prezzi mondiali dei suoi principali prodotti esportati, ma anche dalla crescita della produzione. A titolo di esempio, fra il 1998 e il 2004 la produzione di petrolio è passata da 6,2 a 9,8 milioni di barili al

2) Una recente proiezione del governo pone la crescita del PIL pari al 5,9 per cento nel 2005.

3) Questo dato, pubblicato dalla Banca mondiale con riferimento al 2000, tiene conto dei prezzi di trasferimento tra i produttori e le rispettive aziende di commercializzazione nei vari settori ed è pari al doppio di quello pubblicato nei documenti ufficiali.

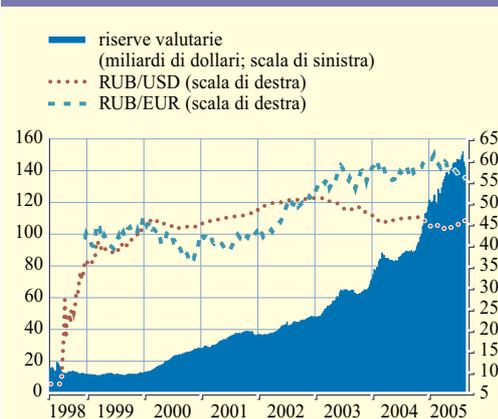
4) Cfr. ad esempio, Fondo monetario internazionale (2002), *Russian Federation: Selected Issues and Statistical Appendix*, IMF Country Report n. 02/75, Washington, DC e Rautava, J. (2002), *The role of oil prices and the real exchange rate in Russia's economy*, BOFIT Discussion Paper 3/2002, Helsinki.

giorno, trasformando la Russia nel secondo produttore petrolifero al mondo. In prospettiva, la creazione di un'economia più diversificata viene ritenuta dalle autorità russe un presupposto fondamentale per una crescita sostenibile.

La ripresa economica dopo la crisi finanziaria ha coinciso con un calo dell'inflazione, da oltre l'80 per cento alla fine del 1998 al 10 per cento alla metà del 2004, e una stabilizzazione del cambio (cfr. figura 1). La Banca centrale russa persegue attualmente due obiettivi di politica monetaria, vale a dire la riduzione dell'inflazione e una moderazione del ritmo di apprezzamento del cambio in termini reali al fine di sostenere la crescita nel settore non energetico dell'economia. A questo scopo, essa si è avvalsa soprattutto degli interventi sui mercati valutari. In presenza di consistenti avanzi di conto corrente, ciò ha determinato un rapido accumulo delle riserve ufficiali (da 12 miliardi di dollari statunitensi alla fine del 1998 a oltre 140 alla metà del 2005), che ha trasformato la Russia nel settimo detentore di attività di riserva in valuta e in un creditore netto a livello internazionale.

Elevati tassi di crescita degli aggregati monetari hanno accompagnato gli interventi sui mercati dei cambi, anche se questi ultimi sono stati in parte sterilizzati da politiche fiscali prudenti attraverso i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e – dagli inizi del 2004 – il nuovo fondo di stabilizzazione alimentato dai proventi del petrolio. Di conseguenza, dall'estate 2004 l'inflazione ha ripreso a salire e a metà del 2005 superava il 12 per cento sui dodici mesi, a fronte di un obiettivo di

Figura 1 Riserve valutarie e andamento del tasso di cambio



Fonte: Banca centrale russa e Bloomberg.

fine anno del 7,5-8,5 per cento ⁵⁾. Inoltre, dato il persistere delle pressioni inflazionistiche e di apprezzamento del cambio, alla metà del 2005 il tasso di cambio effettivo reale del rublo era salito dell'8,3 per cento rispetto a un anno prima. Tale incremento si colloca lievemente al di sopra del limite superiore dell'8 per cento entro il quale la Banca centrale russa intende mantenere l'apprezzamento della moneta nazionale entro la fine del 2005.

I crescenti proventi delle esportazioni petrolifere e la robusta dinamica economica hanno determinato un'inversione di tendenza delle finanze pubbliche rispetto al periodo precedente al 1998. A partire dal 2000 il bilancio delle amministrazioni

5) Una recente proiezione del governo pone il tasso di inflazione al 10-11 per cento nel 2005.

Tavola 2 Principali indicatori monetari e finanziari

(variazioni annuali in percentuale, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Riserve valutarie (miliardi di dollari), a fine anno	12,2	12,5	28,0	36,6	47,8	76,9	124,5
Aggregato monetario ampio (M2 per il rublo)	21,3	57,5	61,6	39,7	32,4	50,5	35,8
Tasso di mercato monetario (punti percentuali; media annua)	50,6	14,8	7,1	10,1	8,2	3,8	3,3
Attività del settore bancario	50,3	51,6	48,9	33,7	31,2	35,1	27,4
Credito al settore privato	64,2	53,7	53,6	52,0	30,0	44,8	48,6

Fonte: Banca centrale russa e calcoli della BCE.

pubbliche ha registrato cinque anni consecutivi di avanzi e per il 2005 si prevede un ulteriore saldo positivo eccezionalmente elevato, nonostante il lieve aumento della spesa pubblica, riconducibile ad esempio alla riforma della previdenza sociale. Allo stesso tempo, gli importi depositati nel fondo di stabilizzazione sono saliti da meno dell'1 per cento del PIL agli inizi del 2004 a oltre il 3 per cento alla fine di giugno 2005. Inoltre, agli inizi di quest'anno la Russia ha rimborsato anticipatamente l'intero debito residuo nei confronti dell'FMI e, in estate, una parte consistente del debito verso i creditori ufficiali del club di Parigi, assunto durante l'epoca sovietica e precedentemente riscadenzato. La solida situazione della finanza pubblica e il miglioramento della posizione sull'estero del paese sono alla base sia del continuo miglioramento del *rating* sul debito sovrano – ormai promosso al livello di “investment grade” – sia della sostanziale riduzione del differenziale di rendimento su tale debito (*spread*), che nell'autunno 2005 era inferiore a 100 punti base (cfr. figura 2).

Il contesto macroeconomico positivo ha inoltre sostenuto la ripresa del settore bancario, il pilastro fondamentale su cui poggia il sistema finanziario russo. La redditività e la qualità degli attivi sono migliorate e il coefficiente di solidità patri-

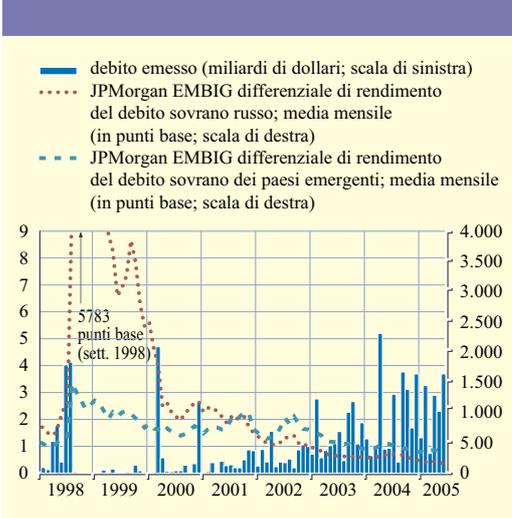
moniale degli istituti con saldi di bilancio positivi è tornato ad aumentare dopo la crisi, fino a raggiungere il 17 per cento alla fine del 2004. Le attività, i depositi e i prestiti in percentuale del PIL superano i livelli precedenti la crisi. Il credito al settore privato, e in particolare alle famiglie, è cresciuto notevolmente. Ciò induce a chiedersi se tale sviluppo costituisca il riflesso di un processo di recupero sul piano della “finanziarizzazione” oppure rappresenti un'espansione del credito a un ritmo che – tenuto altresì conto dell'esperienza di altri mercati emergenti – rischia di diventare insostenibile. Per la crescente fiducia nella stabilità della moneta nazionale, i depositi in rubli sono aumentati notevolmente. Ciò ha fatto scendere l'incidenza della componente in valuta sul totale dei depositi, da circa il 40 per cento alla fine del 1998 al 25 per cento a fine 2004.

Gli enti creditizi di proprietà pubblica continuano a svolgere un ruolo importante nel settore bancario, dove circa il 38 per cento degli attivi totali è detenuto da tali enti e le due banche principali sono pubbliche. Inoltre, l'intero settore mostra un grado notevole di concentrazione: a 20 banche su un totale di 1270, è riferibile oltre il 60 per cento degli attivi, il 75 per cento dei depositi delle famiglie e più del 50 per cento dei conti delle imprese. Le banche con capitale estero detengono meno dell'8 per cento degli attivi del settore, che è in larga parte costituito da banche private nazionali. Molte restano di piccole dimensioni e continuano a evidenziare problemi di *governance*, con assetti proprietari e patrimoniali poco trasparenti. Inoltre, nonostante alcuni tentativi di ingresso in nuovi mercati, i bilanci delle banche restano molto concentrati su un numero ridotto di depositanti e prenditori di fondi.

Di riflesso alle suddette debolezze strutturali, agli inizi dell'estate 2004 gli enti creditizi privati del paese hanno risentito di una crisi di fiducia⁶⁾. Ciò

6) La crisi è stata innescata dal ritiro della licenza a una banca di medie dimensioni, accusata di riciclaggio di denaro di provenienza illecita, cui hanno fatto seguito delle tensioni sul mercato interbancario. A metà estate, le difficoltà di pagamento ai propri clienti evidenziate da una banca relativamente grande hanno occasionato il ritiro dei depositi da alcune banche private. Cfr. anche il riquadro 1 della *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2004.

Figura 2 Debito internazionale¹⁾ e differenziale di rendimento sui titoli



Fonte: Bondware, Bloomberg e calcoli della BCE.
 1) Emissione internazionale di debito e debiti delle istituzioni russe.

ha confermato l'esigenza di imprimere un'accelerazione alla riforma bancaria come stabilito nella strategia delle autorità per il settore, la quale si propone, in particolare, di accrescere l'efficacia dei servizi di intermediazione, aumentare la trasparenza e la competitività internazionale del settore e prevenire le attività illegali (soprattutto il riciclaggio di denaro di origine illecita e il finanziamento del terrorismo).

Un elemento fondamentale della strategia è costituito dall'introduzione di un sistema generale di assicurazione sui depositi, che alla fine di settembre 2005 era stato esteso a oltre 920 banche rappresentative di quasi il 99 per cento del totale dei depositi delle famiglie, determinando un lieve aumento del grado di concentrazione del settore. Inizialmente visto come uno strumento volto a stabilire condizioni di maggiore parità concorrenziale con le banche di proprietà pubblica, il sistema ha inoltre permesso di approfondire le conoscenze sugli assetti proprietari e patrimoniali degli enti creditizi russi durante il processo di scrutinio degli istituti richiedenti. Esso si aggiunge a una serie di nuove norme adottate nel 2004 (e intese fra l'altro a combattere la capitalizzazione fittizia delle banche) come ulteriore passo nel contesto degli sforzi dispiegati dalla Banca centrale russa per aggiungere agli obiettivi di conformità un approccio di vigilanza sensibile al rischio. Ciò nonostante, il quadro normativo e regolamentare richiede un ulteriore rafforzamento.

In Russia, le banche si sono unite solo di recente alle grandi società non finanziarie nella raccolta di fondi sui mercati internazionali dei capitali. Fra il 2001 e il 2004 i prestiti e le obbligazioni internazionali emessi dalle imprese non finanziarie russe (soprattutto nei comparti del petrolio, del gas naturale, dei metalli e delle telecomunicazioni) sono saliti da 3 a oltre 18 miliardi di dollari (cfr. figura 2) mentre l'esposizione delle banche che inviano segnalazioni alla BRI verso tale settore è passata da 14 a più di 27 miliardi di dollari. Di conseguenza, a fine 2004 le consistenze di debito lordo del settore delle imprese verso soggetti esteri (esclusi i proprietari esteri) avevano raggiunto il 10 per cento, dal 5 di fine 2000.

3 LEGAMI ECONOMICI E FINANZIARI TRA L'AREA DELL'EURO E LA RUSSIA

Negli ultimi anni la Russia ha visto rafforzarsi i legami economici e finanziari con l'area dell'euro. Quest'ultima rappresenta oggi approssimativamente il 35 per cento del commercio totale di beni della Russia (contro il 50 per cento circa riferito all'intera Unione europea) e costituisce il principale partner commerciale del paese. La quota della Russia sull'interscambio totale dell'area dell'euro, benché notevolmente inferiore, è aumentata di oltre l'80 per cento dai bassi livelli del 1999, grazie all'incremento dei prezzi mondiali dell'energia e dei metalli⁷⁾ e alla robusta crescita dell'economia nazionale. Nel 2004, circa il 3 per cento delle esportazioni e quasi il 5 per cento delle importazioni di beni dell'area dell'euro era rappresentato dalla Russia (cfr. tavola 3). Di conseguenza, il paese costituiva il quarto importatore non-UE di beni dell'area (dopo Stati Uniti, Svizzera e Cina) e il terzo esportatore non-UE verso l'area (dopo Stati Uniti e Cina).

Sugli andamenti dell'interscambio influisce in misura sensibile il fatto che dalla Russia proviene circa un quarto delle importazioni nette totali di petrolio e approssimativamente un terzo di quelle di gas naturale dell'UE15. Nel contesto dei crescenti prezzi sui mercati mondiali, l'incidenza delle forniture energetiche e dei metalli sul totale delle importazioni da tale paese è divenuta ancor più preponderante (cfr. figura 3). Allo stesso tempo, l'aumento delle esportazioni dell'area dell'euro verso la Russia è stato trainato dal vigore dei consumi e della domanda di investimenti riguardanti sia macchinari e mezzi di trasporto (comprese le autovetture e il materiale per telecomunicazioni) sia vari manufatti.

Se la crisi finanziaria del 1998 ha gravato in misura notevole sui legami finanziari fra la

7) Cfr. anche il riquadro 1 nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino, il quale sottolinea come le esportazioni dell'area dell'euro abbiano beneficiato della crescente domanda di importazioni da parte delle economie esportatrici di petrolio della CSI.

Tavola 3 Indicatori di integrazione economica e finanziaria tra l'area dell'euro e la Russia

	2000	2001	2002	2003	2004
Commercio					
Quota della Russia nel commercio di beni dell'area dell'euro					
Esportazioni	1,8	2,3	2,5	2,8	3,1
Importazioni	3,9	3,8	3,6	4,1	4,6
Quota dell'area dell'euro nel commercio di beni della Russia					
Esportazioni	29,2	32,5	30,0	30,7	32,8
Importazioni	28,0	34,4	34,1	32,7	40,8
Quota della Russia nel commercio di servizi dell'area dell'euro					
	1,2	1,3	1,2	1,2	...
Finanza					
Crediti delle banche dell'area dell'euro che segnalano alla BRI verso la Russia					
miliardi di dollari	30,8	30,8	24,1	33,3	40,7
in percentuale dei crediti totali verso la Russia	85,0	83,4	71,9	72,8	72,4
Investimenti diretti (miliardi di euro)					
Investimenti diretti esteri dell'area dell'euro in Russia					
Flussi	1,5	1,6	1,9	4,0	...
Stock	4,8	6,8	7,3	...	...
Investimenti diretti esteri della Russia nell'area dell'euro					
Flussi	0,3	0,5	0,1	0,5	...
Stock	2,1	2,5	2,8	...	...

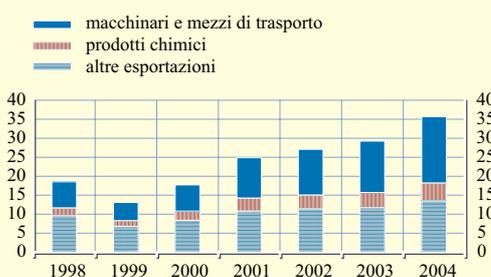
Fonti: FMI, BRI e calcoli della BCE.

Nota: non sono disponibili i dati della quota dell'area dell'euro nel commercio di servizi della Russia.

Figura 3 Commercio di beni dell'area dell'euro con la Russia

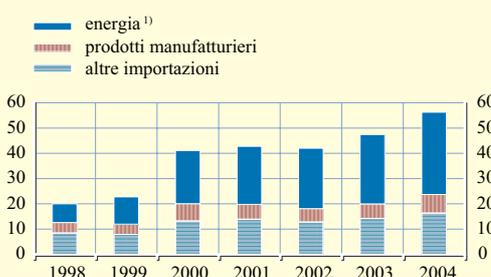
(miliardi di euro)

Esportazioni dell'area dell'euro verso la Russia



Fonte: Eurostat.

Importazioni dell'area dell'euro dalla Russia



Fonte: Eurostat.

1) La figura sottostima l'importanza dell'energia nelle importazioni dalla Russia, poiché i dati in quel gruppo di prodotti non includono la maggior parte delle importazioni di gas nell'area dell'euro, che sono invece incluse nella voce "altre importazioni".

Russia e l'area dell'euro, la successiva ripresa ha confermato il ruolo di primo piano svolto dalle banche dell'area quali creditrici dell'economia russa. Di fatto, una quota significativa dei fondi raccolti dalle imprese russe sui mercati internazionali negli ultimi anni proviene da tali banche. Allo stesso tempo, parte delle attività sull'estero del settore bancario russo è collocata presso banche e in titoli dell'area. Con circa il 37 per cento degli afflussi totali, l'UE costituisce una fonte importante di investimenti diretti esteri (IDE) in Russia. Ciò nonostante, il livello attuale degli afflussi per IDE nel paese (approssimativamente pari al 2 per cento del PIL) rimane basso nel confronto con altre economie dell'Europa centrale e orientale. Del totale dei deflussi per IDE dall'area dell'euro, meno dell'1 per cento è destinato alla Russia. Affinché gli investimenti dell'area nel paese possano promuovere una reale integrazione occorre rendere il clima economico più favorevole agli investimenti introducendo fra l'altro una migliore tutela dei diritti di proprietà, rafforzando lo Stato di diritto e consolidando le istituzioni necessarie in un'economia di mercato. Nel contempo, se in Russia gli afflussi e i deflussi per IDE sono pressoché in equilibrio, l'UE e l'area dell'eu-

ro hanno finora ricevuto solo una quota ridotta degli IDE russi.

Negli ultimi anni la Banca centrale russa ha adottato provvedimenti che hanno portato a un maggiore utilizzo dell'euro come moneta ancora e di riserva. Dal 2003 la politica di cambio è volta a limitare l'apprezzamento del rublo in termini effettivi reali rispetto a un paniere composto dalle valute di un gran numero di partner commerciali del paese, con una ponderazione basata sull'interscambio. Ai paesi dell'area dell'euro, e di conseguenza all'euro, corrisponde un peso superiore al 36 per cento. Lo scorso febbraio è stato introdotto un paniere operativo formato dal dollaro statunitense e dall'euro quale punto di riferimento per la gestione giornaliera del cambio del rublo. Inizialmente posto pari al 10 per cento, il peso dell'euro in questo paniere operativo è stato fatto salire al 35 per cento in agosto. In linea con questo cambiamento nella gestione del cambio, la volatilità giornaliera del tasso di cambio rublo/euro è lievemente diminuita. Anche la quota delle attività denominate in euro sul totale delle riserve valutarie della Russia è andata aumentando e, secondo le recenti dichiarazioni delle autorità, è oggi pari a circa un terzo del totale. Pertanto, la Russia è diventata un importante detentore di attività di riserva in euro.

Secondo le statistiche sulle transazioni in valuta delle banche autorizzate, dopo la sostituzione del contante nell'area dell'euro anche la domanda di contante in euro da parte delle famiglie russe è aumentata per motivi che, a giudicare dal profilo stagionale delle vendite, sono per lo più di ordine turistico. Per contro, l'uso della moneta unica come "valuta veicolo" sul mercato dei cambi e come divisa di investimento e di finanziamento resta limitato. Mentre sul totale delle attività estere delle banche russe l'euro è passato a rappresentare approssimativamente il 20 per cento agli inizi del 2005 (da circa il 7 per cento nello stesso periodo del 2002), in rapporto alle passività complessive sull'estero di tali banche esso è rimasto prossimo al 7 per cento. Le banconote e i depositi in valuta sono denominati principalmente in dollari statunitensi⁸⁾.

4 RELAZIONI TRA L'Eurosistema E LA BANCA CENTRALE RUSSA

Ai contatti e ai rapporti di collaborazione stabiliti e progressivamente sviluppati a livello bilaterale da varie banche centrali nazionali dell'Eurosistema fin dagli anni novanta si è affiancato, in epoche più recenti, un consistente rafforzamento delle relazioni fra l'Eurosistema e la Banca centrale russa. Tale processo poggia fondamentalmente su due pilastri: i Seminari ad alto livello dell'Eurosistema e della Banca centrale russa (le cui prime due edizioni hanno avuto luogo rispettivamente nel maggio 2004 e nell'ottobre di quest'anno) e il progetto biennale dell'UE in materia di vigilanza bancaria (TACIS) realizzato congiuntamente dalle due istituzioni.

La collaborazione tra l'Eurosistema e la Banca centrale russa si inserisce nel contesto generale delle relazioni fra l'UE e la Russia. Queste ultime si fondano sull'Accordo di partenariato e cooperazione del 1997, che copre una serie di ambiti tra cui il commercio e la cooperazione in campo economico e che prevede in particolare la costituzione di una zona di libero scambio fra l'UE e la Russia. Nel 2003 le due parti hanno deciso di sviluppare sul lungo periodo quattro spazi comuni nei seguenti ambiti: relazioni economiche; libertà, sicurezza e giustizia; sicurezza esterna; ricerca e istruzione. Sullo sfondo dell'esperienza maturata in Europa e in molte altre regioni del mondo circa il ruolo dei mercati nella promozione dell'interscambio e della crescita economica, lo spazio economico comune si prefigge di creare un mercato UE-russo aperto e integrato dopo l'adesione della Russia all'Organizzazione mondiale del commercio (OMC). Ciò dovrebbe avvenire attraverso un'ampia serie di interventi, che includono un dialogo sulla disciplina dei prodotti industriali, la legislazio-

8) Secondo stime del 2002, in Russia e sul territorio dell'ex Unione sovietica circolavano circa 178 miliardi di dollari in contanti, approssimativamente pari al 30 per cento del totale di contante detenuto all'estero in tale valuta. Cfr. Botta, J. (2003), *The Federal Reserve Bank of New York's experience of managing crossborder migration of US dollar banknotes*, BIS Papers n. 15, Basilea, pagg. 152162.

ne della concorrenza, la regolamentazione degli investimenti, la stabilità del sistema finanziario, la contabilità e i sistemi di revisione contabile, l'agevolazione degli scambi e le dogane, oltre a telecomunicazioni, trasporti e ambiente. L'UE e la Russia intendono inoltre mantenere lo slancio del dialogo sull'energia avviato nel 2000 e riguardante aspetti di interesse comune relativi al settore più importante nell'interscambio fra le due aree economiche.

Il crescente grado di integrazione reale e finanziaria e di cooperazione economica fra l'UE e la Russia è stato anche uno degli argomenti più intensamente dibattuti durante il primo Seminario ad alto livello dell'Eurosistema e della Banca centrale russa, tenutosi a Helsinki nel maggio 2004. I partecipanti hanno convenuto che, grazie all'allargamento dell'UE, sono aumentate le opportunità di approfondimento dei vantaggi reciproci di un'integrazione economica in termini di interscambio e flussi di investimento. Pertanto, esiste una base solida per un dialogo costruttivo tra l'Eurosistema e la Banca centrale russa sul ruolo delle banche centrali in questo processo di integrazione. In tale quadro, il seminario di Helsinki si è occupato della conduzione della politica monetaria in un contesto di libera circolazione dei capitali, sviluppo del sistema bancario e stabilità del settore finanziario. Alla luce degli andamenti del settore bancario russo negli ultimi due anni, la seconda edizione del Seminario – che ha avuto luogo in ottobre a San Pietroburgo – ha analizzato in maggiore dettaglio gli aspetti connessi alla stabilità e allo sviluppo del settore bancario nonché l'utilizzo di strumenti (come il sistema di assicurazione dei depositi) atti a promuovere la fiducia e la stabilità finanziaria.

Il seminario di San Pietroburgo ha coinciso con la conclusione del progetto biennale TACIS in materia di vigilanza bancaria, che prevedeva un programma formativo inteso a promuovere la stabilità finanziaria in Russia per il tramite di un trasferimento di conoscenze dalle autorità di vigilanza bancaria dell'UE verso le controparti presso la Banca centrale russa. Fondato sul contratto firmato dalla delegazione della Commis-

sione europea in Russia e dalla Banca centrale europea nell'ottobre 2003, il progetto costituisce un esempio unico quanto a portata, grado di concentrazione e complessità ed è stato coordinato e attuato dalla BCE di concerto con: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus (l'autorità di vigilanza finanziaria finlandese), Finansinspektionen (Svezia) e Financial Services Authority (Regno Unito).

Ottocento dipendenti della Banca centrale russa impegnati sul fronte della vigilanza hanno frequentato 64 corsi che hanno illustrato i criteri e i metodi utilizzati dall'UE in materia di vigilanza basata sui rischi. Metà dei corsi ha affrontato aspetti quali la gestione della liquidità, il rischio di credito e operativo, i sistemi di preallarme (*early warning*) e la riabilitazione bancaria. Oltre 30 dirigenti della Banca, provenienti in larga parte dalla sede centrale, hanno effettuato visite di studio di una settimana presso banche centrali nazionali ed enti di vigilanza dell'UE, al fine di meglio comprendere l'attuazione pratica delle tecniche di vigilanza bancaria. Infine, sono stati organizzati quattro seminari di una giornata dedicati ai seguenti argomenti: stabilità finanziaria, Basilea II, lotta contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita, *corporate governance* e rischio operativo. Tali seminari sono stati contraddistinti da un confronto sulle tematiche di politica economica tra rappresentanti di alto livello dell'UE e dell'Eurosistema e – da parte russa – membri del Consiglio di amministrazione della banca centrale, esponenti dell'alta direzione delle autorità di vigilanza, nonché rappresentanti di organi legislativi, dell'Amministrazione presidenziale, del ministero delle finanze, delle istituzioni accademiche e dell'associazione bancaria nazionale.

Il comitato direttivo responsabile della supervisione del progetto, presieduto dalla Banca centrale russa, l'ha ritenuto un contributo importante e tempestivo agli sforzi di riforma dispiegati

dalla Banca centrale russa nell'ambito della vigilanza bancaria ⁹⁾.

Alle attività di formazione si è aggiunta la pubblicazione di un libro sull'esperienza dell'UE e sulle prassi della Russia in materia di vigilanza bancaria, a beneficio dei dipendenti della Banca centrale russa impegnati sul fronte della vigilanza, che non hanno potuto frequentare i corsi previsti. Fatta eccezione per un capitolo redatto a cura della Banca centrale russa, gli altri capitoli e gli allegati sono opera della BCE, che ha attinto ai corsi base di vigilanza bancaria tenuti dalle istituzioni partner.

5 CONCLUSIONI

Ai contatti e ai rapporti di collaborazione stabiliti e progressivamente sviluppati a livello bilaterale da varie banche centrali nazionali dell'Eurosistema fin dagli anni novanta si è affiancato, in epoche più recenti, un consistente rafforzamento delle relazioni fra l'Eurosistema e la Banca centrale russa. La collaborazione fra le due istituzioni è stata realizzata principalmente attraverso un progetto comune di formazione in materia di vigilanza bancaria, di durata bienna-

le, finanziato dal programma TACIS dell'UE e una serie di Seminari ad alto livello dell'Eurosistema e della Banca centrale russa sul ruolo delle banche centrali nel processo di integrazione UE-Russia.

Tale collaborazione si è inserita nel contesto degli andamenti macroeconomici positivi in Russia, del rafforzamento dei legami economici e finanziari fra tale paese e l'area dell'euro e dello sviluppo di relazioni istituzionali fra la Russia e l'UE. In particolare, l'area dell'euro costituisce il principale partner commerciale della Russia e quest'ultima si colloca al quarto posto in ordine di importanza fra i partner commerciali dell'area dell'euro non appartenenti all'UE. La ripresa del sistema bancario russo e l'accelerazione della riforma in tale settore, assieme alle sfide che le politiche monetarie e di cambio sono chiamate ad affrontare, hanno fornito un ulteriore stimolo per lo sviluppo di un proficuo confronto. Su tale sfondo, l'Eurosistema proseguirà il dialogo e la collaborazione con la Banca centrale russa a vari livelli.

9) Per ulteriori informazioni sul progetto, cfr. il sito internet della Banca centrale russa (www.cbr.ru).

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 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
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S54
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S55
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S60
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero	S61
7.4	Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)	S63
7.5	Commercio di beni	S65
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	LISTA DELLE FIGURE	S72
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

NOVITÀ

Da questo numero del Bollettino le sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 conterranno dati destagionalizzati sulle consistenze, le transazioni e i tassi di crescita dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro. Le tavole di queste sezioni sono state adeguatamente per includere le nuove informazioni.

Nella sezione 6.5, inoltre, saranno pubblicati i dati trimestrali sul debito e sulle variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. La tavola di questo mese riporta i dati per il secondo trimestre del 2005.

