



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

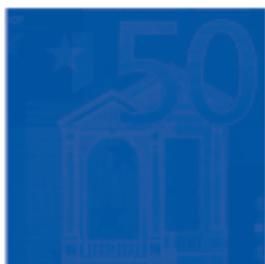
12 | 2006

**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE APRILE 2006

Nel 2006 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 5 euro

© Banca Centrale Europea, 2006

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 5 aprile 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di aprile 2006
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

INDICE

EDITORIALE

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

SI

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 7

Gli andamenti monetari e finanziari 12

Prezzi e costi 31

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro 40

I tassi di cambio
e la bilancia dei pagamenti 54

Riquadri:

1 Fattori sottostanti la vigorosa
crescita di M1 15

2 Come vengono incorporate le notizie
sulle grandezze fondamentali
macroeconomiche nel mercato
obbligazionario dell'area dell'euro? 24

3 Andamenti recenti dei salari
e del costo del lavoro per settore
nell'area dell'euro 34

4 Produttività del lavoro e andamento
dei prezzi nel settore dei servizi
dell'area dell'euro: il ruolo
della concorrenza 42

5 La mobilità del lavoro all'interno
dell'UE allargata 45

6 Un confronto fra le dinamiche
dell'occupazione nell'area dell'euro
e negli Stati Uniti dal 1995 51

7 Un'analisi quantitativa del grado
di comovimento delle principali valute 56

ARTICOLI

L'importanza delle riforme della spesa
pubblica per la crescita economica
e la stabilità 63

La gestione di portafoglio presso la BCE 77