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	19,3	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 4° trim.	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 1° trim.	9,6	7,1	6,7	-	7,3	8,9	2,14	3,67
2° trim.	9,8	7,5	7,1	-	7,5	13,2	2,12	3,41
3° trim.	11,3	8,4	8,0	-	8,3	.	2,13	3,26
2005 mag.	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,0	2,13	3,41
giu.	10,9	8,0	7,6	7,6	8,0	14,1	2,11	3,25
lug.	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
ago.	11,6	8,6	8,2	8,2	8,4	13,1	2,13	3,32
set.	11,2	8,9	8,5	.	8,6	.	2,14	3,16
ott.	.	.	.	.	.	.	2,20	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	3,1	0,7	0,3	81,0	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	2,0	81,6	0,6	8,9
2004 4° trim.	2,3	3,8	2,3	1,6	1,1	82,0	0,8	8,8
2005 1° trim.	2,0	4,1	3,0	1,3	0,5	81,5	0,7	8,8
2° trim.	2,0	3,9	2,3	1,1	0,5	81,0	0,7	8,7
3° trim.	2,3	.	.	.	.	81,1	.	.
2005 mag.	2,0	3,5	-	-	-0,1	-	-	8,7
giu.	2,1	4,0	-	-	0,6	-	-	8,6
lug.	2,2	4,1	-	-	0,5	80,9	-	8,5
ago.	2,2	4,1	-	-	2,5	-	-	8,6
set.	2,6	.	-	-	.	-	-	.
ott.	2,5	.	-	-	.	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 4° trim.	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,7	1,2977
2005 1° trim.	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,8	1,3113
2° trim.	-9,4	18,8	-11,6	106,7	302,3	103,4	105,6	1,2594
3° trim.	.	.	.	.	311,6	101,9	104,1	1,2199
2005 mag.	-1,2	6,1	8,2	19,7	291,8	104,0	106,2	1,2694
giu.	2,3	8,7	-8,2	101,5	302,3	101,2	103,5	1,2165
lug.	2,2	9,9	-81,2	75,3	296,3	101,7	103,8	1,2037
ago.	-2,1	1,1	-15,7	-16,1	295,7	102,3	104,5	1,2292
set.	.	.	.	.	311,6	101,8	103,9	1,2256
ott.	.	.	.	.	.	101,4	103,5	1,2015

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	7 ottobre 2005	14 ottobre 2005	21 ottobre 2005	28 ottobre 2005
Oro e crediti in oro	149.784	149.680	149.568	149.170
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	161.314	160.001	161.295	160.162
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	21.155	21.375	21.086	21.363
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.998	9.230	8.537	8.712
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	378.012	371.001	386.005	391.476
Operazioni di rifinanziamento principali	288.000	280.999	296.000	301.466
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	89.999	89.999	89.999	90.002
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	12	2	5	7
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	1	1	1
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.686	3.249	3.391	3.257
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	91.560	91.829	91.783	92.315
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.753	40.753	40.753	40.757
Altre attività	135.734	136.233	136.134	136.292
Attività totali	990.996	983.351	998.552	1.003.504

2. Passività

	7 ottobre 2005	14 ottobre 2005	21 ottobre 2005	28 ottobre 2005
Banconote in circolazione	536.301	535.363	533.267	536.209
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	154.294	150.855	149.361	150.290
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	154.132	150.839	149.274	150.193
Depositi overnight	162	14	82	71
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	2	5	26
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	152	153	153	153
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	48.207	46.370	63.673	65.261
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10.647	10.797	10.949	11.182
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	240	331	222	219
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.884	9.266	10.440	9.801
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.885	5.885	5.885	5.885
Altre passività	62.233	62.177	62.447	62.348
Rivalutazioni	103.749	103.749	103.749	103.749
Capitale e riserve	58.404	58.405	58.406	58.407
Passività totali	990.996	983.351	998.552	1.003.504

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione		
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	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.

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

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta ^{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 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
10	432.277	345	308.000	2,00	2,05	2,05	7
17	445.746	354	303.000	2,00	2,05	2,06	7
24	474.374	367	310.000	2,00	2,05	2,06	7
31	433.707	339	293.000	2,00	2,05	2,06	7
7 set.	447.874	332	294.500	2,00	2,05	2,06	7
14	435.111	356	279.500	2,00	2,06	2,06	7
21	396.280	402	287.500	2,00	2,06	2,06	7
28	364.417	361	293.500	2,00	2,06	2,07	7
5 ott.	382.662	348	288.000	2,00	2,06	2,07	7
12	380.299	372	281.000	2,00	2,07	2,07	7
19	383.949	397	296.000	2,00	2,06	2,07	7
26	371.445	384	301.500	2,00	2,06	2,07	8
3 nov.	354.563	340	294.000	2,00	2,05	2,06	6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 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
1 set.	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	91
29	52.795	142	30.000	-	2,09	2,10	84
28 ott.	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 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
9 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	500	1	500	2,00	-	-	-	1
6 set.	Operazione temporanea	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	1
11 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005 1° trim.	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1	
2005 apr.	13.081,7	6.888,4	496,7	1.607,3	1.067,3	3.022,1	
mag.	13.224,8	6.988,9	494,8	1.616,4	1.069,5	3.055,3	
giu.	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9	
lug.	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9	
ago.	13.388,1	7.003,0	499,9	1.689,2	1.066,0	3.130,1	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 1° trim.	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
2° trim.	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
2005 12 lug.	147,2	147,9	0,7	0,0	2,05
9 ago.	149,2	149,8	0,6	0,0	2,05
6 set.	149,7	150,2	0,6	0,0	2,05
11 ott.	150,7	151,4	0,7	0,0	2,05
8 nov.	149,5	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7	
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1	
2005 2° trim.	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5	
2005 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	
9 ago.	305,5	309,5	90,0	0,0	0,0	0,3	0,0	532,6	67,4	-45,0	149,8	682,7	
6 set.	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8	
11 ott.	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1	

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 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 1° trim.	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
2005 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.	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	315,2	13,3	195,8
lug.	1.353,4	642,4	21,2	0,6	620,6	176,8	159,6	1,8	15,5	-	14,4	309,2	13,3	197,3
ago.	1.327,9	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	309,5	13,3	199,4
set. (p)	1.351,2	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	326,1	13,3	203,2
IFM escluso l'Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.825,3	811,4	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
2005 1° trim.	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,3	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,3
2005 apr.	22.486,3	13.231,2	811,3	7.721,3	4.698,5	3.340,8	1.372,3	491,8	1.476,7	76,3	1.043,4	3.297,3	156,5	1.340,8
mag.	22.703,2	13.329,7	809,2	7.785,5	4.734,9	3.343,3	1.369,2	497,3	1.476,7	75,7	1.045,8	3.352,6	157,1	1.399,1
giu.	22.773,2	13.256,1	808,4	7.918,4	4.529,3	3.392,6	1.383,8	505,3	1.503,5	75,1	999,4	3.404,1	163,2	1.482,7
lug.	22.876,5	13.327,9	808,9	7.976,8	4.542,2	3.394,9	1.378,7	504,7	1.511,5	75,0	999,9	3.447,1	164,2	1.467,4
ago.	22.826,7	13.305,4	809,9	7.979,8	4.515,6	3.386,7	1.371,1	505,2	1.510,3	80,5	999,5	3.436,7	164,3	1.453,6
set. (p)	23.053,7	13.435,4	816,1	8.067,3	4.551,9	3.374,7	1.359,9	504,8	1.510,0	81,4	1.012,5	3.511,1	164,5	1.474,1

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 1° trim.	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
2005 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.	1.353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
lug.	1.353,4	550,7	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
ago.	1.327,9	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
set. (p)	1.351,2	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
IFM escluso l'Eurosistema											
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,8	0,0	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 1° trim.	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
2005 apr.	22.486,3	0,0	11.841,8	121,6	6.761,0	4.959,3	704,1	3.667,7	1.227,9	3.198,7	1.846,1
mag.	22.703,2	0,0	11.895,6	127,2	6.809,3	4.959,1	710,5	3.695,3	1.236,4	3.285,5	1.879,8
giu.	22.773,2	0,0	11.849,2	135,2	6.920,7	4.793,2	696,4	3.762,2	1.258,5	3.227,8	1.979,1
lug.	22.876,5	0,0	11.895,3	142,3	6.950,6	4.802,4	710,1	3.775,9	1.268,6	3.264,0	1.962,7
ago.	22.826,7	0,0	11.813,9	110,2	6.930,0	4.773,7	720,3	3.788,7	1.274,2	3.254,0	1.975,6
set. (p)	23.053,7	0,0	11.912,2	134,5	6.988,4	4.789,3	712,9	3.807,4	1.272,1	3.344,3	2.004,8

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	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.234,5	173,6	1.348,3
2005 1° trim.	16.260,4	8.498,1	828,1	7.669,9	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.478,9	169,0	1.437,3
2005 apr.	16.566,8	8.554,7	832,8	7.722,0	2.018,8	1.525,4	493,4	740,4	3.598,1	169,6	1.485,3
mag.	16.753,6	8.616,8	830,6	7.786,2	2.024,7	1.525,6	499,1	739,4	3.656,7	170,3	1.545,8
giu.	17.042,4	8.748,6	829,6	7.919,1	2.050,0	1.542,7	507,3	713,9	3.719,2	176,5	1.634,2
lug.	17.113,3	8.807,5	830,0	7.977,5	2.044,8	1.538,3	506,5	706,8	3.756,3	177,5	1.620,4
ago.	17.091,7	8.811,6	831,1	7.980,5	2.041,0	1.533,9	507,1	705,9	3.746,2	177,6	1.609,5
set. ^(p)	17.311,6	8.905,3	837,4	8.068,0	2.032,2	1.525,5	506,7	725,0	3.837,3	177,8	1.634,1
Transazioni											
2003	766,2	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.267,9	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	435,1	2,7	203,9
2005 1° trim.	449,0	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	185,3	-4,1	61,7
2005 apr.	291,7	56,7	4,6	52,0	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,6
mag.	105,9	56,8	-2,4	59,2	0,8	-3,9	4,7	-4,1	-6,7	0,7	58,3
giu.	130,6	86,4	-1,3	87,8	15,6	7,8	7,8	-28,6	23,2	0,3	33,8
lug.	85,5	62,0	0,5	61,5	-2,8	-1,4	-1,4	-8,0	48,1	1,0	-14,8
ago.	-16,5	6,3	1,2	5,2	-5,9	-5,8	0,0	-0,3	-5,0	0,1	-11,7
set. ^(p)	177,1	91,3	6,2	85,2	-8,8	-7,2	-1,6	12,6	58,8	0,1	23,0

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 ¹⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005 1° trim.	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
2005 apr.	16.566,8	481,1	180,9	6.776,7	627,8	2.176,8	1.063,6	3.224,7	2.019,6	15,5
mag.	16.753,6	485,8	173,5	6.826,5	634,8	2.203,7	1.076,2	3.310,2	2.055,1	-12,2
giu.	17.042,4	496,6	211,6	6.939,5	621,3	2.243,2	1.132,6	3.252,2	2.159,7	-14,2
lug.	17.113,3	506,4	210,8	6.964,4	635,1	2.249,4	1.131,2	3.287,8	2.144,7	-16,5
ago.	17.091,7	500,9	166,8	6.943,4	639,8	2.263,1	1.137,8	3.279,3	2.159,0	1,8
set. ^(p)	17.311,6	507,1	181,9	7.003,7	631,5	2.281,6	1.156,3	3.371,8	2.194,6	-16,8
Transazioni										
2003	766,2	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	38,6	130,8	-60,8	59,8
2004	1.267,9	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,3	37,7
2005 1° trim.	449,0	3,4	25,0	57,8	9,9	65,3	13,1	211,9	107,2	-44,4
2005 apr.	291,7	9,3	-6,5	51,5	13,7	29,2	-2,8	107,4	76,7	13,3
mag.	105,9	4,8	-7,4	42,6	7,3	14,7	4,7	32,8	48,1	-41,7
giu.	130,6	10,7	38,1	73,1	-14,4	36,7	22,5	-78,8	47,4	-4,7
lug.	85,5	9,9	-0,8	28,6	12,9	7,1	1,5	44,0	-17,7	0,1
ago.	-16,5	-5,5	-44,3	-19,4	4,0	15,0	5,1	-3,2	12,9	18,9
set. ^(p)	177,1	6,2	15,1	58,2	-6,9	13,9	5,3	77,3	29,6	-21,5

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	8.154,1	7.097,8	230,6
2004	2.912,6	2.661,0	5.573,6	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.297,0	8.688,3	7.551,6	373,4
2005 1° trim.	3.007,2	2.675,4	5.682,7	945,0	6.627,6	-	4.579,5	2.328,5	8.826,6	7.670,2	383,3
2005 apr.	3.025,2	2.694,8	5.720,0	956,5	6.676,5	-	4.611,2	2.352,6	8.912,7	7.705,7	406,3
mag.	3.050,6	2.702,2	5.752,8	972,2	6.725,0	-	4.656,1	2.338,7	8.980,9	7.769,8	367,2
giu.	3.257,5	2.558,2	5.815,7	981,1	6.796,8	-	4.797,3	2.353,5	9.112,2	7.892,9	465,4
lug.	3.302,3	2.572,3	5.874,6	994,8	6.869,4	-	4.801,5	2.364,5	9.188,6	7.965,3	471,8
ago.	3.329,9	2.585,0	5.914,9	1.005,2	6.920,1	-	4.828,1	2.375,9	9.236,8	8.007,0	463,0
set. (p)	3.349,9	2.630,1	5.980,0	1.001,8	6.981,8	-	4.858,7	2.369,8	9.333,6	8.084,6	454,5
Transazioni											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,1	131,9	444,7	371,9	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	56,0	408,2	-	340,8	53,5	574,5	506,2	160,4
2005 1° trim.	91,8	8,2	100,0	-20,4	79,6	-	107,1	26,4	137,0	118,8	7,2
2005 apr.	17,7	18,9	36,6	11,8	48,3	-	26,2	21,0	87,0	35,5	20,2
mag.	22,4	4,4	26,8	15,7	42,5	-	23,9	-18,3	59,2	59,1	-51,6
giu.	45,7	14,7	60,5	8,9	69,4	-	69,1	5,4	82,7	78,2	79,6
lug.	45,2	14,6	59,8	12,9	72,7	-	10,8	14,0	77,9	75,4	9,0
ago.	28,8	13,1	41,9	9,8	51,6	-	26,5	10,0	50,3	44,0	-9,0
set. (p)	19,2	44,0	63,2	-1,1	62,1	-	11,6	-4,9	86,7	75,2	-25,6
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	7,2	160,4
2005 mar.	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,5	7,4	7,5	94,0
2005 apr.	9,3	5,3	7,4	3,4	6,8	6,9	8,4	3,0	7,7	7,4	89,1
mag.	10,1	4,9	7,6	5,8	7,3	7,2	8,4	1,6	7,8	7,5	70,5
giu.	10,9	5,1	8,0	5,1	7,6	7,6	9,5	1,2	8,1	8,0	159,1
lug.	11,1	5,3	8,3	5,6	7,9	7,9	9,1	1,2	8,3	8,3	164,2
ago.	11,6	5,3	8,6	5,8	8,2	8,2	9,0	1,1	8,6	8,4	132,4
set. (p)	11,2	6,5	8,9	6,2	8,5	.	8,3	1,3	8,9	8,6	80,1

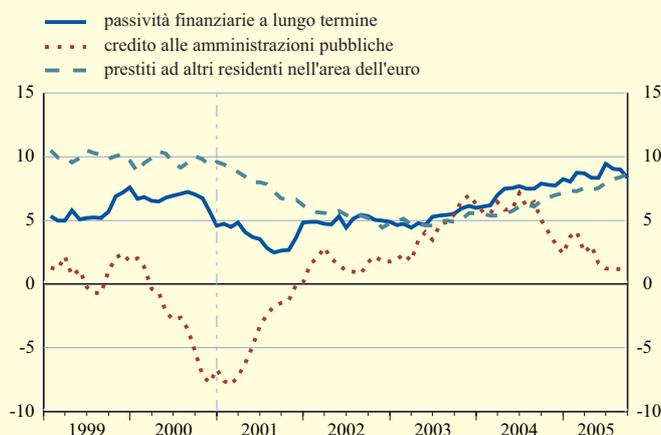
F1 Aggregati monetari

(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

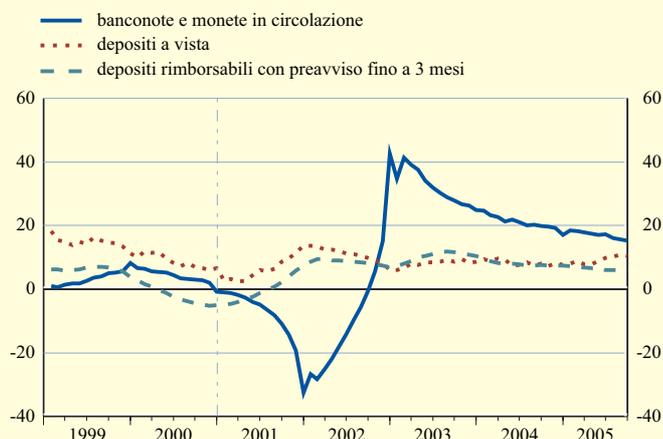
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	239,4	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 1° trim.	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
2005 apr.	481,5	2.543,7	1.030,5	1.664,3	215,7	619,8	121,0	2.056,7	91,3	1.395,2	1.068,0
mag.	487,0	2.563,6	1.023,9	1.678,3	231,3	627,4	113,5	2.085,9	91,4	1.396,2	1.082,7
giu.	493,7	2.763,8	1.039,5	1.518,7	239,7	622,9	118,5	2.122,9	91,6	1.449,0	1.133,8
lug.	494,7	2.807,6	1.045,3	1.527,0	243,3	632,3	119,2	2.126,1	90,8	1.453,9	1.130,7
ago.	501,5	2.828,4	1.047,9	1.537,1	252,6	631,8	120,7	2.146,2	89,8	1.455,4	1.136,7
set. (p)	507,4	2.842,5	1.084,2	1.545,9	244,9	636,6	120,3	2.155,4	87,8	1.465,1	1.150,4
Transazioni											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,1
2004	65,7	174,7	-0,8	112,6	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,1
2005 1° trim.	24,9	66,9	-13,2	21,4	-13,7	-5,6	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
2005 apr.	4,0	13,7	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	16,1	0,5	8,0	1,6
mag.	5,4	17,0	-9,4	13,8	15,5	7,9	-7,6	17,1	0,0	-0,1	6,9
giu.	6,8	39,0	12,3	2,5	8,4	-5,4	6,0	33,3	-0,5	19,3	17,1
lug.	1,0	44,3	6,1	8,4	3,6	8,5	0,7	4,1	-0,8	7,7	-0,2
ago.	6,8	22,0	3,0	10,1	9,4	-1,2	1,6	21,4	-1,0	1,6	4,5
set. (p)	5,9	13,3	35,2	8,8	-7,8	6,2	0,5	3,7	-2,0	9,4	0,5
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	10,7	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 mar.	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
2005 apr.	17,5	7,8	3,3	6,6	0,3	2,6	14,6	10,4	1,2	8,7	4,9
mag.	17,0	8,9	1,9	6,7	8,3	4,2	10,0	10,6	1,7	8,2	5,0
giu.	17,2	9,8	3,3	6,1	10,3	2,3	10,5	11,7	1,4	8,9	6,7
lug.	16,0	10,3	4,0	6,0	6,8	3,7	13,6	11,2	0,3	8,8	6,3
ago.	15,6	10,9	4,2	6,0	11,0	2,5	13,6	11,4	-0,9	8,3	6,4
set. (p)	15,3	10,4	7,1	5,9	8,8	3,7	15,1	10,2	-2,3	8,3	5,8

F3 Componenti degli aggregati monetari

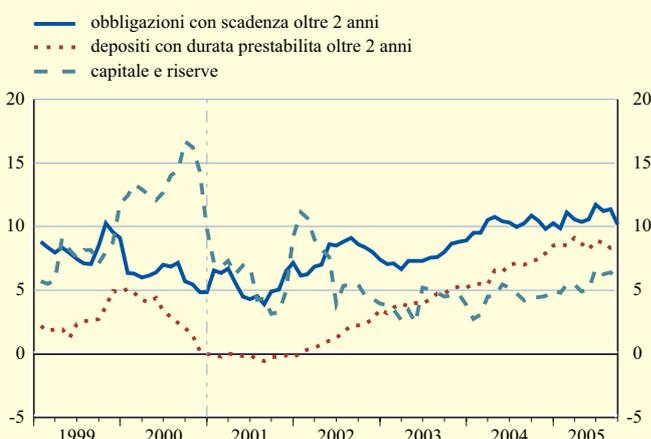
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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⁾

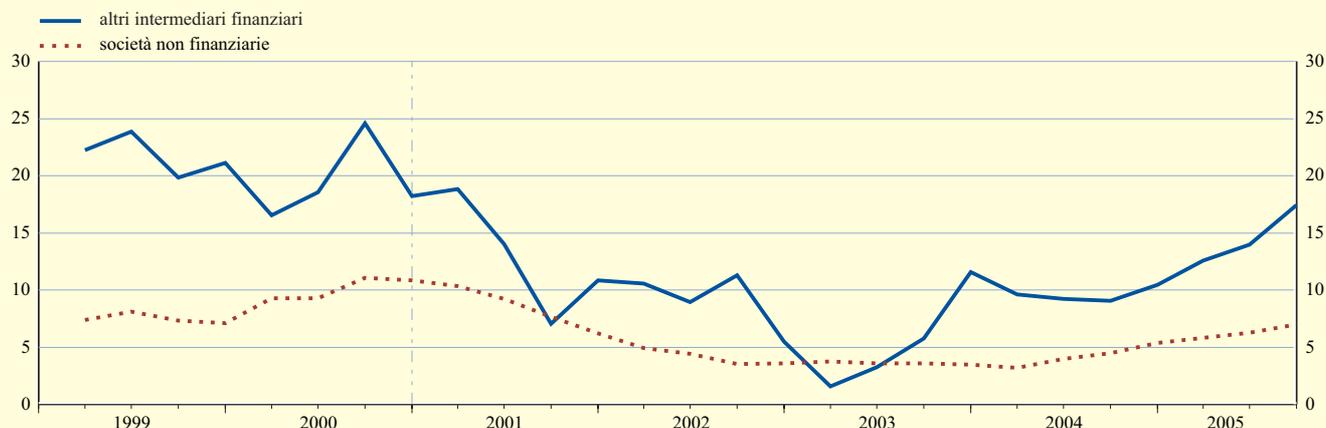
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	5	6	7	8
Consistenze								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,7	973,8	547,8	1.631,2
2005 1° trim.	58,2	39,7	561,3	351,1	3.189,5	983,8	554,7	1.650,9
2005 apr.	59,5	40,8	559,3	345,9	3.214,8	991,7	559,7	1.663,4
mag.	62,1	43,0	570,0	354,2	3.233,9	993,5	564,3	1.676,2
giu.	63,8	43,9	581,6	362,7	3.281,9	1.025,2	564,0	1.692,6
lug.	63,7	43,3	579,5	357,1	3.308,8	1.024,9	573,1	1.710,7
ago.	64,4	42,7	572,6	349,2	3.294,3	1.001,1	571,0	1.722,3
set. ^(p)	65,2	42,6	601,7	373,1	3.320,8	1.014,8	572,3	1.733,7
Transazioni								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,6	-7,9	15,9	94,7
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	162,9	23,2	31,2	108,5
2005 1° trim.	8,6	7,9	11,3	14,9	37,2	8,0	7,7	21,5
2005 apr.	1,3	1,2	-2,4	-5,5	26,8	8,1	6,2	12,5
mag.	2,5	2,1	8,5	6,8	17,4	0,9	4,7	11,8
giu.	1,7	0,9	10,4	7,9	31,6	19,5	-1,1	13,2
lug.	-0,1	-0,6	-1,4	-5,3	27,8	0,3	9,1	18,4
ago.	0,7	-0,5	-7,1	-7,8	-12,5	-22,9	-2,0	12,4
set. ^(p)	0,7	-0,2	28,3	23,5	25,1	12,9	1,3	11,0
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	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0
2005 mar.	23,7	21,8	12,6	17,5	5,9	3,8	6,6	6,9
2005 apr.	14,7	8,3	10,2	11,4	6,0	4,2	6,6	6,9
mag.	8,8	0,7	10,6	12,1	6,2	4,8	6,4	6,9
giu.	17,6	9,8	14,0	18,7	6,3	4,9	6,1	7,2
lug.	11,3	3,1	15,0	19,1	6,8	5,3	7,0	7,7
ago.	18,3	9,1	16,4	21,4	6,6	4,8	5,8	8,0
set. ^(p)	22,7	12,6	17,5	23,0	7,0	5,3	5,8	8,5

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⁾

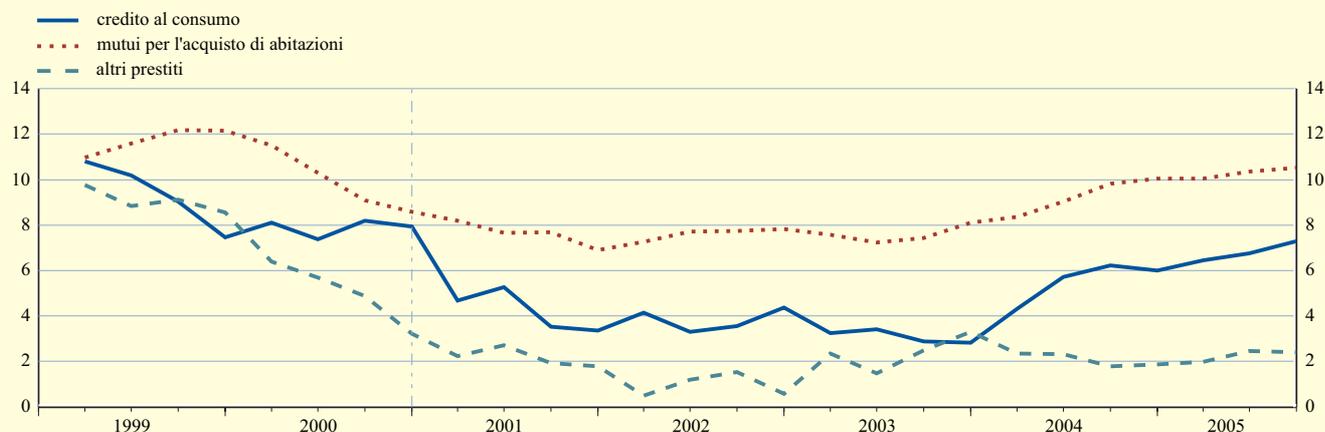
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	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	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005 1° trim.	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,3	14,3	67,1	2.558,9	700,8	144,4	98,7	457,8
2005 apr.	3.887,8	522,9	119,8	192,6	210,5	2.662,2	14,3	65,0	2.582,9	702,7	142,6	100,2	460,0
mag.	3.919,5	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.	3.991,2	537,3	124,4	197,3	215,6	2.737,1	14,8	66,2	2.656,0	716,8	149,8	101,1	465,9
lug.	4.024,8	539,1	122,3	198,9	217,9	2.772,9	14,8	66,8	2.691,2	712,8	145,1	101,2	466,5
ago.	4.048,4	540,6	123,2	198,8	218,6	2.795,2	14,6	67,2	2.713,4	712,6	143,5	101,3	467,8
set. ^(P)	4.079,7	544,6	126,2	198,8	219,6	2.820,2	15,0	67,6	2.737,6	714,9	145,7	101,1	468,1
Transazioni													
2003	211,6	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,0	-6,3	-4,9	32,2
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6
2005 1° trim.	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	1,3
2005 apr.	26,3	4,2	-0,3	1,6	2,8	21,5	0,0	-0,8	22,3	0,6	-1,7	0,1	2,2
mag.	30,8	4,8	1,5	2,0	1,3	23,1	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,2
giu.	44,1	7,2	3,1	2,3	1,9	28,6	0,5	1,1	26,9	8,3	7,4	-0,3	1,2
lug.	35,2	2,4	-1,9	1,7	2,5	36,0	0,0	0,5	35,4	-3,1	-4,5	0,2	1,2
ago.	24,0	2,1	1,1	-0,1	1,1	22,2	-0,2	0,4	22,0	-0,3	-1,5	0,1	1,1
set. ^(P)	31,0	4,0	2,7	0,1	1,2	25,1	0,4	0,4	24,3	1,9	1,8	-0,2	0,3
Variazioni percentuali													
2003 dic.	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,3	-4,1	-5,0	8,5
2004 dic.	7,9	6,0	6,3	4,8	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6
2005 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
2005 apr.	8,0	6,4	6,6	4,7	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.	8,4	6,8	6,8	5,8	7,7	10,4	4,1	4,6	10,5	2,4	3,9	0,6	2,4
lug.	8,5	6,8	6,3	5,9	8,0	10,6	5,4	4,7	10,8	2,2	3,2	0,9	2,1
ago.	8,6	7,0	6,6	6,1	8,2	10,7	4,3	4,7	10,9	2,3	3,2	1,2	2,2
set. ^(P)	8,6	7,3	8,3	5,9	8,0	10,5	5,7	4,8	10,7	2,4	2,8	1,2	2,5

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,4	129,6	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 1° trim.	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
2° trim. ^(p)	808,4	125,3	247,6	412,3	23,3	2.292,5	1.579,6	712,2	63,5	648,7
Transazioni										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 1° trim.	-5,5	-0,5	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
2° trim. ^(p)	1,2	-4,4	-0,7	5,5	0,7	93,8	78,3	14,8	1,5	13,3
Variazioni percentuali										
2003 dic.	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 dic.	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2004 mar. giu. ^(p)	-1,8	-1,6	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
	-0,8	-0,2	-2,6	5,2	-46,8	17,0	19,7	11,3	4,4	12,1

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⁾

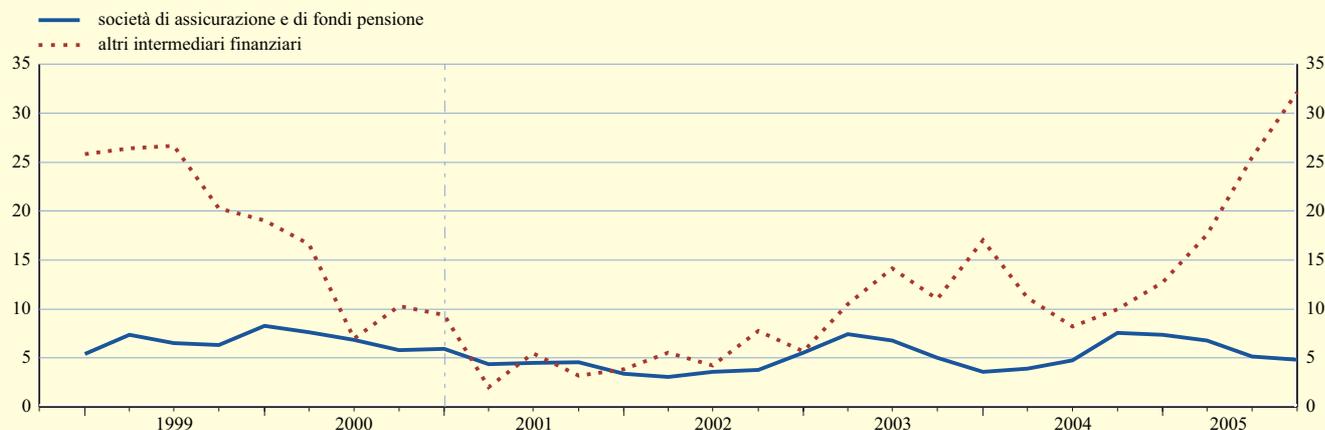
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
2005 1° trim.	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
2005 apr.	602,6	65,7	50,6	462,5	1,3	1,3	21,1	704,5	209,6	143,9	210,7	13,1	0,1	127,1
mag.	602,5	65,5	50,4	461,9	1,6	1,3	21,8	729,8	217,4	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
giu.	596,3	61,4	48,6	463,0	1,1	1,6	20,5	791,7	226,3	148,9	264,5	11,1	0,1	140,7
lug.	603,7	64,3	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	799,2	223,5	155,8	267,6	11,6	0,1	140,5
ago.	604,1	59,1	50,8	466,1	1,1	1,6	25,4	797,4	217,2	157,4	268,1	11,4	0,1	143,2
set. ^(p)	602,9	60,1	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,6	242,7	169,6	276,3	10,6	0,1	134,4
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	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 1° trim.	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
2005 apr.	5,6	0,0	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	11,2	-3,8	9,6	5,4	1,6	0,0	-1,5
mag.	-0,5	-0,4	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	22,9	6,9	0,3	4,0	-0,6	0,0	12,4
giu.	-6,6	-4,6	-1,9	1,1	0,0	0,0	-1,2	24,0	7,2	0,9	15,0	-0,2	0,0	1,1
lug.	7,5	2,9	3,3	1,8	-0,1	0,0	-0,4	10,6	-2,6	7,0	5,9	0,5	0,0	-0,2
ago.	0,5	-5,2	-1,0	1,3	0,0	0,1	5,3	-1,9	-6,3	1,5	0,5	-0,3	0,0	2,7
set. ^(p)	-1,3	1,0	-0,1	0,7	0,0	0,0	-2,9	35,6	25,2	11,9	8,1	-0,8	0,0	-8,8
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	-	17,1
2005 mar.	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
2005 apr.	6,7	6,2	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	17,0	7,7	8,7	41,2	60,1	-	8,0
mag.	6,5	15,1	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,4	12,9	9,0	44,2	60,3	-	17,7
giu.	5,2	2,3	16,0	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,5	16,3	14,2	48,3	50,1	-	21,0
lug.	6,2	15,0	13,2	4,9	13,8	32,1	-8,3	27,2	19,7	18,8	47,4	56,2	-	18,6
ago.	6,3	10,0	9,1	5,1	11,4	32,6	13,8	28,3	23,1	15,9	44,2	55,2	-	25,2
set. ^(p)	4,8	-2,6	7,8	5,1	26,4	33,0	12,0	32,2	27,3	32,3	45,6	46,2	-	18,8

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⁾

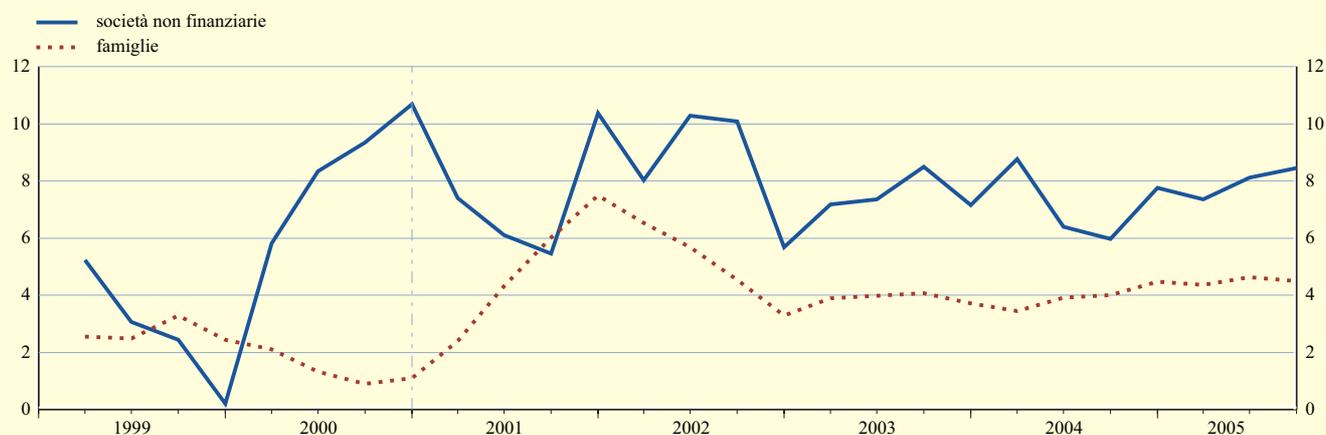
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 1° trim.	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
2005 apr.	1.102,1	678,8	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.	1.133,3	721,8	274,8	71,4	41,6	1,5	22,1	4.246,2	1.629,9	510,8	630,9	1.336,3	87,2	51,2
lug.	1.134,5	719,7	279,0	70,9	42,2	1,4	21,3	4.265,2	1.642,9	512,8	630,0	1.339,5	86,4	53,6
ago.	1.138,7	715,3	287,3	70,7	41,8	1,3	22,3	4.238,4	1.610,4	515,6	630,2	1.342,3	85,5	54,4
set. ^(p)	1.152,5	719,2	296,9	68,8	43,9	1,2	22,4	4.247,1	1.627,1	515,5	627,1	1.341,9	83,9	51,6
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	2,7
2005 1° trim.	-20,0	-0,5	-12,1	-1,1	-0,2	0,0	-6,1	14,8	5,4	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
2005 apr.	5,5	3,3	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.	7,8	12,1	-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.	19,7	25,5	-8,5	2,8	-0,4	-0,1	0,4	30,7	32,8	-4,2	0,2	3,4	-0,5	-1,0
lug.	1,5	-2,0	4,4	-0,5	0,6	-0,2	-0,7	19,2	13,1	2,2	-0,9	3,2	-0,8	2,5
ago.	5,8	-3,2	8,7	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	-26,6	-32,4	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
set. ^(p)	13,0	3,5	9,2	-1,9	2,0	0,0	0,1	7,9	16,5	-0,5	-3,2	-0,5	-1,5	-2,9
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 mar.	7,4	9,3	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
2005 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	10,2	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.	8,1	10,6	4,6	2,7	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,4	2,9	4,8	1,1	1,5
lug.	8,4	11,7	4,1	1,3	14,9	-17,5	-19,5	4,7	8,3	-0,9	2,6	4,7	0,1	2,0
ago.	8,8	11,7	7,1	1,0	12,5	-24,5	-22,5	4,5	7,8	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
set. ^(p)	8,5	9,0	10,8	-1,6	16,5	-26,5	-12,5	4,5	7,9	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0

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⁾

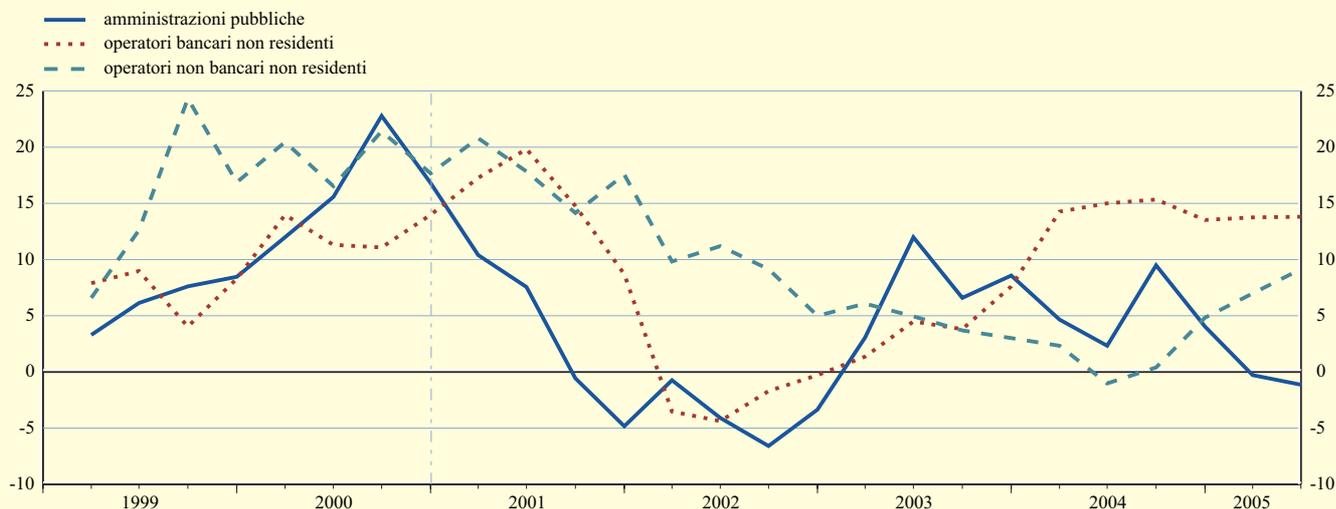
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	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.	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
2° trim. ^(p)	288,4	135,2	35,1	69,8	48,4	2.784,7	2.039,0	744,5	117,6	626,9
Transazioni										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 1° trim.	-12,2	-11,4	2,8	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
2° trim. ^(p)	18,5	8,9	1,7	2,2	5,7	42,0	47,5	-6,8	12,3	-19,1
Variazioni percentuali										
2003 dic.	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 dic.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 mar.	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
giu. ^(p)	-1,1	-13,7	19,4	8,3	16,9	12,6	13,8	9,1	14,8	8,1

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.

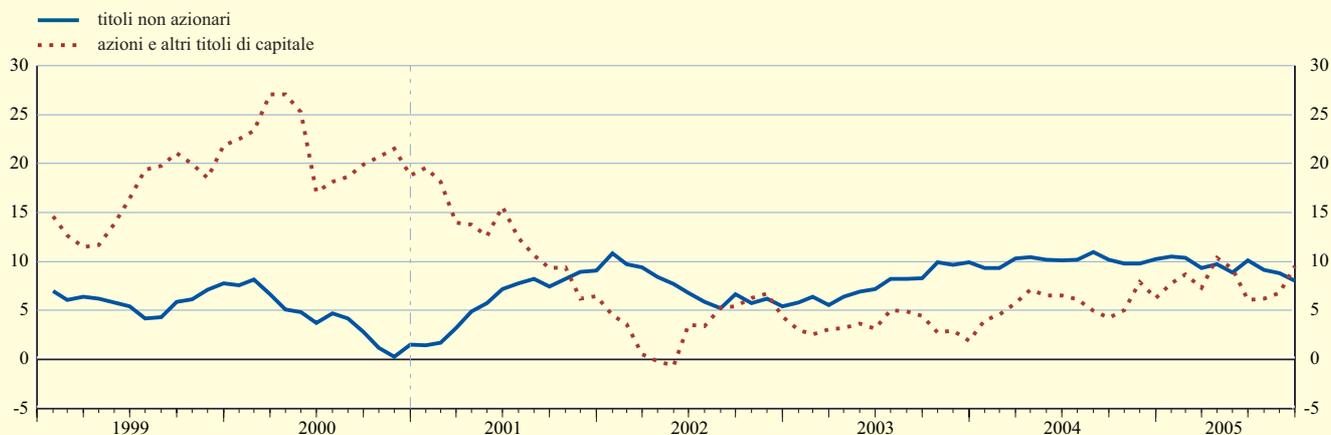
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	1.158,1	286,4	656,4	215,2
2005 1° trim.	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,8	15,8	464,9	16,3	797,9	1.217,0	296,1	674,4	246,5
2005 apr.	4.160,0	1.411,7	65,0	1.354,5	17,9	474,1	17,7	819,2	1.281,7	312,3	731,1	238,3
mag.	4.198,8	1.409,6	67,2	1.351,1	18,1	478,0	19,3	855,5	1.283,0	315,9	729,9	237,2
giu.	4.267,4	1.436,0	67,4	1.368,0	15,8	486,5	18,8	874,7	1.234,7	295,1	704,2	235,3
lug.	4.270,7	1.444,3	67,2	1.362,8	16,0	485,0	19,7	875,7	1.241,0	303,0	696,8	241,1
ago.	4.281,3	1.443,0	67,3	1.355,0	16,1	484,7	20,5	894,6	1.241,5	303,6	695,9	242,0
set. ^(p)	4.264,2	1.442,2	67,8	1.343,2	16,7	485,1	19,7	889,6	1.256,9	298,0	714,5	244,4
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	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	67,6	2,2	34,5	30,8
2005 1° trim.	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,1	9,4	16,1	31,6
2005 apr.	60,5	23,0	-2,1	9,5	1,9	8,5	1,3	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
mag.	16,4	-2,0	0,5	-6,3	-0,4	3,5	1,0	20,0	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
giu.	50,1	25,5	-0,4	8,5	-2,6	8,4	-0,7	11,6	-46,5	-14,7	-28,6	-3,2
lug.	7,2	7,4	0,4	-3,0	0,4	-2,3	1,0	3,3	0,1	3,5	-8,0	4,5
ago.	8,3	-2,3	0,1	-8,9	0,1	-0,9	0,7	19,4	0,1	0,9	-0,5	-0,3
set. ^(p)	-22,7	-1,8	-0,1	-10,6	0,4	-0,7	-0,9	-9,1	10,8	-1,1	12,4	-0,5
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	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 mar.	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,3	1,9	4,0	26,4
2005 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	7,4	11,5	10,8	21,4	9,3	5,1	8,7	17,4
giu.	10,1	11,4	7,6	1,4	-9,9	12,3	4,0	24,2	6,1	1,3	6,6	11,5
lug.	9,1	10,4	9,3	1,5	-6,5	11,6	15,8	19,6	6,2	3,2	6,7	8,7
ago.	8,8	9,9	7,2	0,9	-2,9	11,5	21,6	19,8	6,8	3,9	8,3	6,4
set. ^(p)	8,0	9,0	5,7	-0,2	3,0	12,0	10,4	19,3	9,5	5,3	10,5	12,5

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	-7,2	-2,8	-0,3	-4,1
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
2005 1° trim.	-1,3	-0,6	-0,2	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,1	-2,7	-1,1	-0,1	-1,6
2005 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.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5
lug.	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
ago.	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
set. ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,2

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2003	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005 1° trim.	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
2005 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.	-1,9	-1,0	-0,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,1
lug.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
ago.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
set. ^(p)	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

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

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														
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	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 1° trim.	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.833,0	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
2° trim. ^(p)	4.793,2	90,9	9,1	5,5	0,5	1,4	1,1	7.055,9	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
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	1.748,0	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.	1.935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
2° trim. ^(p)	2.039,0	45,8	54,2	35,9	2,3	3,0	9,8	744,5	52,3	47,7	30,9	1,5	2,2	9,9

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
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 1° trim.	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
2° trim. ^(p)	3.943,0	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0

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.

2.8 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														
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
2005 1° trim.	4.575,4	-	-	-	-	-	8.475,9	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
2° trim. ^(p)	4.529,3	-	-	-	-	-	8.726,8	96,4	3,6	1,7	0,2	1,3	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
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	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 1° trim.	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	672,7	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1
2° trim. ^(p)	1.579,6	49,5	50,5	31,1	3,8	2,2	8,8	712,2	40,5	59,5	43,3	1,1	4,4	7,3

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														
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	1.422,6	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.	1.455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
2° trim. ^(p)	1.503,5	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,4	1.889,2	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
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	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.	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
2° trim. ^(p)	395,6	47,0	53,0	30,9	0,9	0,5	17,9	475,4	41,4	58,6	34,0	7,4	0,8	10,0

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				
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.	3.714,2	265,5	1.561,6	72,8	1.488,9	1.226,1	316,9	151,1	193,0
2° trim. ^(p)	3.929,2	272,1	1.642,1	83,3	1.558,8	1.294,5	346,5	154,7	219,3

2. Passività

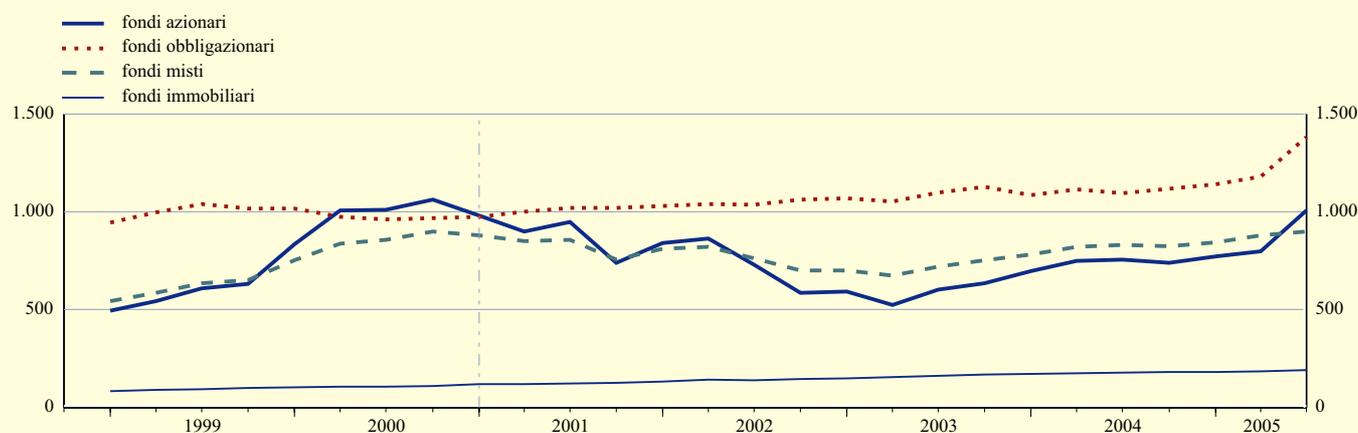
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
3° trim.	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
4° trim.	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 1° trim.	3.714,2	56,0	3.483,8	174,4
2° trim. ^(p)	3.929,2	53,3	3.683,6	192,2

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
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.	3.714,2	797,8	1.179,9	880,9	186,2	669,5	2.759,1	955,1
2° trim. ^(p)	3.929,2	1.007,1	1.381,9	898,7	191,2	450,3	2.929,7	999,5

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									
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.	797,8	31,2	33,9	3,7	30,2	675,5	28,9	-	28,2
2° trim. ^(p)	1.007,1	41,4	38,8	4,0	34,8	862,5	33,4	-	31,0
Fondi obbligazionari									
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.	1.179,9	90,3	964,5	41,2	923,3	36,4	26,0	-	62,6
2° trim. ^(p)	1.381,9	101,7	1.130,5	53,4	1.077,1	35,4	30,0	-	84,3
Fondi misti									
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.	880,9	55,9	358,7	20,7	338,0	290,7	124,8	0,1	50,6
2° trim. ^(p)	898,7	59,8	385,7	19,5	366,2	255,1	134,2	0,2	63,6
Fondi immobiliari									
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.	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3
2° trim. ^(p)	191,2	13,0	7,6	0,7	6,9	1,0	7,0	154,3	8,4

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							
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.	2.759,1	223,4	1.045,4	979,8	240,2	130,7	139,5
2° trim. ^(p)	2.929,7	228,1	1.110,0	1.036,4	259,2	133,7	162,5
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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.	955,1	42,1	516,2	246,2	76,7	20,4	53,5
2° trim. ^(p)	999,5	43,9	532,1	258,2	87,3	21,0	56,8

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- nistrizioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾			
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze												
2003 4° trim.	15.657,3	5.883,9	352,4	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	192,6	347,3	
2004 1° trim.	15.869,1	5.914,7	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,4	396,7	
2° trim.	16.151,3	6.051,9	372,1	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,2	397,2	
3° trim.	16.240,3	6.076,3	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	204,4	394,9	
4° trim.	16.597,9	6.234,8	413,5	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	224,0	386,8	
2005 1° trim.	16.878,2	6.251,4	408,4	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	222,2	428,7	
Transazioni												
2003 4° trim.	162,8	127,5	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	11,0	
2004 1° trim.	148,6	28,3	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,8	44,2	
2° trim.	291,0	139,5	21,2	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,2	0,0	
3° trim.	120,3	28,8	11,5	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,2	1,7	
4° trim.	165,3	167,3	30,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,6	4,4	
2005 1° trim.	168,7	16,0	-5,0	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,5	35,1	
Variazioni percentuali												
2003 4° trim.	4,7	5,6	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	25,3	
2004 1° trim.	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,5	26,1	
2° trim.	4,8	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,8	21,9	
3° trim.	4,7	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,5	
4° trim.	4,6	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,3	14,5	
2005 1° trim.	4,7	5,9	16,4	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,1	10,4	
Titoli non azionari												
			Azioni ²⁾					Riserve tecniche di assicurazione				
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in 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 4° trim.	1.904,9	191,0	1.713,9	3.932,1	2.036,3	1.895,8	406,6	3.936,3	3.561,1	375,2		
2004 1° trim.	1.923,8	198,8	1.725,0	4.020,8	2.070,1	1.950,7	420,9	4.009,8	3.624,7	385,1		
2° trim.	1.955,2	215,5	1.739,7	4.068,1	2.125,5	1.942,6	424,2	4.076,1	3.686,5	389,5		
3° trim.	1.974,6	214,8	1.759,8	4.034,8	2.097,1	1.937,7	424,7	4.154,6	3.761,5	393,1		
4° trim.	1.967,5	202,0	1.765,6	4.166,4	2.216,1	1.950,3	407,4	4.229,1	3.831,9	397,2		
2005 1° trim.	2.006,4	212,8	1.793,6	4.299,4	2.306,4	1.993,0	415,7	4.321,0	3.916,3	404,7		
Transazioni												
2003 4° trim.	1,3	11,5	-10,2	-17,6	-17,8	0,1	-10,2	51,7	51,1	0,6		
2004 1° trim.	10,7	7,6	3,1	37,2	7,1	30,1	15,1	72,4	62,5	9,9		
2° trim.	37,4	16,0	21,4	58,3	58,0	0,3	-0,5	55,8	51,4	4,5		
3° trim.	15,3	-0,2	15,5	13,5	10,6	2,9	-2,2	62,7	59,1	3,6		
4° trim.	-18,9	-13,8	-5,1	-49,6	-37,4	-12,2	-15,8	66,5	62,5	4,0		
2005 1° trim.	44,9	8,9	36,0	29,7	1,5	28,2	8,9	78,1	69,7	8,5		
Variazioni percentuali												
2003 4° trim.	-1,2	-2,5	-1,1	4,2	1,3	7,1	8,5	6,9	7,1	4,7		
2004 1° trim.	-1,0	1,4	-1,2	3,7	2,1	5,1	2,8	6,6	6,8	5,4		
2° trim.	3,0	20,8	1,1	3,4	4,0	2,9	1,7	6,3	6,4	5,1		
3° trim.	3,3	18,8	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,2	6,4	4,9		
4° trim.	2,3	5,0	2,0	1,5	1,9	1,1	-0,8	6,5	6,6	5,8		
2005 1° trim.	4,1	5,5	3,9	1,3	1,6	1,0	-2,3	6,6	6,7	5,3		

Fonte: BCE.

1) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311 nel SEC 95) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123 nel SEC 95) e società di assicurazione e fondi pensione (S125 nel SEC 95).

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 4° trim.	16.655,7	8.496,4	7.395,7	965,1	82,3	882,7	3.664,5	1.167,3	2.497,2	3.866,8	284,6	3.582,2	266,5
2004 1° trim.	17.008,5	8.542,0	7.463,0	977,2	86,3	890,9	3.649,3	1.163,7	2.485,5	3.915,5	278,7	3.636,8	338,5
2° trim.	17.219,1	8.696,5	7.593,6	978,2	91,7	886,5	3.694,0	1.172,9	2.521,1	4.024,3	290,7	3.733,6	335,8
3° trim.	17.329,1	8.775,8	7.671,3	974,8	90,4	884,3	3.695,2	1.153,2	2.542,0	4.105,8	288,0	3.817,8	309,1
4° trim.	17.694,9	8.904,6	7.794,7	973,0	80,9	892,1	3.745,9	1.177,1	2.568,8	4.185,7	293,4	3.892,4	317,9
2005 1° trim.	18.065,3	8.991,9	7.878,6	968,9	77,4	891,5	3.777,1	1.179,2	2.597,9	4.245,9	293,3	3.952,6	331,8
Transazioni													
2003 4° trim.	133,9	117,3	118,2	23,2	9,8	13,5	15,3	-17,2	32,6	78,7	3,8	74,9	-1,4
2004 1° trim.	209,6	54,8	74,3	13,6	4,0	9,6	-12,8	-3,8	-9,0	54,1	-4,4	58,5	66,7
2° trim.	277,7	161,4	134,5	-0,6	5,3	-5,9	69,5	16,3	53,3	92,5	8,7	83,7	-2,8
3° trim.	152,0	79,4	86,1	-3,1	-1,3	-1,8	-1,4	-17,2	15,8	84,0	-2,3	86,2	-23,3
4° trim.	117,1	141,1	139,6	-1,8	-9,5	7,7	62,9	24,8	38,1	80,1	6,7	73,4	18,5
2005 1° trim.	234,7	85,1	87,9	-4,8	-3,5	-1,3	25,6	5,2	20,4	64,3	0,8	63,5	31,6
Variazioni percentuali													
2003 4° trim.	4,9	5,0	4,6	2,0	35,5	-0,5	3,4	0,1	5,0	7,4	-1,9	8,2	13,1
2004 1° trim.	4,6	4,5	4,7	3,4	25,9	1,5	1,8	-1,7	3,5	7,4	-0,7	8,1	35,4
2° trim.	4,6	5,0	5,3	4,5	28,3	2,4	2,2	-2,5	4,5	7,9	0,9	8,5	33,6
3° trim.	4,7	5,0	5,7	3,8	24,5	1,9	1,9	-1,9	3,7	8,1	2,1	8,6	14,2
4° trim.	4,5	5,1	5,9	0,8	-1,8	1,1	3,2	1,7	3,9	8,0	3,1	8,4	22,2
2005 1° trim.	4,6	5,5	6,0	-1,1	-10,4	-0,2	4,3	2,5	5,1	8,2	5,0	8,4	7,1

	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 4° trim.	4.958,7	4.341,1	551,4	3.789,6	617,7	196,7	421,0	2.726,3	181,7	292,5		
2004 1° trim.	5.146,9	4.531,1	594,4	3.936,7	615,7	209,0	406,8	2.834,1	189,0	296,5		
2° trim.	5.197,2	4.566,0	619,9	3.946,0	631,3	219,0	412,3	2.842,8	181,9	300,7		
3° trim.	5.290,8	4.651,1	617,5	4.033,6	639,7	217,4	422,3	2.763,5	194,0	305,0		
4° trim.	5.297,2	4.661,4	585,0	4.076,4	635,8	213,2	422,6	2.980,1	213,5	299,5		
2005 1° trim.	5.420,8	4.766,3	594,4	4.171,9	654,5	231,3	423,2	3.138,3	212,0	302,3		
Transazioni												
2003 4° trim.	4,5	-4,2	-14,2	10,0	8,7	0,8	7,9	0,2	7,4	4,4		
2004 1° trim.	142,5	149,3	42,7	106,6	-6,8	12,4	-19,2	2,1	7,3	2,9		
2° trim.	118,5	100,8	25,4	75,4	17,7	10,7	7,1	1,8	-7,1	3,1		
3° trim.	51,3	41,0	-1,1	42,1	10,3	-1,0	11,2	5,9	12,1	3,2		
4° trim.	-49,6	-45,0	-32,9	-12,1	-4,6	-4,2	-0,5	2,4	19,4	3,8		
2005 1° trim.	143,1	120,5	7,7	112,8	22,6	19,2	3,4	3,9	-0,2	2,8		
Variazioni percentuali												
2003 4° trim.	6,5	5,8	13,8	4,8	11,6	22,2	7,2	0,8	8,9	4,9		
2004 1° trim.	6,1	6,3	11,1	5,7	4,7	14,0	0,6	1,0	7,5	4,8		
2° trim.	6,1	6,5	8,2	6,2	3,4	15,8	-2,0	0,3	4,8	4,7		
3° trim.	6,3	6,5	9,4	6,1	4,9	11,9	1,7	0,4	11,3	4,7		
4° trim.	5,3	5,7	6,2	5,6	2,7	9,1	-0,3	0,4	17,5	4,5		
2005 1° trim.	5,1	4,8	-0,1	5,5	7,5	11,8	5,2	0,5	12,8	4,4		

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 4° trim.	3.633,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	349,0	60,0	289,0	1.476,3	59,4	1.416,9
2004 1° trim.	3.759,9	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	349,3	60,8	288,5	1.541,0	62,0	1.479,0
2° trim.	3.774,7	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	342,6	59,0	283,5	1.544,3	63,4	1.480,9
3° trim.	3.837,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	348,7	62,2	286,5	1.589,8	63,3	1.526,5
4° trim.	3.918,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	329,0	56,0	273,0	1.644,5	61,9	1.582,6
2005 1° trim.	4.043,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	332,6	58,7	273,9	1.695,7	62,4	1.633,3
	Transazioni											
2003 4° trim.	71,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-3,7	1,2	-4,9	50,2	-1,4	51,6
2004 1° trim.	81,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	0,0	0,6	-0,6	47,0	2,3	44,7
2° trim.	26,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,7	-1,6	-5,0	24,4	0,9	23,5
3° trim.	54,3	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,6	3,0	29,4	-0,6	30,0
4° trim.	52,1	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-19,4	-5,9	-13,5	51,5	-0,5	52,0
2005 1° trim.	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	3,7	2,8	0,9	48,6	0,3	48,2
	Variazioni percentuali											
2003 4° trim.	6,7	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	0,2	-13,1	3,5	11,3	14,7	11,1
2004 1° trim.	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	-0,1	0,4	-0,2	10,5	11,7	10,5
2° trim.	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-3,0	-2,4	-3,1	10,6	8,4	10,7
3° trim.	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	-1,3	4,8	-2,6	10,5	1,9	10,9
4° trim.	5,9	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-7,1	-5,6	10,3	3,4	10,6
2005 1° trim.	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-4,8	-3,5	-5,1	10,0	0,1	10,4

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Azioni ¹⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in 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 4° trim.	1.157,5	526,5	631,0	64,1	107,8	3.914,3	54,9	35,4	23,0	189,9	3.646,4	3.112,5	534,0
2004 1° trim.	1.200,8	539,6	661,2	63,4	111,5	4.009,4	64,7	46,3	23,7	190,9	3.730,1	3.182,9	547,2
2° trim.	1.209,9	538,6	671,2	63,6	112,6	4.079,2	71,1	53,7	24,2	193,3	3.790,6	3.238,3	552,3
3° trim.	1.210,5	531,2	679,4	63,1	114,6	4.135,5	68,8	52,5	22,6	185,7	3.858,3	3.300,6	557,8
4° trim.	1.245,6	553,3	692,3	68,4	115,9	4.222,2	65,5	48,6	23,6	207,1	3.926,0	3.364,5	561,5
2005 1° trim.	1.299,2	601,4	697,8	68,5	119,2	4.332,3	74,2	58,2	24,4	219,5	4.014,3	3.441,2	573,0
	Transazioni												
2003 4° trim.	21,8	6,7	15,1	4,1	-7,2	42,6	-9,6	-8,9	2,5	5,0	44,7	43,4	1,3
2004 1° trim.	16,2	-1,1	17,3	-0,8	3,6	81,3	9,6	10,8	0,4	0,8	70,5	57,3	13,2
2° trim.	0,0	-7,5	7,5	-0,1	1,1	58,2	6,1	7,0	0,6	0,1	51,5	46,5	5,1
3° trim.	9,0	3,2	5,7	-0,5	2,1	58,1	-2,3	-1,1	-1,3	2,1	59,5	54,1	5,5
4° trim.	8,7	0,9	7,8	5,4	1,4	53,6	-3,0	-3,6	0,7	0,1	55,9	52,2	3,6
2005 1° trim.	23,4	5,5	17,9	0,2	3,2	84,7	7,8	8,6	0,7	0,1	76,0	63,5	12,5
	Variazioni percentuali												
2003 4° trim.	5,3	2,6	7,5	11,3	-1,1	7,1	16,7	12,7	26,4	6,2	6,9	7,3	4,7
2004 1° trim.	6,6	3,6	8,8	5,9	-0,1	6,9	7,5	8,5	25,4	8,3	6,7	6,9	5,2
2° trim.	4,5	0,7	7,5	-1,7	-0,9	6,4	12,3	18,8	23,7	3,5	6,3	6,6	4,8
3° trim.	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,2	6,0	17,5	10,9	4,8	6,3	6,5	4,7
4° trim.	2,9	-0,8	6,1	6,3	7,6	6,4	19,0	36,9	1,7	1,6	6,5	6,7	5,1
2005 1° trim.	3,4	0,4	5,9	8,0	7,0	6,3	13,3	23,7	2,8	1,2	6,5	6,8	4,9

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

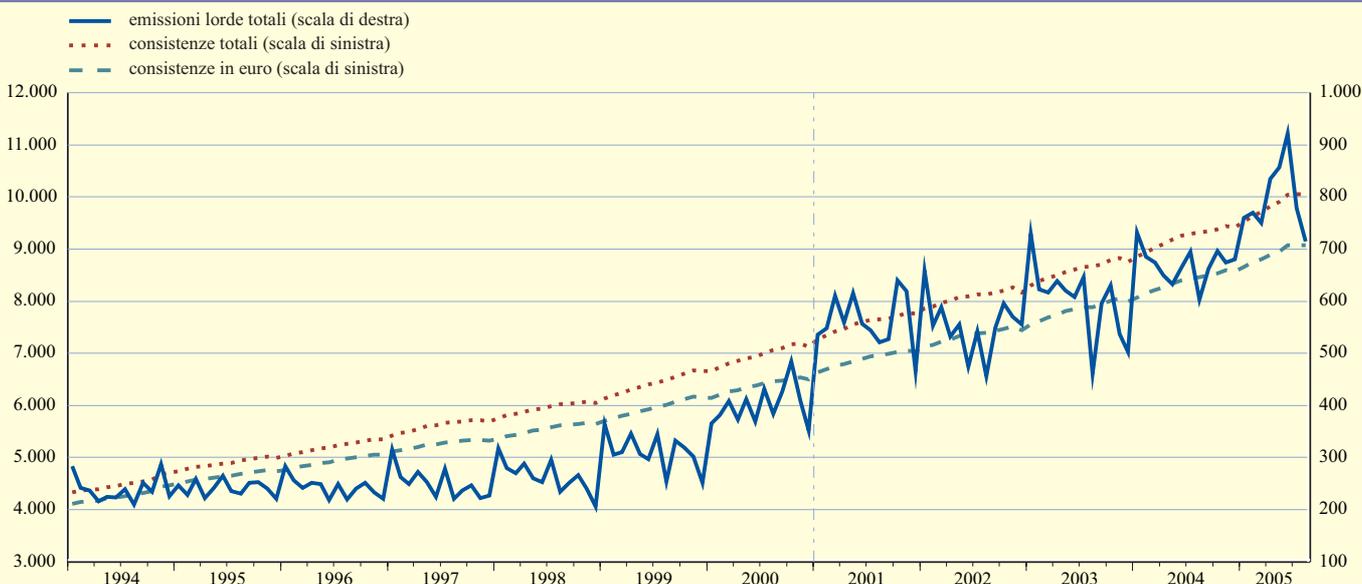
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2004 ago.	9.796,7	619,8	29,3	8.457,1	572,0	12,8	9.314,2	603,7	13,5	7,3	45,2	7,2
set.	9.909,8	725,3	108,8	8.501,6	627,7	40,5	9.347,2	661,4	39,9	7,0	40,5	6,9
ott.	9.935,3	712,2	21,7	8.534,6	652,7	30,2	9.383,7	696,7	40,3	6,6	38,9	6,6
nov.	10.026,5	703,7	84,8	8.596,6	635,9	55,7	9.440,3	674,0	58,6	6,7	61,8	6,5
dic.	10.030,7	706,6	4,8	8.574,9	648,2	-21,3	9.413,4	680,5	-22,5	7,2	77,2	6,6
2005 gen.	10.096,1	763,3	52,8	8.652,6	712,5	65,1	9.525,8	759,5	81,3	7,0	43,3	6,7
feb.	10.216,5	792,9	117,2	8.760,0	726,7	104,4	9.639,3	769,2	114,4	7,4	79,1	7,5
mar.	10.324,3	798,1	106,9	8.805,5	704,4	44,3	9.707,8	750,4	54,6	7,1	36,0	7,3
apr.	10.380,1	834,3	52,4	8.892,3	788,4	83,1	9.819,0	834,9	99,4	7,4	84,3	8,3
mag.	10.442,5	871,0	62,8	8.952,0	817,4	60,0	9.908,5	856,9	64,5	7,1	34,8	7,6
giu.	10.630,6	994,0	186,2	9.074,6	872,4	121,0	10.046,8	922,1	130,7	7,7	133,9	8,8
lug.	.	.	.	9.077,8	737,4	2,7	10.053,4	778,6	5,7	7,3	2,7	7,9
ago.	.	.	.	9.069,4	675,7	-14,1	10.054,0	714,9	-5,9	7,1	32,0	6,8
A lungo termine												
2004 ago.	8.878,0	87,2	25,3	7.620,3	65,4	10,6	8.368,5	75,3	15,5	7,6	41,9	7,2
set.	8.972,6	191,6	89,7	7.675,9	143,8	50,7	8.418,3	157,0	52,4	7,3	47,5	7,2
ott.	9.009,3	174,0	33,8	7.693,1	139,2	15,3	8.439,1	158,0	25,8	7,0	34,2	7,0
nov.	9.085,2	168,7	70,1	7.748,8	138,3	50,1	8.493,3	155,1	59,5	7,1	63,6	6,9
dic.	9.110,3	148,5	24,8	7.765,7	124,7	16,2	8.501,2	136,1	16,2	7,4	62,5	6,9
2005 gen.	9.180,1	198,5	59,8	7.826,9	174,9	51,3	8.588,7	195,0	61,9	7,7	62,4	7,7
feb.	9.296,1	220,6	113,5	7.924,0	180,3	94,7	8.691,4	199,4	103,2	7,8	73,4	8,4
mar.	9.370,5	202,6	73,9	7.974,3	163,4	49,6	8.758,6	183,8	57,5	7,8	47,5	8,3
apr.	9.423,1	181,8	50,9	8.035,0	163,8	58,8	8.838,4	181,7	70,2	8,0	66,0	9,1
mag.	9.490,7	178,5	66,2	8.095,5	150,2	58,9	8.925,8	165,5	65,0	7,6	38,2	8,4
giu.	9.669,4	296,9	174,9	8.239,9	231,6	140,9	9.089,8	254,1	151,0	8,6	138,6	10,2
lug.	.	.	.	8.233,3	130,5	-6,7	9.086,6	145,1	-2,1	8,1	-2,5	8,5
ago.	.	.	.	8.218,7	61,0	-17,5	9.082,4	74,4	-10,1	7,8	21,1	7,2

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.

2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde					
	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	8.750	3.353	665	591	3.923	219	7.209	4.487	245	911	1.479	87
2004	9.413	3.714	735	594	4.120	250	8.049	5.252	222	1.028	1.464	83
2004 3° trim.	9.347	3.644	690	603	4.169	242	1.960	1.313	41	256	334	16
4° trim.	9.413	3.714	735	594	4.120	250	2.051	1.434	84	228	284	20
2005 1° trim.	9.708	3.850	755	606	4.238	259	2.279	1.544	50	248	412	25
2° trim.	10.047	3.993	830	617	4.341	266	2.614	1.802	108	281	399	23
2005 mag.	9.909	3.937	792	622	4.296	262	857	600	29	97	126	4
giu.	10.047	3.993	830	617	4.341	266	922	632	48	99	133	11
lug.	10.053	4.014	830	617	4.325	268	779	550	14	88	119	8
ago.	10.054	4.030	827	617	4.313	268	715	545	8	81	77	4
	A breve termine											
2003	861	390	6	94	367	3	5.333	3.698	41	796	768	29
2004	912	447	7	90	362	5	6.147	4.383	44	931	756	33
2004 3° trim.	929	412	6	100	405	6	1.555	1.119	11	230	186	9
4° trim.	912	447	7	90	362	5	1.602	1.223	12	205	155	7
2005 1° trim.	949	457	8	105	374	5	1.701	1.262	12	229	188	9
2° trim.	957	462	7	105	377	5	2.013	1.558	11	258	178	8
2005 mag.	983	477	8	115	378	5	691	537	3	92	56	3
giu.	957	462	7	105	377	5	668	519	3	86	57	3
lug.	967	475	7	103	376	5	633	490	4	81	56	3
ago.	972	481	7	102	376	5	641	501	4	77	56	3
	A lungo termine¹⁾											
2003	7.889	2.962	659	497	3.556	216	1.876	788	203	115	711	58
2004	8.501	3.266	728	504	3.758	245	1.902	869	179	97	708	49
2004 3° trim.	8.418	3.232	684	503	3.764	236	406	194	30	25	148	8
4° trim.	8.501	3.266	728	504	3.758	245	449	211	72	24	129	13
2005 1° trim.	8.759	3.393	747	501	3.863	254	578	281	37	19	224	16
2° trim.	9.090	3.530	822	512	3.965	260	601	245	98	24	221	14
2005 mag.	8.926	3.460	784	507	3.917	257	166	63	26	6	70	1
giu.	9.090	3.530	822	512	3.965	260	254	113	45	12	76	8
lug.	9.087	3.539	822	514	3.949	263	145	60	10	7	63	5
ago.	9.082	3.548	819	515	3.937	263	74	44	4	4	21	1
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2003	6.117	1.885	406	421	3.240	165	1.287	415	114	91	626	41
2004	6.380	1.929	416	414	3.436	186	1.193	408	69	61	620	36
2004 3° trim.	6.392	1.951	408	417	3.436	180	248	87	9	14	132	6
4° trim.	6.380	1.929	416	414	3.436	186	259	93	26	15	117	9
2005 1° trim.	6.517	1.969	426	409	3.517	196	387	137	21	15	199	15
2° trim.	6.674	2.003	445	416	3.607	203	343	101	28	15	187	12
2005 mag.	6.601	1.984	433	412	3.573	199	97	24	6	3	63	1
giu.	6.674	2.003	445	416	3.607	203	140	46	15	9	63	7
lug.	6.650	1.998	440	415	3.590	205	93	24	3	4	59	3
ago.	6.649	2.003	437	416	3.589	205	45	23	2	2	17	1
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2003	1.579	959	249	59	262	51	508	337	90	12	53	16
2004	1.869	1.148	309	77	275	59	619	404	109	32	60	14
2004 3° trim.	1.772	1.101	273	73	269	56	136	95	21	10	9	2
4° trim.	1.869	1.148	309	77	275	59	175	105	47	7	12	4
2005 1° trim.	1.956	1.212	317	79	291	58	167	129	16	3	17	2
2° trim.	2.113	1.291	374	83	308	57	235	128	70	7	28	2
2005 mag.	2.033	1.250	348	81	297	58	62	34	20	2	5	0
giu.	2.113	1.291	374	83	308	57	105	60	30	3	11	1
lug.	2.127	1.301	379	84	307	57	44	31	7	2	2	1
ago.	2.129	1.300	379	85	308	57	22	16	2	1	2	0

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

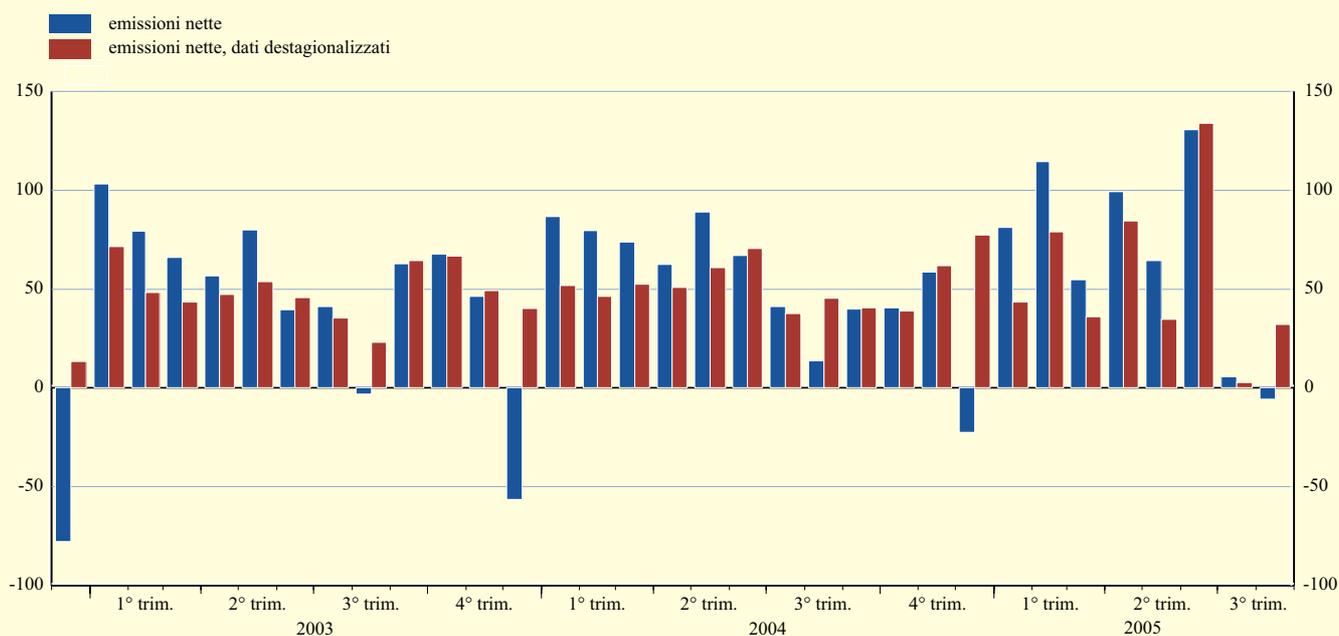
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	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	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2003	582,7	194,4	118,1	53,7	176,7	39,9	588,8	195,9	115,6	53,7	183,4	40,2
2004	629,8	318,1	74,3	8,4	197,6	31,5	633,8	320,8	72,4	8,1	200,8	31,7
2004 3° trim.	94,7	60,6	3,1	0,5	27,4	3,1	123,3	69,5	7,7	2,2	39,3	4,6
4° trim.	76,4	69,5	50,5	-4,4	-47,6	8,4	177,9	97,9	36,5	1,0	34,6	7,9
2005 1° trim.	250,3	103,1	13,2	13,7	111,3	9,0	158,4	60,6	29,3	10,2	50,0	8,3
2° trim.	294,6	111,1	70,7	8,7	98,1	6,0	253,0	115,5	63,6	4,8	63,5	5,5
2005 mag.	64,5	13,6	18,0	5,5	28,0	-0,6	34,8	11,8	18,5	1,1	3,7	-0,3
giu.	130,7	51,4	36,7	-5,2	44,2	3,5	133,9	64,6	32,3	-3,5	37,0	3,5
lug.	5,7	19,5	0,1	-0,3	-16,3	2,7	2,7	10,1	-6,9	-4,9	1,0	3,4
ago.	-5,9	8,3	-2,8	0,7	-11,6	-0,5	32,0	26,3	7,6	2,7	-5,4	0,8
	A lungo termine											
2003	529,5	185,8	118,8	51,2	133,3	40,5	530,7	186,4	116,4	51,1	135,9	40,8
2004	587,1	270,1	72,9	12,0	202,3	29,8	590,2	271,1	71,1	11,9	206,1	30,1
2004 3° trim.	102,2	64,9	2,3	8,9	23,9	2,2	122,4	65,4	6,8	10,7	35,9	3,6
4° trim.	101,5	43,3	49,2	5,3	-5,4	9,1	160,3	70,1	35,3	4,1	41,8	8,9
2005 1° trim.	222,6	103,0	12,8	-1,2	99,3	8,7	183,3	76,7	29,1	3,1	66,8	7,5
2° trim.	286,3	104,6	71,0	8,6	96,0	6,1	242,8	102,7	63,6	3,4	67,4	5,8
2005 mag.	65,0	21,7	18,5	1,9	23,5	-0,6	38,2	15,8	18,7	-0,7	4,6	-0,3
giu.	151,0	60,5	37,0	4,1	45,9	3,5	138,6	65,8	32,3	1,0	36,1	3,4
lug.	-2,1	8,9	0,1	1,9	-15,9	2,8	-2,5	1,7	-6,6	-0,9	-0,6	3,9
ago.	-10,1	2,4	-2,5	1,7	-11,2	-0,5	21,1	13,5	8,0	4,1	-4,9	0,5

FI4 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



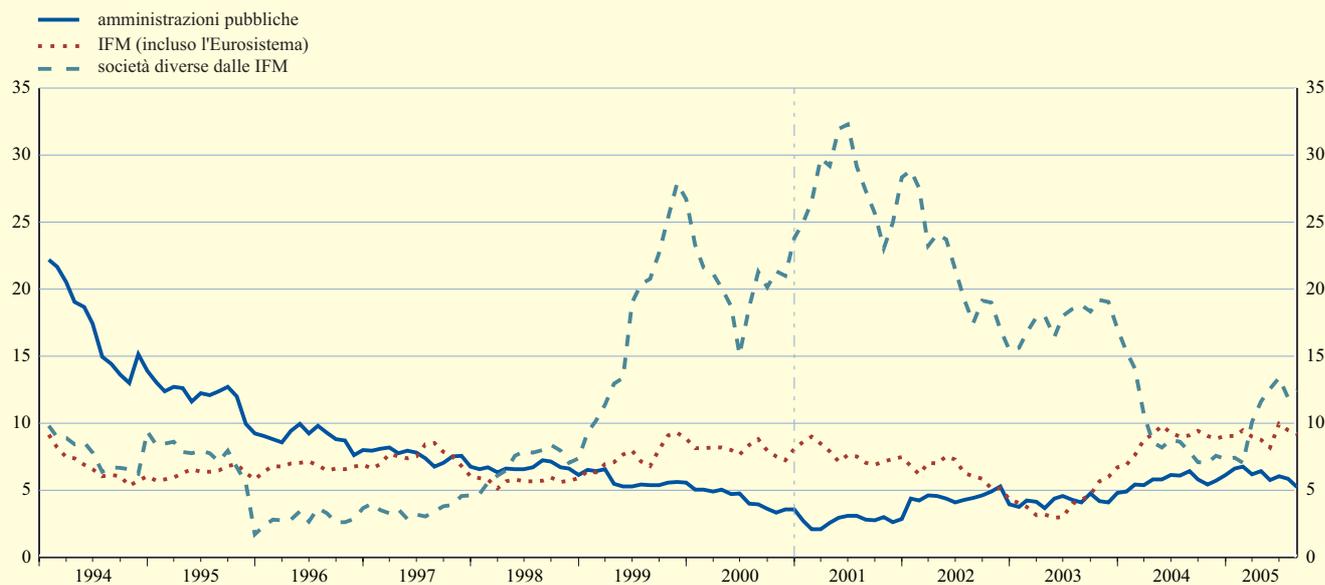
Fonte: BCE.

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

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2004 ago.	7,3	8,8	11,1	3,5	5,6	16,8	7,2	9,7	6,6	3,1	5,6	10,3
set.	7,0	9,0	9,2	3,8	5,0	15,4	6,9	8,6	9,3	5,0	5,1	10,2
ott.	6,6	8,8	9,1	3,2	4,5	14,2	6,6	8,3	12,1	4,7	4,3	9,9
nov.	6,7	8,6	10,4	3,2	4,7	14,5	6,5	7,8	17,0	4,0	3,8	13,0
dic.	7,2	9,4	11,2	1,4	5,0	14,4	6,6	9,6	13,3	1,1	3,6	10,7
2005 gen.	7,0	8,7	11,0	2,6	5,1	15,1	6,7	8,3	15,2	0,6	4,4	16,1
feb.	7,4	9,4	11,1	3,0	5,3	13,0	7,5	9,1	15,9	2,7	4,9	15,6
mar.	7,1	8,7	14,4	4,3	4,6	11,9	7,3	8,9	19,9	3,8	4,1	13,7
apr.	7,4	8,9	15,8	5,4	4,7	12,7	8,3	9,5	19,5	6,1	5,3	15,6
mag.	7,1	8,4	18,4	4,7	4,2	11,7	7,6	8,9	19,8	5,4	4,6	10,5
giu.	7,7	9,6	20,0	3,1	4,6	11,1	8,8	9,5	27,0	5,1	5,5	11,3
lug.	7,3	9,2	18,7	1,5	4,3	12,7	7,9	10,1	22,5	2,5	4,1	9,5
ago.	7,1	9,2	19,0	2,2	3,7	11,9	6,8	9,2	22,3	1,7	2,6	8,4
	A lungo termine											
2004 ago.	7,6	9,1	11,3	3,5	5,9	16,4	7,2	9,2	6,5	0,9	6,4	9,6
set.	7,3	9,4	9,2	4,4	5,3	14,6	7,2	8,6	9,0	6,3	5,8	8,7
ott.	7,0	9,1	9,2	4,3	4,9	13,5	7,0	8,2	12,0	9,3	4,6	9,2
nov.	7,1	8,8	10,4	3,8	5,2	13,5	6,9	7,5	16,8	7,7	4,2	12,1
dic.	7,4	9,0	11,1	2,4	5,7	13,8	6,9	8,8	12,8	6,1	4,2	10,9
2005 gen.	7,7	9,0	10,9	2,8	6,1	14,8	7,7	8,8	14,7	2,8	5,5	16,0
feb.	7,8	9,5	10,9	1,9	6,4	12,6	8,4	9,8	15,4	2,7	6,3	15,6
mar.	7,8	9,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,3	9,3	19,7	2,9	5,9	14,3
apr.	8,0	8,7	15,6	6,1	6,0	12,6	9,1	9,2	19,2	3,2	7,5	16,2
mag.	7,6	8,2	18,2	4,9	5,4	11,7	8,4	8,9	19,6	2,0	6,6	11,3
giu.	8,6	9,9	19,8	4,4	5,7	11,1	10,2	11,1	27,3	2,6	7,2	11,1
lug.	8,1	9,5	18,6	2,7	5,4	13,0	8,5	10,1	22,6	2,7	5,2	10,1
ago.	7,8	9,2	18,9	3,5	4,8	12,1	7,2	8,7	22,7	4,3	3,4	8,9

F15 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 sui dodici mesi)



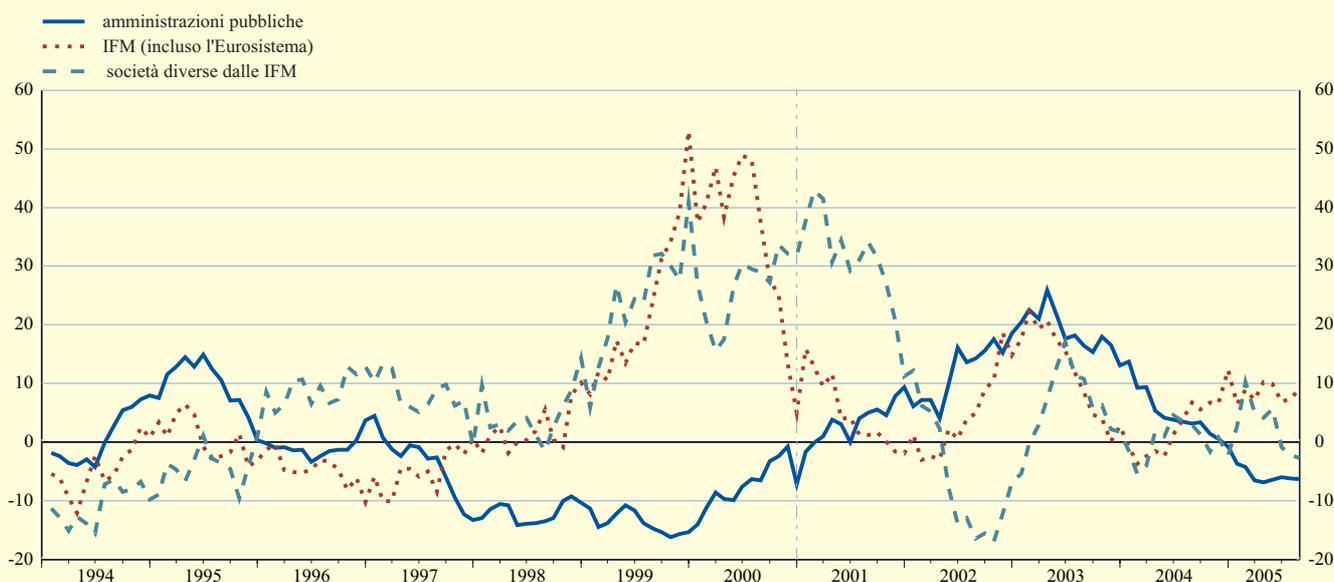
Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
2003	5,2	2,1	15,3	12,1	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,4	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,1	0,6	26,4
2004 3° trim.	4,9	3,1	3,5	1,4	6,2	13,5	17,6	19,2	27,1	18,2	3,3	25,1
4° trim.	4,3	2,4	2,6	0,8	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,0	2,3	18,7
2005 1° trim.	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	27,7	7,7	12,4
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,8	19,3	18,9	34,8	26,6	8,5	3,0
2005 mar.	4,5	2,4	5,8	0,6	5,6	13,6	18,9	19,5	28,2	27,3	9,3	5,1
apr.	5,1	2,5	5,4	2,3	6,3	15,1	18,7	18,6	32,6	26,6	7,8	5,2
mag.	4,6	2,2	6,2	0,9	5,6	15,1	18,8	17,7	38,0	26,1	7,7	1,5
giu.	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,7	22,0	21,5	38,9	27,0	10,8	0,0
lug.	4,6	2,9	6,3	0,3	5,2	16,6	20,6	20,4	37,1	15,8	10,1	1,7
ago.	4,5	3,1	6,3	0,9	5,0	15,9	19,8	19,1	37,9	16,6	10,0	0,5
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,5	12,4	4,2	21,3	8,6	7,6	51,2	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,4	0,5	25,3
2004 3° trim.	4,7	1,2	7,5	-0,2	6,4	13,8	16,9	18,4	27,3	15,7	3,3	24,0
4° trim.	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,2	19,7	22,9	26,5	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,3	24,0	26,7	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	24,7	8,9	3,7
2005 mar.	4,2	0,2	10,2	-0,2	5,6	13,8	18,1	17,9	28,4	26,7	9,7	5,3
apr.	4,8	0,2	9,2	1,8	6,4	15,4	18,1	17,5	32,8	24,6	8,2	5,4
mag.	4,2	0,1	10,3	0,5	5,6	15,5	18,6	17,0	38,1	23,8	8,1	2,6
giu.	4,5	0,9	11,5	0,5	5,4	15,2	21,9	21,2	38,7	25,0	11,4	1,0
lug.	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,2	20,4	19,8	36,9	17,0	10,6	2,8
ago.	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,4	19,6	18,3	37,7	18,0	10,5	1,5

F16 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 sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

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

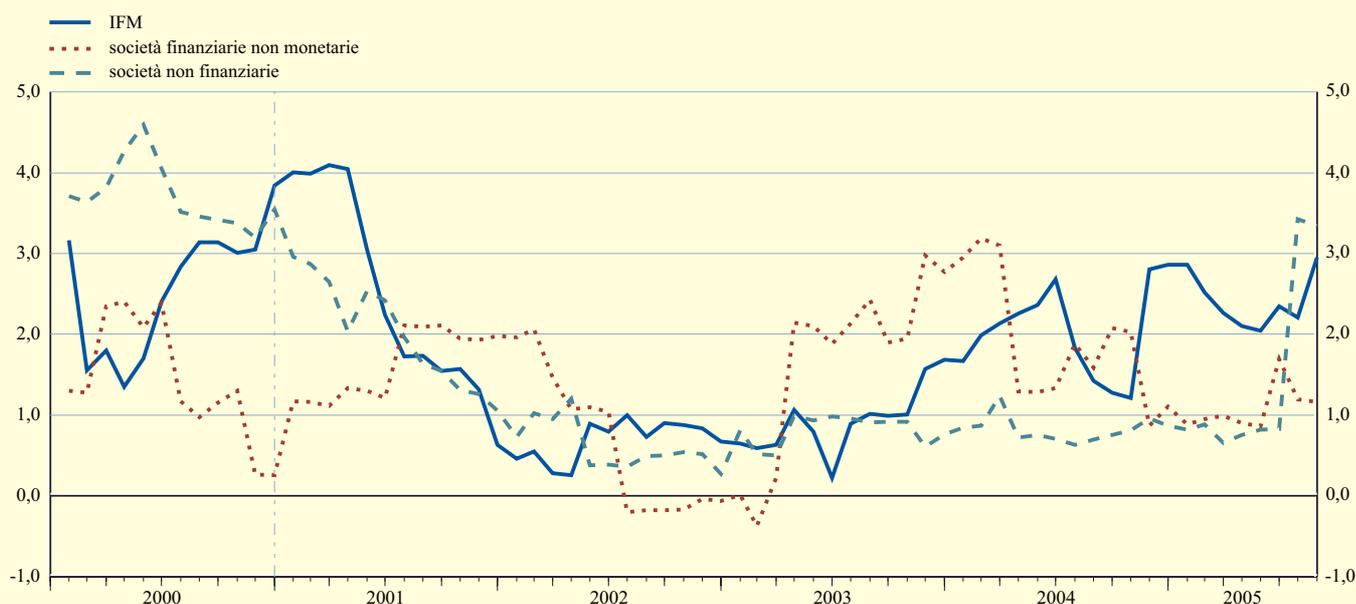
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	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 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	1,9	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	0,8
2004 gen.	3.788,6	101,4	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
feb.	3.852,1	101,5	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,9
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	102,0	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
mag.	3.687,9	101,9	1,1	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,8
giu.	3.790,1	102,0	1,1	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,7	0,7
lug.	3.679,8	102,1	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	1,0	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,8
ott.	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,1	0,8
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,9	2.896,2	1,0
dic.	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2.984,5	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	1,2	681,1	2,5	431,8	1,0	3.141,5	0,9
mar.	4.242,4	102,8	0,9	677,7	2,3	421,8	1,0	3.142,9	0,7
apr.	4.094,7	103,0	1,0	656,0	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,8
mag.	4.272,6	103,0	1,0	678,1	2,0	414,0	0,9	3.180,5	0,8
giu.	4.382,2	103,2	1,2	698,0	2,4	431,1	1,7	3.253,0	0,8
lug.	4.631,7	105,1	3,0	727,9	2,2	456,4	1,2	3.447,4	3,4
ago.	4.606,5	105,2	3,1	723,4	2,9	447,1	1,2	3.436,0	3,3

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⁾

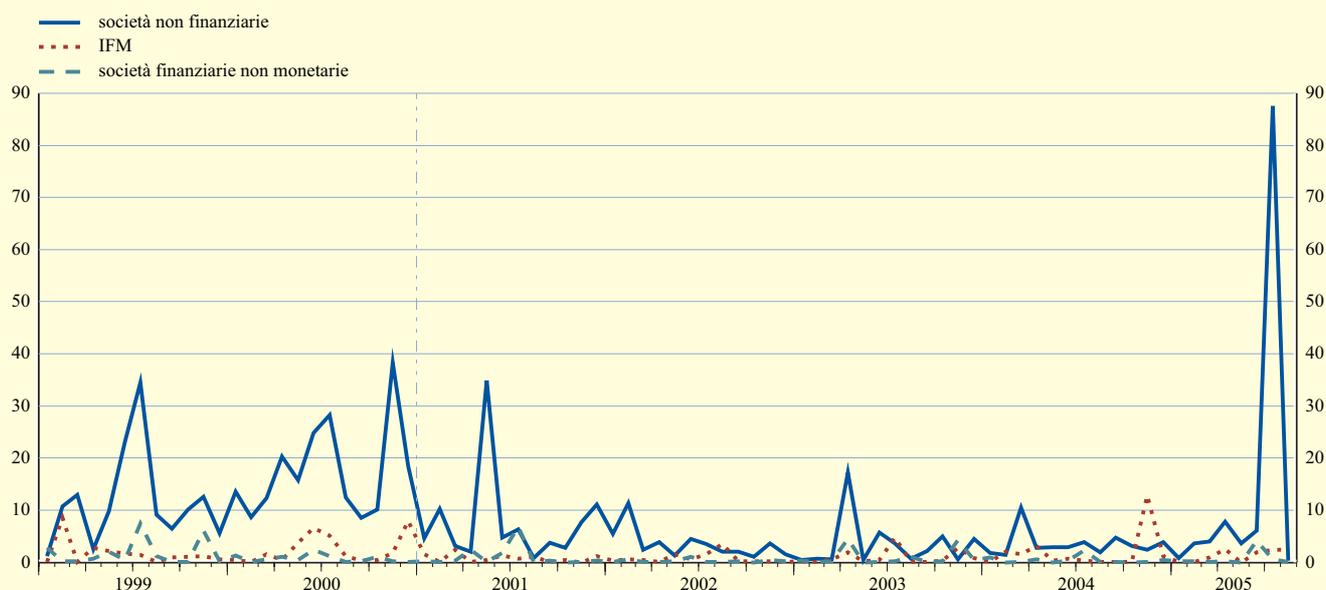
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 ago.	1,8	1,3	0,5	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,2	-0,6
set.	2,3	2,0	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,3	1,9
ott.	5,4	3,8	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	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,5	4,0
2004 gen.	2,9	0,9	2,0	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	0,8	1,0
feb.	3,5	0,5	3,0	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,2
mar.	12,0	1,1	10,8	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,0	9,5
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	0,4	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,4	2,7
nov.	15,2	3,4	11,8	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,7
dic.	5,5	2,3	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,1	1,7
2005 gen.	1,1	1,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,1	-0,3
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	2,3	8,3	2,5	0,0	2,5	0,2	0,0	0,2	7,8	2,3	5,5
mag.	3,6	2,4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	3,6	2,1	1,5
giu.	12,1	4,5	7,5	1,9	1,0	0,9	4,1	0,4	3,7	6,1	3,2	3,0
lug.	90,5	6,6	83,9	2,4	3,0	-0,5	0,5	0,0	0,5	87,5	3,7	83,9
ago.	2,8	1,5	1,3	2,5	0,0	2,4	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-1,0

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

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



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi 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 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	0,93	2,04	2,25	3,26	2,05
feb.	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
mar.	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	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	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
giu.	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
lug.	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,02	2,21	3,11	2,00
ago.	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,03	2,22	2,90	2,01

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				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		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 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	3,97	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.	9,60	6,97	6,83	8,33	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
feb.	9,65	6,20	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	4,00	4,73	4,49
mar.	9,60	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	6,96	6,56	8,00	7,82	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,68	4,61
giu.	9,61	6,62	6,49	7,90	7,72	3,32	3,76	4,13	4,09	3,89	3,84	4,60	4,50
lug.	9,52	6,67	6,61	7,96	7,80	3,33	3,70	4,06	4,05	3,87	3,89	4,54	4,29
ago.	9,58	6,99	6,70	8,10	7,99	3,33	3,73	4,04	4,03	3,91	3,80	4,59	4,44

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	
		1	2	3	4	5	6	7
2004 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.		5,38	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,10
feb.		5,30	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
giu.		5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,44	3,88
lug.		5,12	3,86	4,40	4,11	2,96	3,56	3,77
ago.		5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,53	3,80

Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi 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)

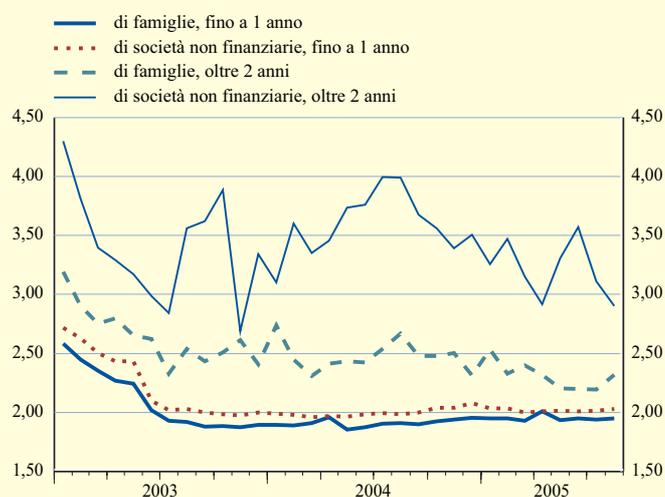
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2004 set.	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	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
feb.	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
mar.	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,70	1,99
apr.	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
mag.	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,10	3,50	2,00
giu.	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,11	3,55	2,01
lug.	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,49	1,98
ago.	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,51	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	7	8	9
2004 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.	4,78	4,50	4,83	7,94	7,01	5,80	4,34	3,97	4,44			
2005 gen.	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,41	3,90	4,41			
feb.	4,74	4,45	4,76	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46			
mar.	4,75	4,41	4,78	8,07	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40			
apr.	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37			
mag.	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35			
giu.	4,63	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35			
lug.	4,58	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29			
ago.	4,55	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28			

F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

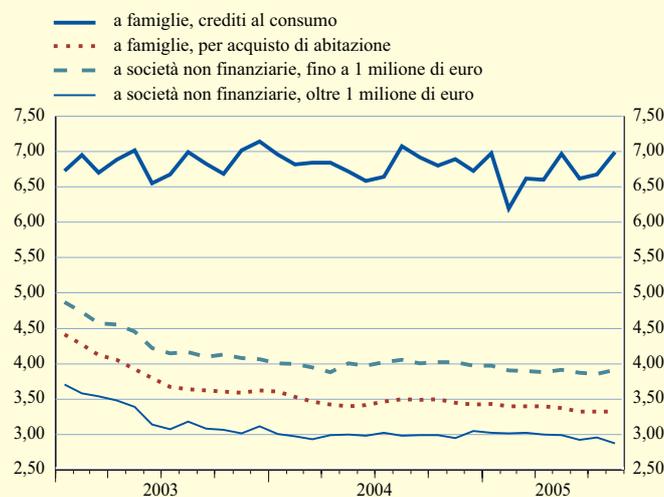
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

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)



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 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
3° trim.	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
2004 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
ago.	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06
set.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06
ott.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06

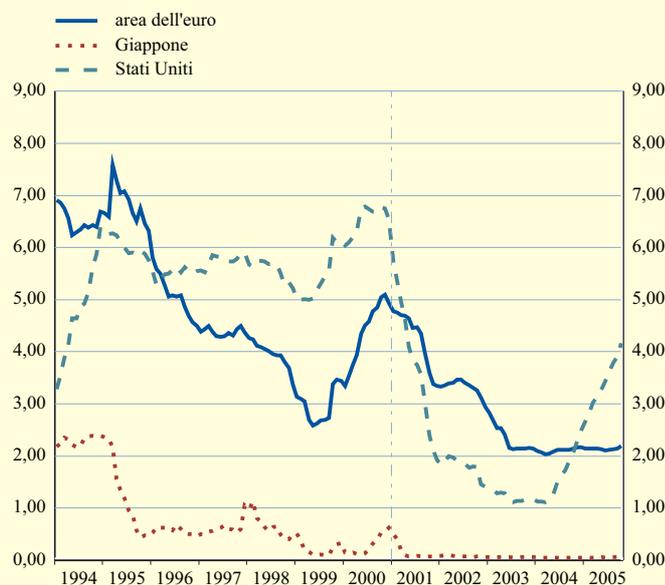
F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

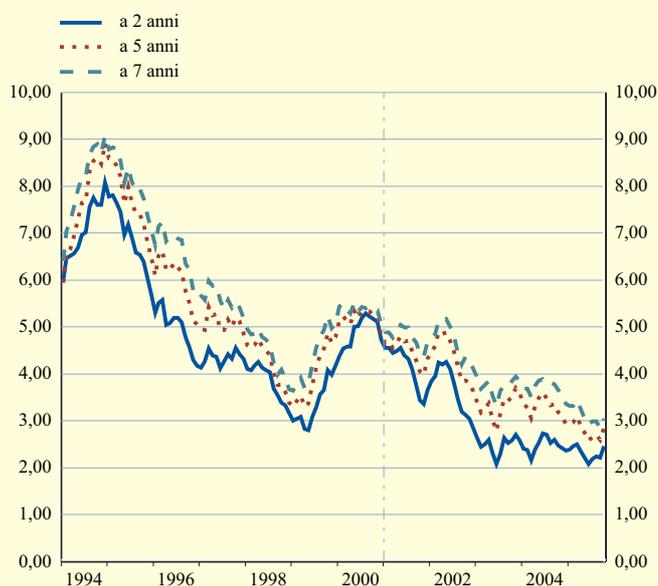
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
3° trim.	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
2004 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
ago.	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43
set.	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38
ott.	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54

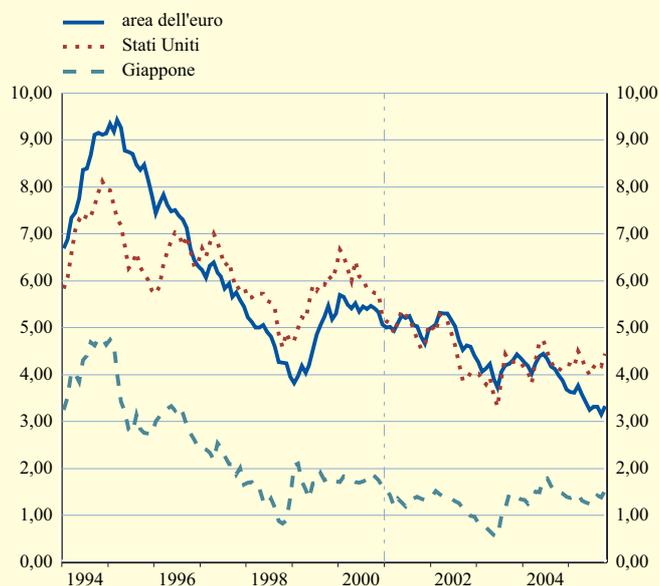
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



F24 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



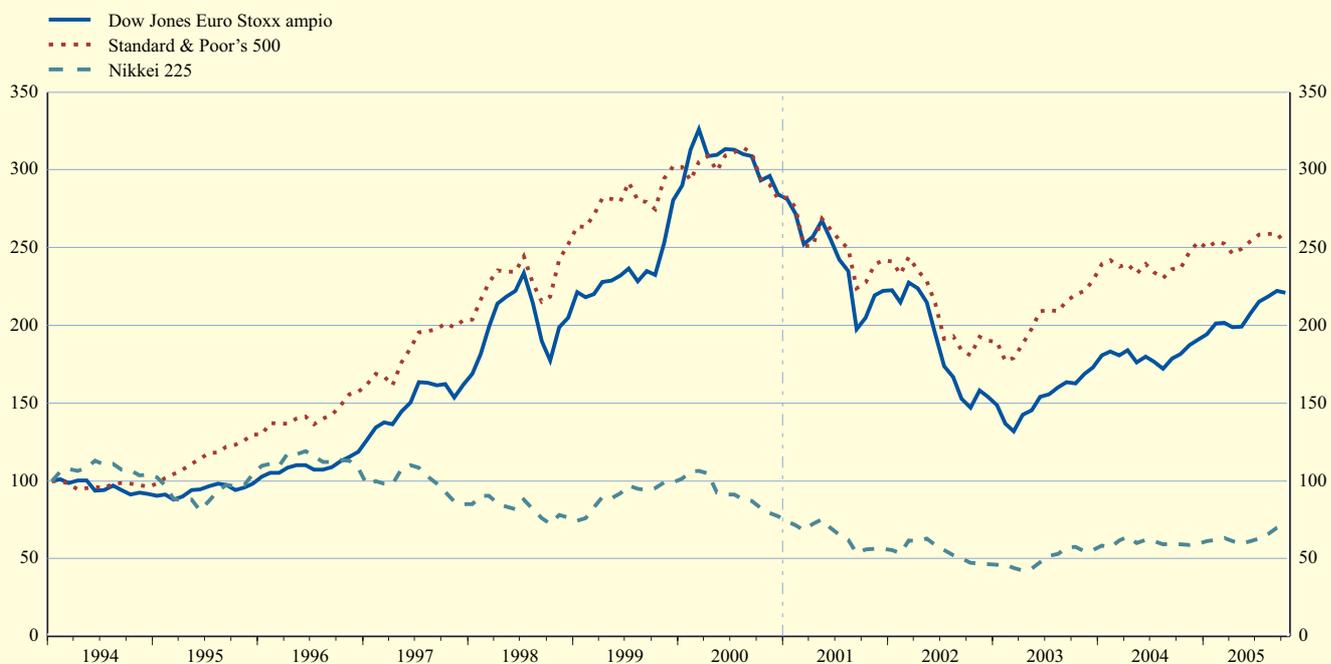
Fonte: BCE.

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

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

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2004 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
3° trim.	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,8
2004 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
ago.	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0
set.	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6
ott.	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9

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



Fonte: BCE.

5

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici									
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	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 3° trim.	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,2	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
3° trim.	118,6	2,3	1,4	2,4	2,3	0,8	0,6	-0,2	0,0	5,7	0,6
2005 mag.	118,2	2,0	1,6	1,6	2,5	0,2	0,1	0,3	0,0	-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.	118,2	2,2	1,4	2,1	2,3	0,3	0,2	-0,4	-0,1	2,8	0,3
ago.	118,5	2,2	1,4	2,2	2,3	0,3	0,2	0,4	0,0	1,4	0,2
set.	119,1	2,6	1,5	2,9	2,2	0,4	0,5	-0,1	0,2	3,0	0,1
ott. ²⁾	.	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	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 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
3° trim.	1,5	1,9	0,8	2,9	0,1	12,9	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,4	3,0
2005 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.	1,1	1,6	0,3	2,6	0,0	11,8	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
ago.	1,5	1,7	1,1	2,6	0,0	11,6	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,5	3,0
set.	1,8	2,3	1,1	3,5	0,2	15,2	2,5	2,1	2,6	-2,3	2,3	2,9
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2005.

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

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	Prezzi internazionali delle materie prime ³⁾	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni														
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
Totale	Durevoli	Non durevoli													
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			Totale	Totale al netto dell'energia	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,8	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	2,7	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	2,1	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	2,6	7,3	18,4	10,8	30,5
2004 3° trim.	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	3,0	-	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	3,5	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	3,5	-	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	12,2	3,1	-	22,4	2,2	42,2
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	33,5	11,6	50,9
2005 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	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
lug.	110,3	4,1	2,9	1,4	2,0	1,2	0,8	1,3	0,7	15,2	-	-	34,1	9,6	48,3
ago.	110,8	4,1	2,9	1,3	1,7	1,2	1,0	1,2	0,9	15,2	-	-	32,4	11,9	52,0
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	33,9	13,2	52,2
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	23,1	17,4	49,3

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,8	3,8	4,0	3,2	3,8	3,6	3,7	2,6
2002	107,4	3,5	3,3	4,1	3,3	4,1	3,5	2,7
2003	110,7	3,1	2,9	3,8	3,1	3,7	3,0	2,4
2004	113,5	2,5	2,3	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1
2004 2° trim.	113,2	2,5	2,4	2,7	2,7	2,5	2,4	2,2
3° trim.	113,9	2,4	2,3	2,7	2,5	2,7	2,4	2,0
4° trim.	114,6	2,3	1,9	3,3	2,7	2,1	2,0	2,0
2005 1° trim.	115,4	3,0	2,5	4,6	3,2	2,4	3,1	2,2
2° trim.	116,0	2,3	2,0	3,1	2,3	1,5	2,4	2,1

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), 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					8
			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	102,1	2,1	1,2	1,5	3,1	1,3	2,4	2,4
2002	104,6	2,4	1,0	1,1	3,6	1,7	3,4	2,8
2003	106,5	1,8	2,8	0,9	2,1	1,9	1,8	2,7
2004	107,4	0,9	-7,5	-0,4	2,5	0,7	1,9	1,7
2004 2° trim.	107,4	0,8	-7,9	-1,3	1,1	0,0	1,6	2,6
3° trim.	107,4	0,3	-9,2	-1,6	3,6	1,0	2,1	0,5
4° trim.	107,9	1,1	-6,4	0,6	3,5	0,3	1,9	1,5
2005 1° trim.	108,3	1,2	0,0	-0,6	4,8	0,2	2,1	1,9
2° trim.	108,6	1,1	1,7	-0,4	3,7	0,5	2,9	1,4
Redditi per occupato								
2001	102,5	2,5	0,6	2,8	3,5	2,5	1,0	2,8
2002	105,1	2,6	2,6	2,7	3,4	2,4	2,3	2,8
2003	107,5	2,3	1,0	2,7	2,4	2,0	1,8	2,6
2004	109,8	2,1	0,4	3,1	3,0	1,6	1,3	2,4
2004 2° trim.	109,8	2,5	0,2	3,4	2,3	1,3	1,2	3,7
3° trim.	109,8	1,6	0,2	2,4	2,7	1,7	1,4	1,2
4° trim.	110,4	1,9	1,6	2,5	2,9	1,6	1,1	2,0
2005 1° trim.	111,2	1,8	2,4	1,9	2,6	1,9	1,8	1,7
2° trim.	111,5	1,6	2,0	1,9	2,9	2,0	2,5	0,6
Produttività del lavoro ²⁾								
2001	100,4	0,4	-0,6	1,3	0,4	1,2	-1,3	0,4
2002	100,5	0,2	1,6	1,5	-0,2	0,7	-1,1	0,0
2003	101,0	0,4	-1,8	1,8	0,3	0,1	0,0	-0,2
2004	102,2	1,2	8,5	3,5	0,4	0,9	-0,6	0,7
2004 2° trim.	102,3	1,7	8,9	4,8	1,2	1,3	-0,4	1,0
3° trim.	102,3	1,2	10,3	4,1	-0,9	0,7	-0,6	0,6
4° trim.	102,3	0,8	8,5	1,9	-0,6	1,4	-0,8	0,4
2005 1° trim.	102,6	0,6	2,3	2,5	-2,2	1,7	-0,3	-0,3
2° trim.	102,7	0,4	0,3	2,3	-0,8	1,5	-0,5	-0,8

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	102,3	2,3	2,1	2,5	2,6	1,8	0,8	0,6
2002	105,0	2,6	2,0	2,0	2,7	1,8	-0,6	-1,8
2003	107,3	2,2	1,7	1,9	2,4	1,3	-0,6	-1,4
2004	109,3	1,9	1,9	1,8	2,2	2,7	1,3	1,4
2004 2° trim.	109,3	2,2	2,3	2,1	3,0	2,6	1,4	1,4
3° trim.	109,7	1,8	1,9	2,1	1,1	3,2	2,2	3,0
4° trim.	110,0	1,7	2,0	1,8	2,1	3,2	2,5	3,7
2005 1° trim.	110,5	1,9	2,2	1,9	2,0	3,7	2,6	3,7
2° trim.	111,0	1,6	1,8	1,8	1,3	2,7	2,0	3,2

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	6.887,8	6.785,7	3.976,6	1.372,4	1.453,5	-16,8	102,1	2.557,5	2.455,5
2002	7.128,4	6.956,7	4.094,1	1.444,6	1.444,6	-26,7	171,7	2.593,8	2.422,1
2003	7.333,2	7.186,6	4.217,8	1.501,3	1.473,5	-5,9	146,6	2.598,2	2.451,5
2004	7.609,3	7.461,0	4.357,3	1.549,9	1.533,8	19,9	148,4	2.788,5	2.640,2
2004 2° trim.	1.899,8	1.857,0	1.084,7	388,7	381,4	2,2	42,9	694,1	651,2
3° trim.	1.911,5	1.876,8	1.091,7	388,6	386,4	10,0	34,7	709,1	674,4
4° trim.	1.920,7	1.893,7	1.104,5	389,8	390,2	9,2	27,1	715,2	688,2
2005 1° trim.	1.936,6	1.904,7	1.110,4	394,2	390,9	9,3	31,9	712,7	680,8
2° trim.	1.951,9	1.925,5	1.118,6	397,6	396,8	12,6	26,4	729,7	703,3
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	20,4	20,2	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 2° trim.	0,5	0,4	0,1	0,3	0,1	-	-	2,5	2,5
3° trim.	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	-	-	1,3	2,4
4° trim.	0,2	0,5	0,8	-0,2	0,3	-	-	0,5	1,4
2005 1° trim.	0,4	0,0	0,1	0,4	-0,2	-	-	-0,5	-1,4
2° trim.	0,3	0,4	0,1	0,4	0,5	-	-	1,8	2,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,8	1,0	1,8	2,2	0,0	-	-	4,0	2,1
2002	0,9	0,2	0,9	2,6	-2,4	-	-	1,9	0,3
2003	0,7	1,4	1,0	1,5	0,8	-	-	0,7	2,7
2004	2,1	2,0	1,5	1,1	1,9	-	-	6,5	6,5
2004 2° trim.	2,1	1,4	1,3	1,3	1,3	-	-	7,8	6,2
3° trim.	1,9	2,3	1,1	1,1	1,5	-	-	6,4	7,9
4° trim.	1,6	1,9	1,9	0,6	1,1	-	-	6,1	7,3
2005 1° trim.	1,3	1,6	1,3	0,9	0,7	-	-	3,8	4,9
2° trim.	1,1	1,7	1,3	1,0	1,1	-	-	3,1	4,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,8	1,0	1,0	0,4	0,0	-0,4	0,8	-	-
2002	0,9	0,2	0,5	0,5	-0,5	-0,3	0,6	-	-
2003	0,7	1,4	0,6	0,3	0,2	0,3	-0,7	-	-
2004	2,1	1,9	0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	-	-
2004 2° trim.	2,1	1,4	0,7	0,3	0,3	0,1	0,8	-	-
3° trim.	1,9	2,2	0,6	0,2	0,3	1,0	-0,4	-	-
4° trim.	1,6	1,9	1,1	0,1	0,2	0,5	-0,3	-	-
2005 1° trim.	1,3	1,6	0,7	0,2	0,1	0,5	-0,3	-	-
2° trim.	1,1	1,6	0,7	0,2	0,2	0,5	-0,5	-	-

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	6.387,9	161,0	1.385,1	360,9	1.348,1	1.729,9	1.402,9	215,4	715,3
2002	6.619,9	156,4	1.399,1	374,3	1.400,0	1.814,4	1.475,7	230,3	738,8
2003	6.806,1	156,9	1.412,4	391,3	1.427,4	1.886,9	1.531,2	238,8	765,9
2004	7.046,6	157,6	1.454,1	414,5	1.473,5	1.958,7	1.588,3	243,0	805,8
2004 2° trim.	1.761,8	39,6	364,4	103,1	368,2	488,1	398,4	61,3	199,3
3° trim.	1.769,3	39,1	366,2	103,8	370,7	493,0	396,6	60,2	202,4
4° trim.	1.777,2	39,6	365,1	105,9	371,6	495,5	399,4	61,4	204,9
2005 1° trim.	1.795,3	38,7	370,4	106,5	374,5	501,2	404,1	62,3	203,7
2° trim.	1.811,7	38,6	373,6	109,6	376,6	507,3	406,0	63,4	203,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2004	100,0	2,2	20,6	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 2° trim.	0,7	1,1	0,9	0,0	1,0	0,7	0,3	1,8	-1,2
3° trim.	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	0,3	0,1	-0,3	0,7
4° trim.	0,2	1,1	-0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,8	0,4
2005 1° trim.	0,4	-1,7	0,6	-0,9	0,9	0,6	0,1	-0,1	-0,5
2° trim.	0,4	-0,6	0,5	1,4	0,6	0,4	0,1	0,6	-0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	2,0	-1,8	1,3	0,7	2,7	2,6	1,9	5,5	1,5
2002	1,0	-0,2	-0,2	-0,3	1,2	1,4	2,0	2,4	0,2
2003	0,6	-3,9	0,2	0,5	0,3	1,4	1,0	1,8	1,5
2004	2,2	7,6	2,5	1,7	2,2	2,0	1,6	4,4	1,8
2004 2° trim.	2,4	7,7	3,0	1,5	2,2	2,2	1,8	5,7	1,3
3° trim.	1,9	9,4	2,3	0,8	1,6	1,8	1,5	4,4	2,0
4° trim.	1,7	7,5	1,0	0,7	2,4	1,8	1,3	4,5	1,3
2005 1° trim.	1,5	0,5	1,3	-0,9	2,7	1,9	0,7	2,1	-0,6
2° trim.	1,2	-1,2	0,9	0,6	2,3	1,6	0,5	0,9	0,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	2,0	0,0	0,3	0,0	0,6	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,3	-	-
2004 2° trim.	2,4	0,2	0,7	0,1	0,5	0,6	0,4	-	-
3° trim.	1,9	0,2	0,5	0,0	0,4	0,5	0,3	-	-
4° trim.	1,7	0,2	0,2	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
2005 1° trim.	1,5	0,0	0,3	0,0	0,6	0,5	0,2	-	-
2° trim.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,5	0,4	0,1	-	-

Fonte: Eurostat.

1) I servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM) sono trattati come consumi intermedi che non vengono allocati 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	-0,2	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	1,3	
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	3,0	-0,2	
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,5	-0,3	
2004 3° trim.	2,8	102,4	2,8	3,0	2,8	2,9	5,0	0,4	-0,5	0,5	2,6	-0,7	
4° trim.	1,1	102,2	1,1	0,8	0,5	1,1	1,7	-0,2	-3,6	0,4	2,7	-1,0	
2005 1° trim.	-0,5	102,2	0,5	0,3	0,1	0,6	2,1	-1,0	-4,0	-0,5	1,0	-4,4	
2° trim.	0,9	102,9	0,5	0,6	0,2	-0,6	2,1	0,5	-1,9	1,0	1,1	-0,7	
2005 mar.	-2,0	102,0	-0,2	-1,1	-1,3	-0,8	1,8	-2,4	-4,7	-1,9	1,7	-6,7	
apr.	1,9	103,0	1,1	1,9	1,7	0,2	3,3	0,6	-0,8	0,9	0,2	-1,7	
mag.	0,1	102,6	-0,1	-0,4	-1,0	-0,9	0,7	0,5	-4,3	1,3	0,7	-1,3	
giu.	0,8	103,1	0,6	0,4	-0,2	-1,2	2,4	0,5	-0,7	0,7	2,5	0,7	
lug.	.	103,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	2,2	-0,1	-2,3	0,3	2,4	.	
ago.	.	104,2	2,5	2,8	2,9	3,9	2,2	3,1	1,7	3,3	-0,5	.	
				<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>									
2005 mar.	-0,5	-	0,0	-0,3	-0,3	-0,8	1,2	-0,4	-0,6	-0,4	1,2	-1,6	
apr.	2,5	-	0,9	2,1	2,0	1,3	0,2	1,8	2,6	1,6	-5,0	3,6	
mag.	-0,6	-	-0,3	-1,0	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3	-2,0	0,0	1,9	0,2	
giu.	0,2	-	0,5	0,6	0,5	0,0	1,1	0,1	1,4	-0,1	2,1	1,6	
lug.	.	-	0,2	-0,1	0,2	1,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	.	
ago.	.	-	0,8	1,4	1,5	2,2	0,0	1,2	0,8	1,2	-2,5	.	

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettro- domestici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2002	98,4	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,4	0,2	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,1	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,9	0,8	2,7	922	1,1
2004 4° trim.	110,8	9,7	107,2	5,1	1,8	103,2	1,1	1,1	0,8	1,1	2,2	941	3,6
2005 1° trim.	106,2	3,1	106,7	2,5	1,9	104,0	1,1	1,1	1,1	0,4	0,4	921	0,4
2° trim.	108,6	1,3	110,3	4,2	1,5	103,6	0,6	0,1	0,6	0,5	0,9	938	1,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	942	4,6
2005 apr.	107,5	1,9	110,6	4,1	0,3	102,7	-0,8	-2,0	-0,2	0,4	-0,1	939	1,0
mag.	107,4	-3,4	108,0	4,9	3,0	104,1	2,1	1,8	2,1	1,7	2,0	894	-4,2
giu.	110,8	5,5	112,2	3,7	1,2	104,1	0,4	0,5	0,1	-0,5	0,8	980	6,1
lug.	109,3	1,6	106,9	0,4	0,4	103,4	-0,4	-1,8	0,4	-0,3	1,0	940	3,0
ago.	109,2	7,5	112,9	7,4	2,7	104,5	2,1	1,2	3,2	3,1	2,6	933	7,4
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	4,5
				<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>									
2005 apr.	-	2,4	-	3,3	-0,2	-	-1,1	-1,9	-0,6	0,3	0,1	-	0,9
mag.	-	-0,1	-	-2,3	0,8	-	1,3	2,2	0,6	-1,4	0,7	-	-4,7
giu.	-	3,2	-	3,9	0,1	-	0,0	-0,3	0,1	1,2	0,4	-	9,6
lug.	-	-1,4	-	-4,7	-0,6	-	-0,7	-1,0	-0,2	0,0	-0,3	-	-4,1
ago.	-	-0,1	-	5,6	0,9	-	1,1	1,0	1,2	1,4	0,7	-	-0,8
set.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,3

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

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

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,8	-9	-15	13	1	82,7	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,3	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,9	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2004 3° trim.	100,5	-4	-13	8	9	82,1	-14	-4	-14	30	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6
2005 1° trim.	99,0	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
2° trim.	96,3	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
3° trim.	98,0	-8	-18	11	6	81,1	-15	-4	-17	29	-8
2005 mag.	96,1	-11	-21	14	2	-	-15	-4	-17	31	-7
giu.	96,3	-10	-21	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
lug.	97,5	-8	-18	11	4	80,9	-15	-4	-19	30	-9
ago.	97,8	-8	-18	11	6	-	-15	-4	-17	29	-8
set.	98,6	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
ott.	100,5	-6	-16	10	8	81,2	-13	-5	-15	23	-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	-9	-15	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-18	-25	-11	-17	-20	18	-12	1	-3	-6	13
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	2	-6	1	12
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	11	7	10	18
2004 3° trim.	-14	-22	-6	-8	-10	14	0	12	8	11	18
4° trim.	-12	-19	-5	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 1° trim.	-12	-16	-7	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2° trim.	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	1	8	17
3° trim.	-9	-16	-3	-9	-12	14	0	11	4	11	17
2005 mag.	-12	-17	-7	-8	-13	11	1	10	1	11	16
giu.	-13	-19	-6	-9	-16	14	2	9	1	8	17
lug.	-12	-18	-5	-10	-14	15	-3	12	5	12	18
ago.	-9	-16	-2	-9	-11	14	-1	9	-1	11	18
set.	-8	-14	-1	-8	-12	15	5	11	7	9	16
ott.	-8	-14	-1	-4	-9	14	11	15	10	15	19

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

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

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	25,0	15,3	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,513	1,5	1,7	0,2	-0,7	0,1	0,7	1,7	4,1	1,4
2002	135,478	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,842	0,3	0,3	0,4	-1,8	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,2
2004	136,610	0,6	0,5	1,1	-0,8	-1,7	1,0	0,9	2,5	0,8
2004 2° trim.	136,329	0,5	0,4	1,1	-0,9	-1,7	0,6	0,8	2,7	0,7
3° trim.	136,621	0,6	0,5	1,4	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	0,8
4° trim.	136,854	0,8	0,7	1,3	-0,7	-0,9	1,4	1,0	2,5	0,9
2005 1° trim.	136,942	0,7	0,7	1,0	-1,6	-1,2	1,5	1,0	2,2	1,0
2° trim.	137,268	0,7	0,7	0,7	-1,5	-1,4	1,6	0,7	2,1	1,3
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2004 2° trim.	0,302	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
3° trim.	0,292	0,2	0,0	1,3	0,0	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
4° trim.	0,233	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,4	0,1	0,5	0,3
2005 1° trim.	0,088	0,1	0,2	-0,9	-1,2	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,4
2° trim.	0,326	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,6	0,1	0,2	0,5

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.	12,889	8,9	9,711	7,6	3,178	18,1	6,151	7,6	6,738	10,6					
3° trim.	12,895	8,9	9,757	7,6	3,138	18,0	6,151	7,5	6,744	10,6					
4° trim.	12,857	8,8	9,760	7,6	3,097	17,9	6,260	7,7	6,597	10,3					
2005 1° trim.	12,843	8,8	9,596	7,5	3,247	18,5	6,206	7,6	6,637	10,4					
2° trim.	12,698	8,7	9,623	7,5	3,075	17,7	6,167	7,5	6,532	10,2					
2005 mar.	12,863	8,8	9,590	7,5	3,273	18,7	6,236	7,6	6,627	10,4					
apr.	12,831	8,8	9,668	7,5	3,164	18,1	6,222	7,6	6,610	10,3					
mag.	12,654	8,7	9,655	7,5	2,999	17,3	6,162	7,5	6,492	10,1					
giu.	12,609	8,6	9,548	7,4	3,062	17,6	6,116	7,5	6,493	10,1					
lug.	12,461	8,5	9,560	7,4	2,901	16,9	6,036	7,4	6,424	10,0					
ago.	12,599	8,6	9,650	7,5	2,949	17,1	6,243	7,6	6,357	9,9					

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

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2004.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

6

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
		Famiglie	Imprese											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,0	46,6	11,7	9,1	2,3	13,2	0,7	17,3	8,5	5,5	2,4	0,3	0,2	42,5
1997	47,2	46,7	11,9	9,1	2,5	13,4	0,7	17,3	8,6	5,5	2,3	0,5	0,3	42,9
1998	46,7	46,4	12,2	9,6	2,3	14,0	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	42,7
1999	47,2	47,0	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2000	46,9	46,6	12,8	9,8	2,6	14,0	0,6	16,0	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	43,0
2001	46,1	45,8	12,4	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	42,0
2002	45,5	45,2	11,9	9,4	2,2	13,6	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,3	0,3	41,5
2003	45,5	44,8	11,6	9,2	2,1	13,6	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,7	0,5	41,6
2004	45,0	44,5	11,5	8,8	2,3	13,7	0,3	15,7	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,2

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			
												A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,3	47,4	11,1	4,8	5,6	25,9	22,9	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,6
1997	49,9	46,3	10,9	4,7	5,0	25,6	22,8	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,9
1998	49,0	45,2	10,6	4,6	4,6	25,4	22,3	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,4
1999	48,6	44,7	10,6	4,7	4,1	25,3	22,3	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,5
2000	47,9	44,1	10,5	4,7	3,9	25,0	21,9	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,0
2001	48,0	44,0	10,4	4,8	3,8	25,0	21,9	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,1
2002	48,1	44,2	10,5	4,9	3,6	25,3	22,4	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,5
2003	48,5	44,5	10,6	4,9	3,4	25,7	22,8	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2
2004	47,7	43,9	10,5	4,9	3,2	25,3	22,5	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,6

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,3	20,3	11,1	4,8	4,9	1,9	2,4	8,5	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,7	4,9	1,9	2,3	8,4	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,7	10,6	4,6	4,9	1,8	2,3	8,1	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,7	4,9	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,5	4,7	4,9	1,8	2,2	8,1	11,7
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,0	0,3	2,0	19,8	10,4	4,8	5,0	1,8	2,2	8,0	11,8
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	1,0	20,2	10,5	4,9	5,1	1,8	2,2	8,1	12,1
2003	-3,0	-2,3	-0,4	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,6	4,9	5,2	1,8	2,2	8,1	12,3
2004	-2,7	-2,3	-0,3	-0,3	0,1	0,4	20,3	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,3

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,9	-6,1	-0,5	-1,6	0,8	-3,2	6,1	-0,2	0,1	-4,2	5,2
2002	0,0	-3,8	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,7	2,1	-2,0	-0,4	-2,8	4,3
2003	0,1	-4,1	-5,7	0,0	-4,2	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,6	1,4	-3,2	-0,6	-2,1	-1,0	-3,0	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				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri creditori ³⁾	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,3	10,3	18,0	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,9	12,0	16,1	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	29,4	13,3	14,0	17,8
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	27,6	14,2	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	26,5	11,4	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	23,3	10,3	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,9	9,8	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	20,4	8,9	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	21,0	9,4	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	20,1	9,8	9,4	30,9

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,5	18,6	26,7	28,8	71,8	2,2
1996	75,4	63,1	5,9	5,8	0,5	11,2	64,2	7,0	20,0	26,1	29,2	73,1	2,2
1997	74,5	62,4	6,1	5,4	0,6	9,7	64,8	6,8	19,4	25,9	29,3	72,3	2,2
1998	73,1	61,3	6,1	5,3	0,4	8,5	64,6	6,4	16,7	27,0	29,4	71,0	2,1
1999	72,4	60,9	6,1	5,1	0,3	7,3	65,0	5,7	15,1	27,9	29,3	70,4	1,9
2000	69,9	58,7	5,9	4,9	0,3	6,5	63,4	5,0	15,0	28,4	26,5	68,1	1,8
2001	68,6	57,4	6,1	4,8	0,3	6,8	61,7	3,6	15,6	26,4	26,6	67,1	1,5
2002	68,5	57,0	6,3	4,8	0,3	7,6	60,9	3,4	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,7	62,1	3,5	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,9	6,7	5,2	0,4	7,5	62,7	3,4	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

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	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,4	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,0	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	95,7	66,4	109,3	46,9	65,1	29,8	106,5	6,6	53,1	64,3	59,4	45,1

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

- 1) Dati parzialmente stimati. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.
- 6) 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	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,0	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,4	1,8	2,1
1998	1,8	2,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,7	-1,0	-0,5	1,5	2,8
1999	2,0	1,6	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,9	-0,1	-2,3	3,9
2000	1,0	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,7	-0,6	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,6	1,1	0,8	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	2,9	1,1	-0,1	0,7	2,0

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾											Altre variazioni in volume	Altro ¹⁰⁾
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche								Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio		
			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	0,0	-0,1	0,0	-0,3
1997	2,0	-2,7	-0,7	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,4	0,2	-0,4	-0,2
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,3	0,7	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,9	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1
2003	3,1	-3,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2

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 2° trim.	48,3	47,7	13,5	13,6	16,2	2,2	1,4	0,6	0,3	43,6
3° trim.	45,3	44,8	11,9	13,1	16,1	2,0	0,8	0,5	0,3	41,4
4° trim.	51,5	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	40,4
2° trim.	48,3	47,7	14,0	13,5	16,0	2,1	1,2	0,6	0,3	43,8
3° trim.	45,0	44,5	12,1	12,8	15,9	2,0	0,8	0,5	0,3	41,1
4° trim.	50,6	50,0	14,1	14,3	16,8	2,9	0,9	0,6	0,3	45,5
2001 1° trim.	43,1	42,6	10,7	12,9	15,4	1,8	0,9	0,5	0,2	39,3
2° trim.	47,7	47,2	13,7	13,2	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,9
3° trim.	44,4	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,4	0,3	40,5
4° trim.	49,9	49,4	13,7	14,1	16,5	3,0	1,1	0,5	0,3	44,6
2002 1° trim.	42,8	42,3	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	43,9	11,4	13,0	15,7	2,0	0,8	0,5	0,3	40,4
4° trim.	49,9	49,2	13,6	14,3	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,7
2003 1° trim.	42,8	42,3	10,0	13,1	15,8	1,8	0,7	0,5	0,2	39,1
2° trim.	46,9	45,3	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
3° trim.	43,7	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
4° trim.	50,1	49,0	13,3	14,5	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,5
2004 1° trim.	42,3	41,8	9,8	13,1	15,6	1,7	0,7	0,6	0,3	38,7
2° trim.	45,7	44,8	12,3	13,1	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,7
3° trim.	43,4	42,9	10,9	12,9	15,6	1,9	0,7	0,5	0,3	39,7
4° trim.	50,2	49,2	13,2	14,7	16,4	2,9	0,8	1,1	0,4	44,8
2005 1° trim.	43,1	42,4	10,2	13,2	15,6	1,7	0,7	0,6	0,3	39,2
2° trim.	45,1	44,4	12,1	13,2	15,5	2,0	0,9	0,7	0,3	41,0

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

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

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. I saldi sono calcolati utilizzando il PIL escludendo i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM).
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ¹⁾

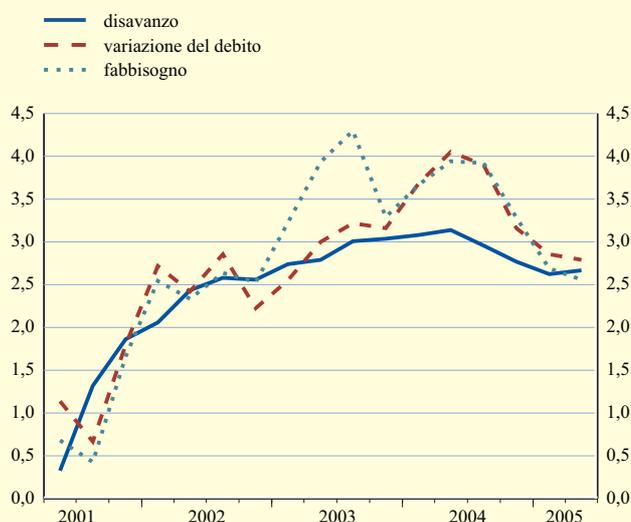
	Totale	Strumento finanziario			
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2002 3° trim.	70,1	2,6	12,0	4,5	50,9
4° trim.	69,3	2,7	11,9	4,6	50,0
2003 1° trim.	70,5	2,6	12,0	5,3	50,6
2° trim.	71,0	2,7	11,8	5,8	50,8
3° trim.	71,3	2,7	11,8	5,6	51,2
4° trim.	70,5	2,1	12,6	4,9	50,9
2004 1° trim.	72,1	2,0	12,6	5,5	52,0
2° trim.	72,5	2,1	12,4	5,7	52,3
3° trim.	72,5	2,2	12,3	5,6	52,4
4° trim.	70,9	2,2	12,1	4,8	51,9
2005 1° trim.	72,4	2,1	12,1	4,9	53,2
2° trim.	73,0	2,3	11,8	5,1	53,8

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli	Prestiti			Azioni e altri titoli di capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002 3° trim.	2,2	-3,4	-1,2	-2,4	-2,5	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,5	1,5
4° trim.	-0,7	-1,7	-2,4	0,6	0,3	0,0	0,4	-0,1	-2,8	-0,2	2,1
2003 1° trim.	7,1	-4,7	2,4	2,9	1,9	0,2	0,5	0,3	-0,7	0,3	7,9
2° trim.	3,6	-1,4	2,2	3,2	2,3	0,0	0,1	0,9	-0,7	-0,3	4,3
3° trim.	3,0	-4,3	-1,2	-1,6	-1,6	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,4	3,0
4° trim.	-0,8	-1,9	-2,6	-3,6	-2,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,8	0,1	-1,6
2004 1° trim.	9,1	-4,8	4,2	1,9	1,3	0,2	0,5	0,0	-0,1	2,4	9,2
2° trim.	5,0	-1,7	3,3	3,8	3,5	0,3	0,0	0,1	-0,3	-0,2	5,4
3° trim.	2,5	-3,5	-1,0	-0,9	-1,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,3	2,9
4° trim.	-3,4	-1,2	-4,6	-3,6	-2,7	-0,2	0,1	-0,7	0,4	-1,5	-3,8
2005 1° trim.	7,7	-4,2	3,5	2,2	1,8	0,4	0,1	0,0	1,1	0,2	6,6
2° trim.	4,7	-1,9	2,8	3,3	2,7	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,4	4,8

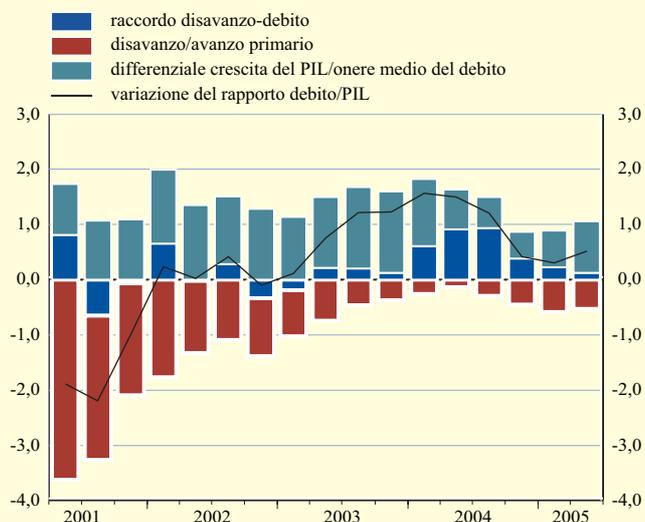
F26 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F27 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL (esclusi i SIFIM) nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni nette)

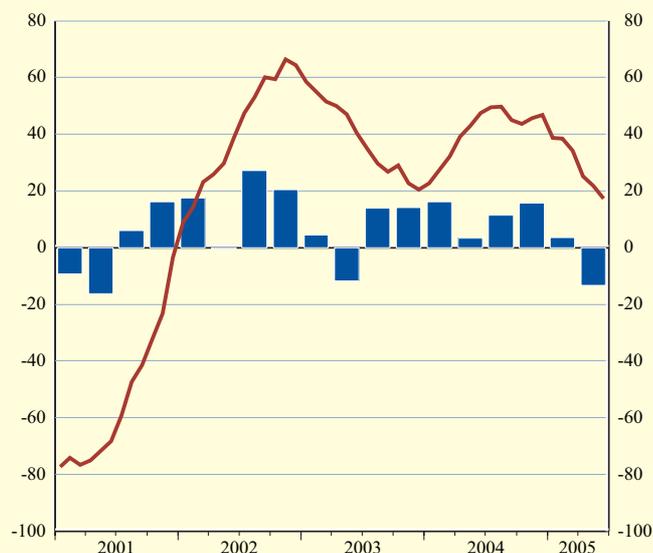
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	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 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.	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
2° trim.	-13,3	18,8	9,5	-25,5	-16,1	3,9	-9,4	46,0	-11,6	106,7	3,2	-55,3	3,1	-36,6
2004 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.	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
feb.	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
mar.	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
apr.	-10,7	4,0	2,6	-13,0	-4,3	0,2	-10,5	-11,5	-11,6	-14,5	-0,4	15,8	-0,8	22,0
mag.	-2,8	6,1	3,0	-6,7	-5,3	1,6	-1,2	39,5	8,2	19,7	0,6	8,5	2,6	-38,3
giu.	0,2	8,7	3,9	-5,8	-6,5	2,1	2,3	18,0	-8,2	101,5	3,0	-79,7	1,3	-20,3
lug.	1,3	9,9	3,8	-6,8	-5,6	0,9	2,2	-1,9	-81,2	75,3	0,7	0,8	2,4	-0,3
ago.	-2,9	1,1	1,8	-0,3	-5,6	0,8	-2,1	-1,4	-15,7	-16,1	-6,2	36,6	-0,1	3,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2005 ago.	4,2	70,3	27,5	-33,8	-59,8	13,8	18,0	57,6	-169,3	242,3	-11,7	-15,8	12,1	-75,6

F28 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

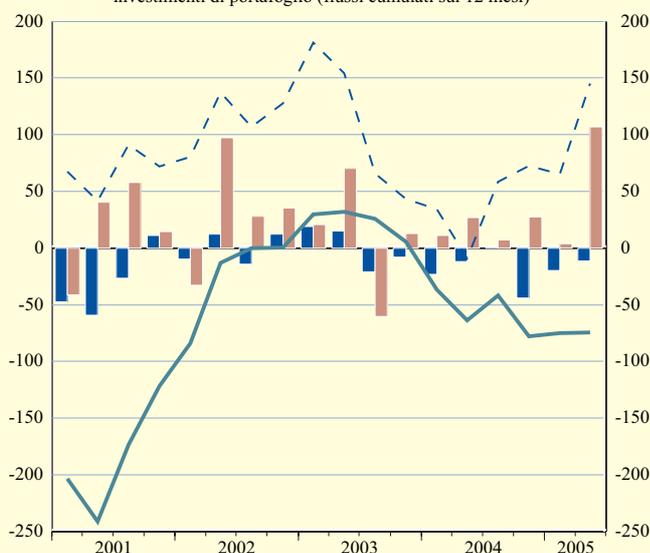
■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



F29 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

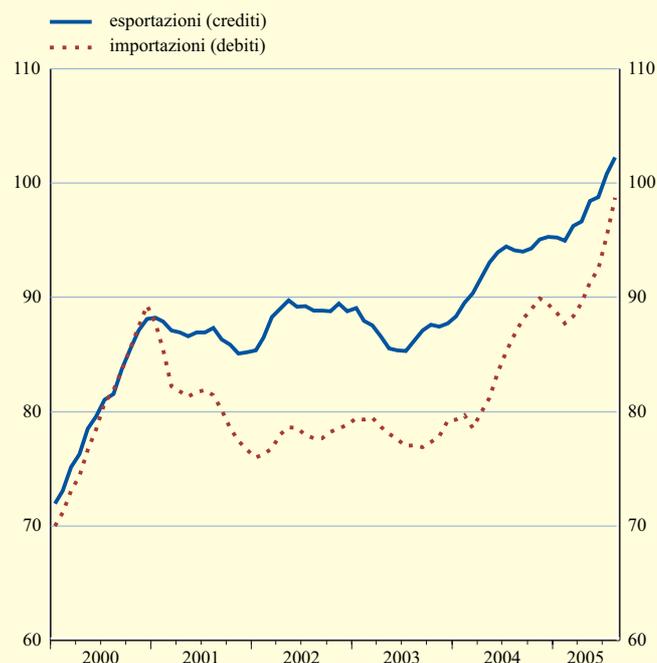
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.675,4	1.655,0	20,4	1.039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1.819,0	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 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.	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
2° trim.	496,7	510,0	-13,3	304,3	285,5	95,0	85,5	80,8	106,3	16,6	32,7	5,7	1,8
2005 giu.	173,1	172,9	0,2	105,7	97,0	33,7	29,8	28,1	33,9	5,6	12,1	2,6	0,6
lug.	167,2	165,9	1,3	103,5	93,7	35,3	31,5	23,3	30,0	5,1	10,7	1,3	0,5
ago.	160,0	163,0	-2,9	97,3	96,1	33,7	31,9	23,5	23,9	5,6	11,1	1,4	0,6
	Dati destagionalizzati												
2004 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.	472,9	467,2	5,8	288,7	265,0	94,4	86,0	69,2	76,4	20,7	39,7	.	.
2° trim.	486,3	484,4	2,0	296,3	277,4	92,7	87,3	75,3	85,7	22,0	33,9	.	.
2004 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.	156,7	156,7	0,0	95,4	87,5	31,3	28,4	23,1	26,2	6,9	14,6	.	.
feb.	154,9	151,9	3,0	95,0	88,4	31,6	28,6	21,6	23,8	6,7	11,2	.	.
mar.	161,3	158,5	2,8	98,2	89,1	31,6	29,0	24,5	26,5	7,1	13,9	.	.
apr.	160,5	160,2	0,3	96,7	91,1	30,1	28,2	26,2	30,3	7,6	10,6	.	.
mag.	163,9	161,9	2,0	100,5	93,8	31,0	29,5	25,1	27,0	7,4	11,6	.	.
giu.	161,9	162,3	-0,4	99,2	92,6	31,6	29,6	24,1	28,3	7,1	11,7	.	.
lug.	165,4	170,0	-4,7	102,7	99,7	31,8	29,6	24,3	30,4	6,6	10,4	.	.
ago.	168,6	175,2	-6,6	104,9	103,9	31,7	29,1	25,2	29,7	6,8	12,4	.	.

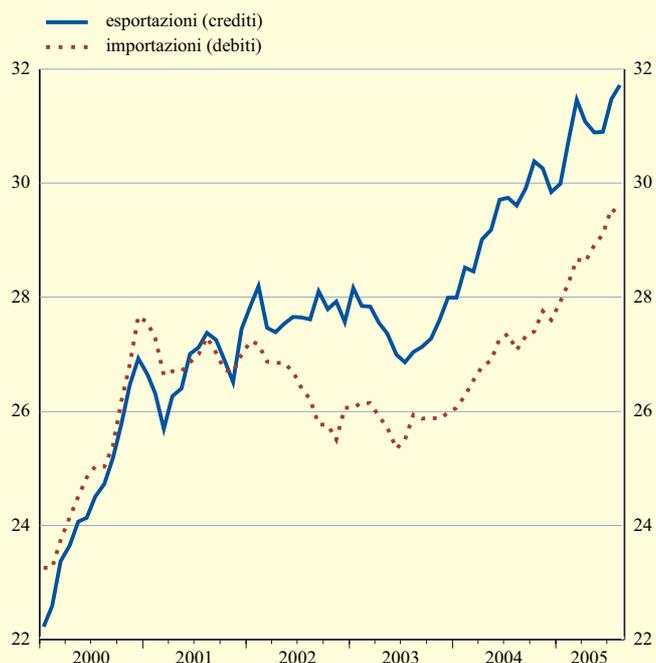
F30 Conto dei beni

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



F31 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro)

3. Conto dei redditi
(transazioni)

	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 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	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
2° trim.	3,7	1,7	77,1	104,5	24,2	23,8	3,1	3,5	9,6	30,2	21,7	24,1	18,5	22,8

4. Investimenti diretti
(transazioni nette)

	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 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.	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
2° trim.	-27,0	-21,4	-2,1	-19,3	-5,7	0,0	-5,7	15,4	4,6	0,6	4,0	10,9	-0,1	11,0
2004 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.	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
feb.	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
mar.	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
apr.	-16,0	1,5	-1,9	3,4	-17,5	0,0	-17,5	4,4	7,8	-0,1	7,9	-3,4	0,1	-3,5
mag.	8,5	-4,3	-0,6	-3,7	12,9	0,0	12,9	-0,4	-2,6	0,3	-2,9	2,2	0,0	2,2
giu.	-19,6	-18,5	0,4	-18,9	-1,1	0,0	-1,1	11,4	-0,6	0,4	-1,0	12,0	-0,3	12,3
lug.	-82,6	-74,8	-2,7	-72,0	-7,8	0,0	-7,8	1,4	3,6	0,2	3,4	-2,2	0,0	-2,2
ago.	-12,5	-4,5	-0,6	-4,0	-7,9	0,0	-7,9	-3,2	-3,2	0,1	-3,3	0,0	-0,1	0,0

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Passività	
			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 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	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
2° trim.	0,0	21,7	-22,4	-0,6	27,6	-0,7	-40,5	-33,1	-0,1	155,7	-0,4	-9,7	-4,6	-2,3	13,1
2004 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	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
feb.	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
mar.	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
apr.	0,0	9,9	-5,3	-	-47,5	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,9	-0,3	-10,6	2,0	-	10,1
mag.	0,0	6,7	-15,5	-	22,8	-0,1	-16,1	-5,3	-	27,8	0,0	-2,4	-6,2	-	8,0
giu.	0,0	5,1	-1,6	-	52,3	0,2	-11,1	-17,2	-	75,9	0,0	3,4	-0,4	-	-5,1
lug.	-0,1	-3,5	-11,1	-	105,0	0,3	-1,8	-17,6	-	2,6	-0,6	0,4	-0,1	-	1,8
ago.	0,0	2,0	-4,7	-	23,0	-0,5	-5,9	-15,2	-	-9,9	0,3	-11,6	-1,0	-	7,7

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
	Banconote, monete e depositi		Banconote, monete e depositi													
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-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 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.	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
2° trim.	-160,4	105,1	-1,3	0,4	-7,4	-8,4	-1,8	-97,4	45,2	-18,7	22,2	-78,7	23,0	-54,3	13,2	61,3
2004 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.	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
feb.	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
mar.	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
apr.	-120,3	136,1	0,1	-0,2	-5,1	-5,2	-2,1	-98,0	94,5	-9,1	0,0	-89,0	94,5	-17,2	11,6	43,9
mag.	-13,0	21,5	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	20,9	-3,4	10,9	20,9	10,0	-30,0	-4,2	0,4
giu.	-27,1	-52,6	-0,7	0,8	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,2	-6,2	11,3	-10,6	-81,5	-7,1	5,8	17,0
lug.	-40,4	41,2	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,8	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-5,4	-5,5	-0,5
ago.	29,0	7,5	0,2	1,0	6,3	8,6	0,6	24,8	0,4	-3,8	4,1	28,6	-3,6	-2,2	-1,8	5,5

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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	4,4	1,7	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,2
2° trim.	-1,2	-0,1	0,4	0,0	0,0	-6,8	1,6	-8,4	-0,5	0,0	-1,8	0,0

	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 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.	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
2° trim.	-97,2	-0,2	44,0	1,2	-5,0	-47,3	-60,5	13,2	-2,0	1,1	58,6	1,6

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 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	1,1	-2,7	0,0	0,0
2° trim.	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,8	3,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

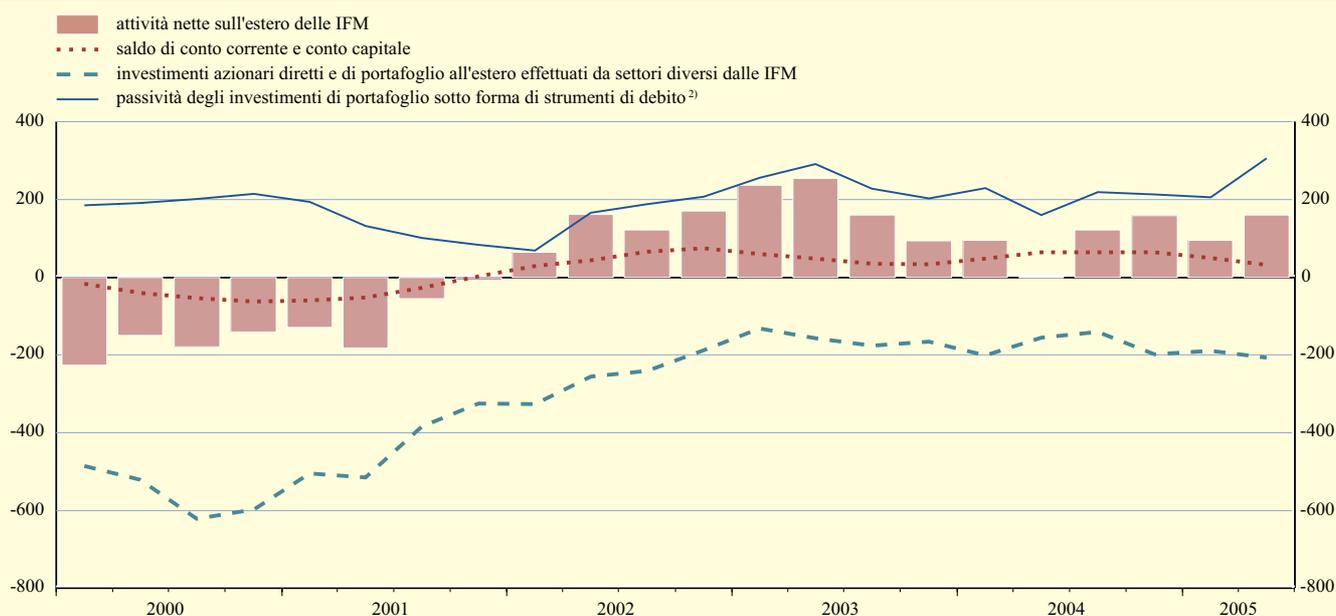
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Strumenti 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 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.	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,4	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,5	-26,5
2° trim.	-9,4	-25,0	15,6	-60,2	1,7	174,4	-61,7	59,5	3,2	-36,6	61,5	64,6
2004 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	20,5
nov.	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,3
dic.	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,4
2005 gen.	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,2	-17,4
feb.	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,6
mar.	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,6	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,8	-22,7
apr.	-10,5	-14,1	4,3	-13,9	-58,0	59,2	-22,4	41,8	-0,4	22,0	8,0	2,1
mag.	-1,2	9,1	-0,4	-27,0	11,1	33,8	-29,7	0,8	0,6	-38,3	-41,2	-39,5
giu.	2,3	-20,0	11,7	-19,3	48,6	81,4	-9,6	16,8	3,0	-20,3	94,7	102,0
lug.	2,2	-79,9	1,4	-28,8	112,0	2,6	-6,0	0,3	0,7	-0,3	4,3	4,1
ago.	-2,1	-11,9	-3,1	-21,0	24,6	-3,4	4,0	6,1	-6,2	3,5	-9,4	-1,8
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2005 ago.	18,0	-226,5	74,1	-229,6	259,3	298,7	-112,0	89,7	-11,7	-75,6	84,4	132,5

F32 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 dalle IFM dell'area dell'euro 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)

dal 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	1.889,3	696,9	39,2	62,3	375,1	160,7	59,5	24,7	49,2	129,8	322,2	666,5
Beni	1.161,7	406,5	26,7	43,3	205,4	130,9	0,2	14,9	33,3	67,3	174,7	465,0
Servizi	367,4	131,2	7,1	10,0	92,2	17,6	4,3	5,1	10,4	35,7	73,7	111,4
Redditi	277,9	98,8	5,0	8,5	68,8	10,9	5,6	4,2	5,3	20,6	67,3	81,7
<i>di cui: redditi da capitale</i>	262,8	93,8	4,9	8,3	67,3	10,8	2,5	4,1	5,3	14,4	65,8	79,4
Trasferimenti correnti	82,4	60,4	0,4	0,5	8,7	1,3	49,4	0,5	0,2	6,2	6,5	8,5
Conto capitale	23,7	21,3	0,0	0,0	0,8	0,1	20,4	0,0	0,1	0,3	1,0	1,0
Debiti												
Conto corrente	1.872,0	612,2	34,3	58,5	295,4	136,3	87,7	19,2	81,1	122,2	281,2	755,9
Beni	1.083,7	320,8	25,1	39,4	147,0	109,3	0,0	8,7	51,1	54,3	114,0	534,8
Servizi	339,2	103,6	5,9	7,7	68,9	20,9	0,1	5,1	7,2	29,9	73,1	120,4
Redditi	306,4	94,3	2,9	10,4	72,0	4,6	4,4	3,9	22,5	32,9	85,5	67,3
<i>di cui: redditi da capitale</i>	299,8	91,1	2,8	10,4	71,0	2,5	4,4	3,8	22,4	32,3	84,6	65,6
Trasferimenti correnti	142,7	93,6	0,3	0,9	7,6	1,6	83,2	1,6	0,3	5,2	8,6	33,4
Conto capitale	8,7	0,9	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,5	6,9
Saldo												
Conto corrente	17,4	84,7	5,0	3,8	79,7	24,4	-28,2	5,4	-31,9	7,5	41,0	-89,4
Beni	77,9	85,7	1,6	3,9	58,4	21,6	0,2	6,2	-17,9	13,0	60,7	-69,8
Servizi	28,2	27,6	1,2	2,2	23,3	-3,3	4,2	0,0	3,2	5,8	0,6	-9,0
Redditi	-28,4	4,5	2,1	-2,0	-3,2	6,4	1,2	0,3	-17,2	-12,3	-18,1	14,4
<i>di cui: redditi da capitale</i>	-37,0	2,7	2,1	-2,0	-3,7	8,3	-1,9	0,3	-17,1	-18,0	-18,8	13,8
Trasferimenti correnti	-60,3	-33,2	0,1	-0,3	1,2	-0,3	-33,8	-1,1	-0,1	1,0	-2,1	-24,9
Conto capitale	15,0	20,4	0,0	0,0	0,3	-0,1	20,3	-0,1	0,1	-0,1	0,5	-5,9

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)							Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-74,6	-30,4	2,6	-0,9	-31,0	-1,1	0,0	-1,8	-3,6	20,0	8,3	-38,7	-28,5
All'estero	-158,5	-73,9	0,1	-4,8	-49,5	-19,6	0,0	1,2	-6,2	8,5	-7,8	-44,0	-36,3
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-153,3	-63,7	-2,5	-1,4	-36,8	-22,9	0,0	1,7	-5,8	1,9	-19,9	-43,3	-24,1
Debito	-5,2	-10,1	2,6	-3,4	-12,7	3,3	0,0	-0,5	-0,3	6,6	12,1	-0,7	-12,2
Nell'area dell'euro	83,8	43,5	2,5	4,0	18,5	18,6	0,0	-3,0	2,6	11,6	16,1	5,3	7,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	67,9	37,8	-0,5	2,7	34,6	1,0	0,0	-4,0	0,8	6,7	15,7	8,9	2,0
Debito	15,9	5,7	3,0	1,2	-16,1	17,6	0,0	0,9	1,8	4,9	0,4	-3,6	5,7

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 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-348,2	-157,9	-4,8	-5,2	-118,9	-20,0	-9,0	-3,5	-36,0	0,5	-41,1	-58,1	-52,1
Azioni e altre partecipazioni	-76,2	-23,5	0,5	-1,2	-20,0	-2,7	-0,1	-1,9	-10,1	-0,1	-5,5	-16,9	-18,1
Strumenti di debito	-272,0	-134,4	-5,3	-4,0	-98,9	-17,4	-8,9	-1,6	-25,9	0,6	-35,5	-41,1	-34,0
Obbligazioni e notes	-228,6	-104,9	-3,4	-5,5	-69,1	-18,1	-8,7	-2,0	-15,9	0,5	-51,5	-21,4	-33,4
Strumenti di mercato monetario	-43,4	-29,6	-1,9	1,6	-29,8	0,7	-0,1	0,4	-10,0	0,1	16,0	-19,8	-0,6

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 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	-24,6	-79,8	3,8	-0,8	-78,7	-10,7	6,6	-2,5	13,4	-0,9	36,0	-24,9	2,0	32,1
Attività	-422,2	-320,3	-9,2	-4,6	-283,2	-21,2	-2,1	-3,6	7,9	-9,9	-29,9	-44,2	-3,2	-19,1
Amministrazioni pubbliche	0,3	-0,7	-1,3	-0,1	-0,1	1,4	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,8	3,2
IFM	-323,3	-232,0	-6,2	-1,8	-200,3	-22,1	-1,5	-2,8	8,6	-8,3	-35,8	-30,3	-1,4	-21,3
Altri settori	-99,1	-87,5	-1,7	-2,6	-82,7	-0,5	-0,1	-0,5	-0,6	-1,5	5,9	-13,9	-0,1	-0,9
Passività	397,5	240,5	13,0	3,8	204,5	10,5	8,8	1,1	5,5	8,9	65,9	19,3	5,2	51,2
Amministrazioni pubbliche	-1,0	0,3	0,0	0,0	-0,7	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	-1,0	0,0	-0,5	0,8
IFM	318,9	171,1	13,0	2,9	141,7	8,7	4,7	0,5	5,1	8,0	50,0	15,6	5,7	62,9
Altri settori	79,6	69,1	0,1	0,8	63,5	1,8	3,0	0,5	1,0	1,0	16,9	3,6	-0,1	-12,5

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
Strumenti 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 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.	-959,3	-12,2	89,2	-1.071,1	-21,3	-241,0	285,0
2° trim.	-1.010,5	-12,8	113,5	-1.226,1	-13,5	-186,7	302,3
Attività							
2001	7.628,1	110,8	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	101,9	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,0	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 3° trim.	8.429,8	110,6	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
4° trim.	8.525,7	111,8	2.252,4	2.933,8	164,9	2.893,9	280,7
2005 1° trim.	9.115,6	115,7	2.324,0	3.141,0	174,3	3.191,2	285,0
2° trim.	9.683,3	122,9	2.378,1	3.355,3	197,7	3.449,9	302,3
Passività							
2001	8.026,9	116,6	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,6	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 3° trim.	9.143,9	120,0	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
4° trim.	9.399,8	123,3	2.194,3	3.893,2	179,4	3.132,9	-
2005 1° trim.	10.074,8	127,9	2.234,8	4.212,2	195,6	3.432,3	-
2° trim.	10.693,8	135,7	2.264,6	4.581,4	211,2	3.636,6	-

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 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.	1.858,6	145,3	1.713,3	465,3	1,2	464,2	1.640,0	46,1	1.593,9	594,7	3,7	591,0
2° trim.	1.908,5	152,1	1.756,4	469,6	1,2	468,4	1.655,1	47,2	1.608,0	609,5	3,7	605,8

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	Attività				Passività
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Eurosistema			IFM (escluso l'Euro- sistema)	Ammini- strazioni 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 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.	2,1	104,2	17,1	1.180,5	1.862,5	6,1	582,4	10,1	950,3	2.078,1	0,5	223,9	4,1	59,7	271,6
2° trim.	2,5	88,1	18,8	1.266,5	2.002,9	6,9	643,4	10,2	1.006,5	2.283,8	0,9	242,0	6,5	63,0	294,6

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		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	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 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.	3,8	0,1	77,5	0,2	1,4	55,3	49,1	6,2	40,8	0,0	43,7	2,4
2° trim.	5,0	0,2	78,9	0,2	1,4	62,2	47,7	14,5	42,3	0,0	42,0	3,1

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	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 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.	2.117,3	58,5	2.662,9	60,8	177,6	625,0	259,7	365,3	111,4	116,7	411,6	56,4
2° trim.	2.277,6	66,4	2.780,1	72,5	184,4	681,7	325,8	355,9	128,6	116,4	480,5	62,8

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi	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	59,8	40,1	-0,1	0,0	21,4	-15,1
2° trim.	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,8	39,7	-0,4	0,0	23,4	-17,7
2005 lug. ago. set.	296,3 295,7 311,6	135,2 135,2 149,4	381,223 380,520 380,258	4,2 4,2 4,2	14,7 14,2 13,8	142,1 142,1 144,2	8,3 9,1 10,8	29,2 29,1 27,3	104,9 104,2 106,3	- - -	- - -	-0,3 -0,3 -0,2	0,0 0,0 0,0	23,4 24,0 24,0	-16,3 -18,1 -19,5	
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 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
2° trim.	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
2005 lug. ago. set.	39,7 39,5 41,0	8,2 8,2 9,1	23,145 23,145 23,145	0,2 0,2 0,2	0,0 0,0 0,0	31,4 31,1 31,8	2,1 2,3 4,7	6,5 6,7 5,1	22,8 22,0 22,0	- - -	- - -	0,0 0,0 0,0	0,0 0,0 0,0	2,0 2,3 2,3	-1,1 -1,2 -1,5	

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)				Importazioni (c.i.f.)						
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,8	505,9	235,1	289,2	932,5	1.016,8	579,1	178,8	228,4	740,9	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,9	309,5	949,2	984,5	559,5	163,3	234,3	717,4	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,9	500,9	222,8	300,4	925,2	989,9	553,8	164,2	240,9	716,4	109,0
2004	8,7	9,1	1.145,4	543,0	244,8	311,8	989,0	1.072,8	599,1	181,8	253,7	761,2	129,0
2004 1° trim.	4,9	0,2	278,6	131,7	59,9	76,4	241,9	254,5	139,8	43,0	63,1	183,3	26,4
2° trim.	12,1	9,5	287,2	135,6	61,1	79,5	246,8	264,2	147,0	46,1	63,2	187,7	29,7
3° trim.	8,9	14,5	288,0	137,4	61,3	78,4	248,8	275,4	155,5	45,6	63,3	193,0	36,3
4° trim.	8,9	12,4	291,6	138,3	62,4	77,5	251,4	278,6	156,8	47,1	64,2	197,2	36,6
2005 1° trim.	3,5	8,8	292,0	137,6	61,9	77,4	255,5	279,2	155,1	44,7	63,6	197,6	36,0
2° trim.	6,5	10,8	302,0	142,5	63,3	79,9	258,8	292,3	163,2	48,5	64,4	201,8	39,9
2005 mar.	0,6	7,3	97,6	46,0	20,8	26,0	86,0	94,3	54,0	15,1	21,5	66,8	13,7
apr.	5,1	10,6	99,7	47,4	21,0	26,3	85,8	96,8	53,6	16,3	21,1	66,4	13,4
mag.	7,4	13,4	101,3	47,4	21,0	26,5	86,9	98,0	54,9	15,5	21,7	68,1	13,0
giu.	7,0	8,7	101,1	47,7	21,4	27,1	86,0	97,5	54,6	16,7	21,6	67,3	13,5
lug.	3,0	9,1	103,0	47,4	22,3	26,9	89,0	102,0	56,7	16,4	21,6	70,4	14,5
ago.	13,8	20,4	106,5	50,0	23,2	28,7	92,0	107,2	62,4	17,9	23,4	74,7	17,1
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	99,1	99,3	96,3	100,5	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,9	89,6	104,1	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,6	6,4	117,8	114,4	119,9	119,3	117,3	107,8	103,0	107,2	117,3	106,1	105,2
2004 1° trim.	7,8	5,0	116,0	112,9	117,9	117,9	115,8	106,5	102,6	101,3	117,3	103,6	101,4
2° trim.	11,6	6,3	118,0	114,5	119,4	121,2	117,0	106,8	102,4	107,9	116,8	104,7	101,0
3° trim.	7,6	8,3	117,6	114,9	119,4	119,7	117,4	108,5	103,9	107,1	116,5	106,8	113,7
4° trim.	7,6	5,9	119,5	115,2	122,9	118,5	118,9	109,3	102,9	112,5	118,5	109,4	104,7
2005 1° trim.	1,4	2,5	119,1	113,6	121,9	117,9	120,0	110,2	102,7	108,2	116,9	109,5	105,8
2° trim.	4,7	4,7	122,0	116,5	124,3	121,1	121,2	111,7	103,0	115,9	118,0	111,2	101,8
2005 mar.	-1,6	-0,3	118,9	113,4	123,5	118,4	120,8	109,9	104,6	108,6	118,5	110,6	112,2
apr.	3,1	3,7	121,0	116,2	123,2	119,9	120,5	111,6	102,0	117,9	117,1	110,6	102,7
mag.	6,1	8,5	123,3	117,1	123,7	120,9	122,5	114,0	106,0	112,2	119,1	113,0	106,1
giu.	4,8	2,3	121,6	116,1	125,9	122,4	120,4	109,4	100,9	117,7	117,8	109,9	96,7
lug.	0,5	0,7	123,4	114,9	130,4	121,4	124,3	111,4	100,4	115,3	117,6	115,2	96,2
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	102,8	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	96,9	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,4	92,6	97,9	96,2	99,6
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,8	94,8	94,0	98,8	95,3	93,4	92,2	92,6	97,3	94,9	84,8
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,6	97,2	93,4	97,9	96,2	95,8
3° trim.	1,3	5,8	97,7	97,2	94,9	99,8	96,7	99,2	101,3	93,0	98,4	97,0	104,1
4° trim.	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,6	96,5	99,6	103,1	91,4	98,1	96,8	113,8
2005 1° trim.	2,1	6,0	97,8	98,5	93,8	99,9	97,1	99,0	102,3	90,4	98,5	96,9	110,9
2° trim.	1,7	5,8	98,7	99,4	94,2	100,6	97,5	102,3	107,3	91,4	98,7	97,4	127,8
2005 mar.	2,2	7,7	98,2	99,0	93,6	100,4	97,4	100,6	104,7	91,0	98,7	97,3	119,7
apr.	1,9	6,7	98,5	99,4	94,4	100,3	97,5	101,7	106,7	90,7	98,0	96,7	127,6
mag.	1,2	4,5	98,2	98,8	93,9	100,3	97,1	100,8	105,3	90,5	98,8	97,1	119,7
giu.	2,1	6,2	99,4	100,1	94,3	101,3	97,8	104,4	109,9	92,8	99,4	98,5	136,1
lug.	2,5	8,3	99,8	100,6	94,7	101,1	98,0	107,3	114,6	93,4	99,8	98,4	147,7
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2001	1.062,8	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,4	49,9	93,5
2002	1.083,7	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,3
2003	1.059,9	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,5	37,9	100,8
2004	1.145,4	25,6	41,8	203,6	126,9	35,6	66,1	31,8	173,4	40,3	33,1	149,9	63,6	40,2	113,5
2004 1° trim.	278,6	6,2	10,1	49,8	31,2	8,1	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,8	15,2	9,6	27,4
2° trim.	287,2	6,3	10,4	51,0	31,6	9,1	16,3	8,2	43,9	10,7	8,0	37,0	15,9	9,9	28,8
3° trim.	288,0	6,4	10,5	51,6	31,2	9,3	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,5	16,6	10,3	27,0
4° trim.	291,6	6,6	10,8	51,2	32,9	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,6	16,0	10,5	30,3
2005 1° trim.	292,0	6,7	10,9	50,0	33,1	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	38,9	17,0	11,0	27,0
2° trim.	302,0	7,0	11,2	50,0	34,2	10,6	16,9	8,1	45,5	9,9	8,4	40,5	17,1	11,2	31,5
2005 mar.	97,6	2,2	3,7	16,6	10,9	3,4	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,8	6,0	3,6	8,8
apr.	99,7	2,3	3,7	16,6	11,4	3,4	5,6	2,8	15,0	3,3	2,9	13,8	5,6	3,9	9,4
mag.	101,3	2,4	3,7	16,9	11,3	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,0	3,7	10,8
giu.	101,1	2,4	3,7	16,6	11,6	3,7	5,5	2,7	15,3	3,4	2,8	13,3	5,5	3,6	11,2
lug.	103,0	2,4	3,8	16,8	11,5	3,4	5,7	2,8	15,1	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,5
ago.	106,5	2,6	3,7	18,0	11,7	4,0	6,2	3,0	15,7	3,7	2,9	14,4	6,6	4,0	10,0
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
Importazioni (c.i.f.)															
2001	1.016,8	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	82,9
2002	984,5	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	80,8
2003	989,9	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,4	52,2	141,4	68,9	39,8	84,2
2004	1.072,8	24,4	39,5	142,4	107,4	56,3	53,4	22,8	113,6	92,0	53,9	163,1	72,6	45,0	86,1
2004 1° trim.	254,5	6,0	9,5	34,3	27,0	12,3	12,8	5,0	26,4	20,7	13,6	36,6	16,6	10,8	22,9
2° trim.	264,2	5,9	9,9	34,9	26,2	13,6	13,2	5,7	29,8	22,5	13,1	40,9	17,3	11,0	20,4
3° trim.	275,4	6,2	10,0	37,0	26,7	14,6	13,6	6,0	28,7	23,6	13,8	42,5	19,1	11,6	21,9
4° trim.	278,6	6,3	10,1	36,1	27,5	15,8	13,8	6,1	28,7	25,2	13,5	43,0	19,8	11,7	20,9
2005 1° trim.	279,2	6,2	10,0	35,7	26,9	16,7	13,5	6,2	29,0	26,6	13,0	40,6	20,1	12,0	22,7
2° trim.	292,3	6,5	10,3	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,7	12,5	45,8	21,6	11,8	23,0
2005 mar.	94,3	2,1	3,4	12,0	8,7	6,0	4,5	2,1	9,8	9,2	4,5	13,7	7,3	4,0	6,9
apr.	96,8	2,1	3,4	12,5	9,3	5,7	4,6	2,0	10,0	8,9	4,1	14,7	7,0	3,9	8,5
mag.	98,0	2,3	3,4	12,1	10,0	6,0	4,8	2,1	9,9	9,5	4,3	15,0	7,5	3,9	7,3
giu.	97,5	2,1	3,4	12,0	9,6	5,8	4,9	1,8	10,0	9,4	4,1	16,2	7,1	3,9	7,2
lug.	102,0	2,0	3,5	12,7	9,6	5,7	5,0	2,0	10,1	9,9	4,4	15,6	7,7	4,1	9,6
ago.	107,2	2,3	3,6	13,0	9,5	6,7	5,0	2,1	10,3	10,1	4,7	17,4	9,7	5,0	7,9
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,3	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
Saldo															
2001	46,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,1	-10,2	-13,6	8,9	10,5
2002	99,1	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,5
2003	70,0	1,1	1,7	55,9	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-5,9	-9,4	-1,8	16,5
2004	72,6	1,2	2,3	61,2	19,5	-20,7	12,7	8,9	59,8	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,4
2004 1° trim.	24,1	0,2	0,7	15,5	4,3	-4,2	2,7	2,9	16,1	-11,0	-5,2	0,2	-1,4	-1,2	4,5
2° trim.	23,0	0,5	0,6	16,1	5,4	-4,5	3,1	2,6	14,1	-11,8	-5,0	-4,0	-1,3	-1,1	8,4
3° trim.	12,5	0,2	0,5	14,5	4,5	-5,3	3,5	1,9	14,5	-13,8	-5,3	-4,0	-2,5	-1,3	5,1
4° trim.	13,1	0,3	0,6	15,0	5,4	-6,7	3,3	1,6	15,1	-15,2	-5,3	-5,4	-3,8	-1,2	9,4
2005 1° trim.	12,8	0,5	0,9	14,3	6,2	-6,9	4,0	1,7	14,5	-16,3	-4,5	-1,6	-3,0	-1,0	4,3
2° trim.	9,8	0,6	0,9	13,5	5,3	-6,9	2,5	2,3	15,6	-17,8	-4,1	-5,4	-4,5	-0,6	8,5
2005 mar.	3,4	0,1	0,3	4,6	2,3	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,7	-1,6	-0,9	-1,3	-0,4	1,9
apr.	2,9	0,2	0,3	4,1	2,1	-2,3	1,0	0,8	5,1	-5,6	-1,2	-0,9	-1,5	0,0	1,0
mag.	3,2	0,1	0,3	4,8	1,3	-2,4	0,9	0,6	5,2	-6,2	-1,6	-1,7	-1,4	-0,2	3,5
giu.	3,7	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,2	0,6	0,8	5,3	-6,0	-1,3	-2,8	-1,6	-0,4	4,1
lug.	1,0	0,3	0,2	4,0	1,9	-2,3	0,8	0,8	5,0	-6,3	-1,6	-1,1	-1,8	0,0	0,9
ago.	-0,7	0,3	0,1	5,0	2,1	-2,7	1,1	1,0	5,4	-6,4	-1,8	-2,9	-3,1	-1,0	2,2

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

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

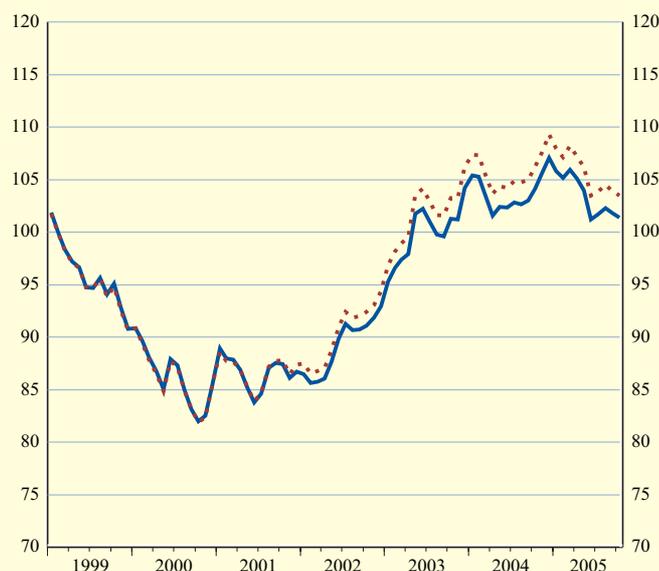
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	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	90,2	86,4	87,9	94,8	90,8	
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	97,2	99,0	106,6	101,6	
2004	103,8	105,8	105,2	105,4	102,6	103,1	111,0	105,4	
2004 3° trim.	102,8	104,9	104,3	104,5	100,8	102,2	110,1	104,5	
4° trim.	105,7	107,7	106,6	107,0	104,6	104,6	113,0	107,1	
2005 1° trim.	105,7	107,8	107,0	107,0	103,3	104,3	112,6	106,5	
2° trim.	103,4	105,6	104,2	104,8	100,7	102,7	110,1	104,1	
3° trim.	101,9	104,1	102,4	.	.	.	108,3	102,3	
2004 ott.	104,2	106,2	105,2	-	-	-	111,5	105,7	
nov.	105,6	107,6	106,4	-	-	-	113,1	107,1	
dic.	107,1	109,3	108,2	-	-	-	114,4	108,5	
2005 gen.	105,8	108,0	107,1	-	-	-	112,9	106,9	
feb.	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,8	
mar.	106,0	108,2	107,3	-	-	-	112,9	106,8	
apr.	105,1	107,2	105,9	-	-	-	111,9	105,8	
mag.	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6	
giu.	101,2	103,5	102,2	-	-	-	107,6	101,9	
lug.	101,7	103,8	102,3	-	-	-	108,0	102,0	
ago.	102,3	104,5	102,9	-	-	-	108,7	102,7	
set.	101,8	103,9	101,9	-	-	-	108,2	102,2	
ott.	101,4	103,5	101,4	-	-	-	107,8	101,7	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2005 ott.	-0,4	-0,4	-0,5	-	-	-	-0,4	-0,5	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2005 ott.	-2,7	-2,5	-3,6	-	-	-	-3,4	-3,8	

F33 Tassi di cambio effettivi

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

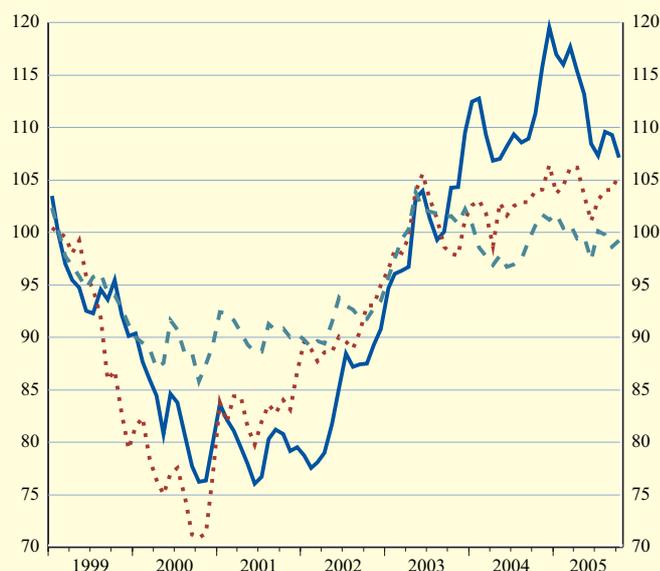
— TCE-23 nominale
 - - - TCE-23 reale IPC



F34 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 - - - JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



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
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
3° trim.	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1.255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
2005 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
ago.	7,4596	9,3398	0,68527	1,2292	135,98	1,5528	1.255,33	9,5529	2,0439	1,4819	7,9165	1,6144
set.	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1.261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
ott.	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1.256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 ott.	0,0	0,9	0,6	-2,0	1,5	0,0	-0,4	-2,0	-1,3	-2,1	0,3	-0,4
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 ott.	0,3	4,0	-1,5	-3,8	1,5	0,4	-11,9	-4,2	-3,0	-9,3	-4,9	-6,5
	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
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
3° trim.	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	3,5250
2005 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
ago.	29,594	15,6466	0,57321	0,6960	3,4528	244,49	0,4293	4,0436	239,51	38,681	1,9557	3,5034
set.	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	3,5097
ott.	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	3,5997
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 ott.	1,2	0,0	0,0	0,1	0,0	2,4	0,0	0,2	0,0	1,2	0,0	2,6
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 ott.	-5,8	0,0	-0,5	4,1	0,0	2,1	-0,1	-9,2	-0,2	-2,7	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 tailandese 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	
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	
3° trim.	9,9250	7,3728	77,64	12.216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
2005 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	
ago.	9,9589	7,3684	78,37	12.283,08	4,6216	1,7675	68,768	35,0119	7,9508	50,604	1,6534	
set.	9,9177	7,4384	76,15	12.542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
ott.	9,7189	7,3822	73,29	12.118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2005 ott.	-2,0	-0,8	-3,8	-3,4	-1,9	-1,7	-2,9	-1,3	1,5	-2,3	-0,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2005 ott.	-6,0	-2,0	-16,3	6,6	-4,5	-5,8	-5,2	-5,4	-0,9	-4,7	-	

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.

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	8,4	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	7,5	1,0	1,3
2005 1° trim.	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,6	2,8	2,8	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	2,6	0,5	1,9
3° trim.	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,7	2,3	2,2	0,9	2,4
2005 mag.	0,9	1,3	2,9	2,1	6,5	1,9	3,5	2,4	2,2	2,1	2,4	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	2,6	0,8	2,0
lug.	1,4	1,9	3,9	1,3	6,3	1,9	3,6	1,7	1,5	2,0	2,1	0,7	2,3
ago.	1,4	2,3	4,2	1,5	6,3	2,3	3,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,0	2,4
set.	2,0	2,4	4,9	2,1	7,4	2,6	3,6	2,0	1,8	3,2	2,3	1,1	2,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
2002	-6,8	1,4	1,5	-4,5	-2,3	-1,4	-8,5	-5,7	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,6
2003	-12,5	1,0	2,6	-6,3	-1,2	-1,2	-6,5	-10,4	-4,8	-2,7	-3,8	0,2	-3,3
2004	-3,0	2,3	1,7	-4,1	-1,0	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
2002	29,8	47,6	5,8	65,2	14,2	22,4	55,5	63,3	41,2	29,8	43,7	52,4	38,2
2003	36,8	45,0	6,0	69,8	14,6	21,4	57,4	72,8	45,3	29,4	43,1	52,0	39,7
2004	36,8	43,2	5,5	72,0	14,7	19,6	57,4	75,9	43,6	29,8	42,5	51,1	41,5
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
lug.	3,35	3,21	-	4,84	3,87	3,61	6,13	4,55	4,72	3,78	3,22	3,06	4,31
ago.	3,37	3,24	-	4,84	3,87	3,50	5,85	4,43	4,88	3,79	3,24	3,14	4,34
set.	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
lug.	1,78	2,16	2,33	3,92	2,71	2,32	6,50	3,28	4,68	4,04	2,89	1,64	4,66
ago.	1,79	2,17	2,33	3,85	2,76	2,33	6,35	3,26	4,67	4,02	2,94	1,67	4,59
set.	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
PIL a prezzi costanti													
2003	3,2	0,6	6,7	1,9	7,2	10,6	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,1	7,8	3,7	8,3	6,0	4,2	0,4	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2005 1° trim.	4,7	2,1	7,2	3,8	7,4	4,6	3,8	0,2	3,8	2,8	5,1	2,2	1,7
2° trim.	5,1	3,0	9,9	3,5	11,6	7,1	4,0	2,4	1,0	4,7	5,1	2,1	1,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2003	-6,3	3,3	-12,6	-2,4	-7,5	-6,4	-8,7	-6,1	-2,2	-1,0	-0,5	7,4	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-4,9	-12,0	-6,4	-8,5	-8,5	-4,0	-2,5	-3,1	8,3	-1,8
2004 4° trim.	-7,8	0,5	-16,3	-17,4	-9,5	-3,5	-7,5	-17,2	-1,6	-3,8	-3,6	7,0	-0,9
2005 1° trim.	2,9	4,3	-9,5	-13,6	-9,4	-3,7	-6,9	-7,7	-1,1	-1,7	-2,2	8,5	-2,0
2° trim.	-4,0	5,7	-9,2	1,5	-10,0	-6,7	-7,2	-7,1	-0,8	0,4	-11,3	7,2	-1,7
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	7,6	1,6	4,9	-	5,6	1,5	7,2	-	.	4,7	3,5	1,3	3,2
2004	1,2	1,1	3,0	-	8,8	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,7	2,0
2004 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	2,6	5,0
2° trim.	0,7	2,7	2,4	-	-	-	-	-	-	-	3,6	0,0	3,1
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	4,9
2004	8,3	5,4	9,2	5,2	9,8	10,9	6,0	7,6	18,8	6,0	18,2	6,4	4,7
2005 1° trim.	8,0	5,1	8,0	6,0	9,5	9,2	6,9	8,0	18,2	5,7	16,9	6,3	4,6
2° trim.	7,8	5,0	7,8	5,9	9,1	8,6	7,1	8,2	18,0	5,8	16,5	.	4,6
3° trim.	.	4,8	7,3	6,3	8,8	7,9	7,2	7,9	17,7	5,8	16,4	.	.
2005 mag.	7,8	5,0	7,8	6,0	9,1	8,6	7,1	8,2	17,9	5,8	16,5	.	4,7
giu.	7,8	4,9	7,7	6,2	9,0	8,4	7,1	8,0	17,9	5,8	16,5	.	4,6
lug.	7,7	4,9	7,5	6,2	8,9	8,2	7,1	7,9	17,8	5,8	16,4	.	4,6
ago.	7,7	4,8	7,3	6,3	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,3	.	.
set.	.	4,7	7,1	6,4	8,8	7,6	7,2	7,8	17,7	5,8	16,4	.	.

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

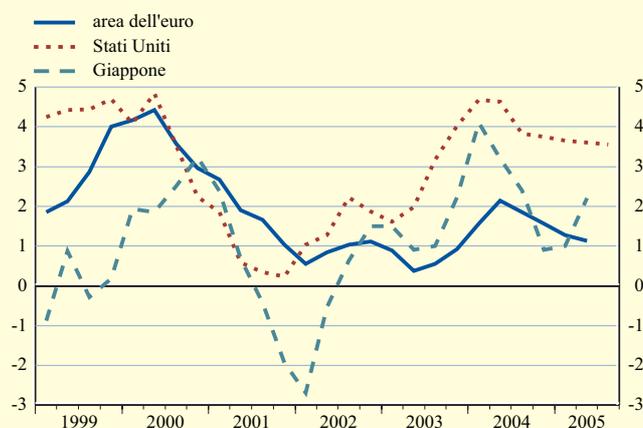
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	-0,2	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	2,9	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-2,9	4,2	4,9	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 3° trim.	2,7	-2,2	3,8	5,5	5,4	4,6	1,75	4,29	1,2220	-4,8	48,4
4° trim.	3,3	-1,5	3,8	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 1° trim.	3,0	2,5	3,6	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,6
2° trim.	2,9	4,3	3,6	3,3	5,1	5,0	3,28	4,16	1,2594	.	.
3° trim.	3,8	.	3,6	3,1	5,0	6,1	3,77	4,21	1,2199	.	.
2005 giu.	2,5	-	-	3,6	5,0	5,1	3,43	4,00	1,2165	-	-
lug.	3,2	-	-	3,0	5,0	5,4	3,61	4,16	1,2037	-	-
ago.	3,6	-	-	3,2	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	-	-
set.	4,7	-	-	3,0	5,1	6,6	3,91	4,19	1,2256	-	-
ott.	.	-	-	.	.	.	4,17	4,45	1,2015	-	-
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 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	1,0	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2° trim.	-0,1	0,9	2,2	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
3° trim.	-0,3	.	.	0,0	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
2005 giu.	-0,5	0,6	-	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	-	-
lug.	-0,3	2,8	-	-2,3	4,4	1,7	0,06	1,26	134,75	-	-
ago.	-0,3	.	-	1,5	4,3	1,7	0,06	1,43	135,98	-	-
set.	-0,3	.	-	1,0	4,2	2,0	0,06	1,38	136,06	-	-
ott.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,54	138,05	-	-

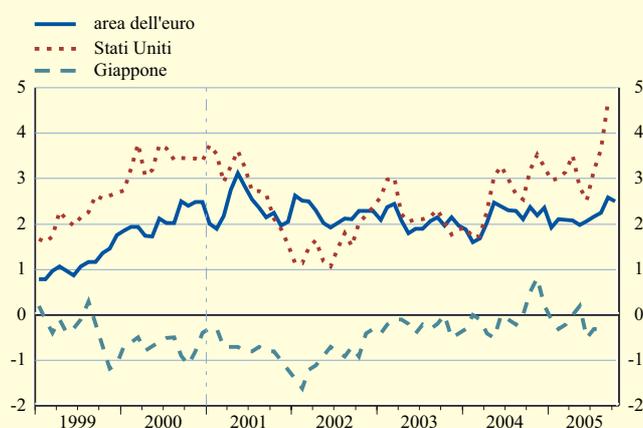
F35 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F36 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.

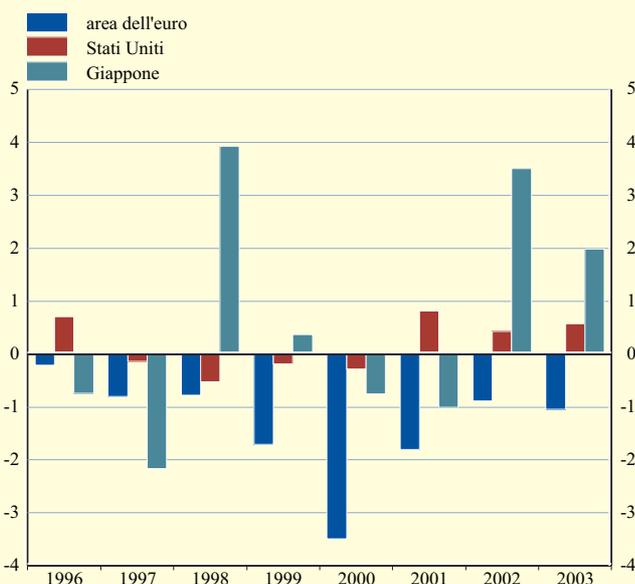
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

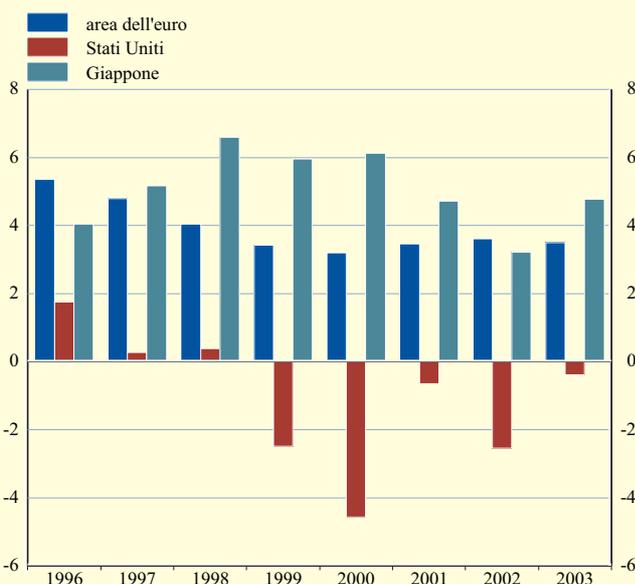
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	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	5,0	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,1	13,0	4,2	11,4	6,7
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,8	11,3	8,1
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,4	8,0	3,4	0,7	13,5	6,6	11,0	9,4
2003 3° trim.	13,3	18,6	-4,5	6,8	6,9	-0,1	8,1	-0,6	0,3	13,5	8,7	11,7	7,6
4° trim.	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,1	13,5	5,1	11,2	4,3
2004 1° trim.	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,3	8,2	4,0	1,0	13,3	7,2	11,0	10,0
2° trim.	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,7	8,1	2,4	-0,5	13,6	4,8	10,7	8,6
3° trim.	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,7	8,4	2,3	0,5	13,6	7,1	10,9	9,1
4° trim.	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	5,1	7,3	4,8	1,8	13,6	7,5	11,4	9,8
2005 1° trim.	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,5	7,7	3,0	1,2	13,7	5,8	10,0	8,3
2° trim.	13,8	20,0	-6,2	7,4	7,3	3,5	8,1	2,5	0,5	13,8	2,8	9,7	8,4
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	0,2	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,8	.	1,9	.	-0,7
2003 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	-0,6	.	-7,2	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
3° trim.	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	0,2	.	-2,1	.	1,5
4° trim.	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	2,8	.	8,3	.	-0,5
2005 1° trim.	.	24,4	.	.	.	8,6	.	-2,3	-2,9	.	-8,1	.	3,3
2° trim.	.	23,7	.	.	.	-17,9	.	-16,5	1,0	.	7,5	.	-6,6

F37 Saldo finanziario delle società non finanziarie
(in percentuale del PIL)



F38 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 nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S32
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve 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	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S54
F27	Debito (definizione di Maastricht)	S54
F28	Saldi di conto corrente	S55
F29	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F30	Conto dei beni	S56
F31	Conto dei servizi	S56
F32	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F33	Tassi di cambio effettivi	S67
F34	Tassi di cambio bilaterali	S67
F35	PIL a prezzi costanti	S70
F36	Indici dei prezzi al consumo	S70
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F38	Saldo finanziario delle famiglie	S71

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 stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

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 nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali 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” e le equivalenti “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 nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina

nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è

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*.

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.

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 2 novembre 2005.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche moneta-

rie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

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

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

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

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

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

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

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

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

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

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

La tavola 3 mostra la 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) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. 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 termine”: i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche stagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice stagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. 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 colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio

consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della 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, corretti e non corretti per la stagionalità, 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. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

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

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

sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, 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 termine³⁾. 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 2001⁴⁾. 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.

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.

3) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

4) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 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 6.5, 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 2000⁵⁾, 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 2002⁶⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

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)⁷⁾ e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics*

5) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

6) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

7) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

(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 principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua

la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati

membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Thailandia, 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 que-

sto 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 liquidi-

tà 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 rifinan-

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.

ziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre 1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come benchmark per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

5 GIUGNO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

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

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

12 GENNAIO 2004

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

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di ri-

finanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

**1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO,
5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE,
4 NOVEMBRE, 2 DICEMBRE 2004
E 13 GENNAIO 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la

banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

**3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO, 2 GIUGNO,
7 LUGLIO, 4 AGOSTO, 1° SETTEMBRE, 6 OTTOBRE
E 3 NOVEMBRE 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 agosto e ottobre 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.
Domanda di moneta e incertezza, ottobre 2005.
Valutazione della performance dei sistemi finanziari, ottobre 2005.
Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro, novembre 2005.
Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, novembre 2005.
Relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia, novembre 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Publicazione 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. Wredenburg, luglio 2004.
- 19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell'MPC del SEBC, luglio 2004.
- 20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.
- 22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
- 23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
- 24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.
- 25 *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, di G. Wolswijk and J. de Haan, marzo 2005.
- 26 *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, di L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, aprile 2005.
- 27 *The EU budget: how much scope for institutional reform?*, di H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, aprile 2005.
- 28 *Regulatory reforms in selected EU network industries*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.
- 29 *Wealth and asset price effects on economic activity*, di F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. William, giugno 2005.
- 30 *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a cura di una task force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 31 *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, di M. Sturm e N. Siegfried, giugno 2005.
- 32 *Managing financial crises in emergine market economies*, a cura di una Task force del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.
- 34 *Hedge funds and their implications for financial stability*, di T. Garbaravicius e F. Dieririk, agosto 2005.
- 35 *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, di R. Petschnigg, settembre 2005.
- 36 *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, di I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, settembre 2005.
- 37 *Financing conditions in the euro area*, di L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, ottobre 2005.
- 38 *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, di M. G. Briotti, ottobre 2005.
- 39 *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, di A. Annenkov e C. Madaschi, ottobre 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 509 *Productivity shocks, budget deficits and the current account*, di M. Bussière, M. Fratzscher e G. J. Müller, agosto 2005.

- 510 *Factor analysis in a New-Keynesian model*, di A. Beyer, R. E. A. Farmer, J. Henry e M. Marcellino, agosto 2005.
- 511 *Time or state-dependent price-setting rules? Evidence from Portuguese micro-data*, di D. A. Dias, C. R. Marques e J. M. C. Santos Silva, agosto 2005.
- 512 *Counterfeiting and inflation*, di C. Monnet, agosto 2005.
- 513 *Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the euro area*, di G. Coenen e R. Straub, agosto 2005.
- 514 *Gains from international monetary policy coordination: does it pay to be different?*, di Z. Liu e E. Pappa, agosto 2005.
- 515 *An international analysis of earnings, stock prices and bond yields*, di A. Durré e P. Giot, agosto 2005.
- 516 *The European Monetary Union as a commitment device for new EU Member States*, di F. Ravenna, agosto 2005.
- 517 *Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II*, di P. Van Roy, agosto 2005.
- 518 *Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in euro area countries*, di G. de Bondt, B. Mojon e N. Valla, settembre 2005.
- 519 *Non-Keynesian effects of fiscal contraction in new Member States*, di A. Rzońca e P. Cizkowicz, settembre 2005.
- 520 *Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature*, di L. Stracca, settembre 2005.
- 521 *Inflation persistence in structural macroeconomic models (RG10)*, di R.-P. Berben, R. Mestre, T. Mitrakos, J. Morgan e N. G. Zonzilos, settembre 2005.
- 522 *Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data*, di L. J. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando, settembre 2005.
- 523 *How frequently do consumer prices change in Austria? Evidence from micro CPI data*, di J. Baumgartner, E. Glatzer, F. Rumler e A. Stiglbauer, settembre 2005.
- 524 *Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data*, di E. Dhyne, L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler e J. Vilmunen, settembre 2005.
- 525 *Distilling co-movements from persistent macro and financial series*, di K. Abadir e G. Talmain, settembre 2005.
- 526 *On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU*, di G. Wolswijk, settembre 2005.
- 527 *Banking system stability: a cross-Atlantic perspective*, di P. Hartmann, S. Straetmans e C. de Vries, settembre 2005.
- 528 *How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches*, di M. Fratzscher, settembre 2005.
- 529 *Explaining exchange rate dynamics: the uncovered equity return parity condition*, di L. Cappiello e R. A. De Santis, settembre 2005.
- 530 *Cross-dynamics of volatility term structures implied by foreign exchange options*, di E. Krylova, J. Nikkinen e S. Vähämaa, settembre 2005.
- 531 *Market power, innovative activity and exchange rate pass-through in the euro area*, di S. N. Brissimis e T. S. Kosma, ottobre 2005.
- 532 *Intra-and extra-euro area import demand for manufactures*, di R. Anderton, B. H. Baltagi, F. Skudelny e N. Sousa, ottobre 2005.
- 533 *Discretionary policy, multiple equilibria and monetary instruments*, di A. Schabert, ottobre 2005.
- 534 *Time-dependent or state-dependent price-setting? Micro-evidence from German metal-working industries*, di H. Stahl, ottobre 2005.

- 535 *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*, di S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl e A. C. J. Stokman, ottobre 2005.
- 536 *Heterogeneity in consumer price stickiness: a microeconomic investigation*, di D. Fougère, H. Le Bihan e P. Sevestre, ottobre 2005.
- 537 *Global inflation*, di M. Ciccarelli e B. Mojon, ottobre 2005.
- 538 *The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data*, di L. J. Álvarez e I. Hernando, ottobre 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.

Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, agosto 2005), (dati per il periodo 1999-2003), agosto 2005.

Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010), agosto 2005.

Central banks provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement, agosto 2005.

ECB statistics: a brief overview, agosto 2005.
Result of oversight assessment of retail payment systems in euro, agosto 2005.
Indicators of financial integration in the euro area, settembre 2005.
EU banking structures, ottobre 2005.
EU banking sector stability, ottobre 2005.
Second progress report on TARGET2, ottobre 2005.
Legal aspects of the European System of Central Banks, ottobre 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.
TARGET – the current system, settembre 2004.
TARGET – the current system, (aggiornamento 2005), agosto 2005.
TARGET2 – the future TARGET system, (aggiornamento 2005), agosto 2005.
Euro area at a glance, agosto 2005.

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 si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore 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 (prestatore) 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.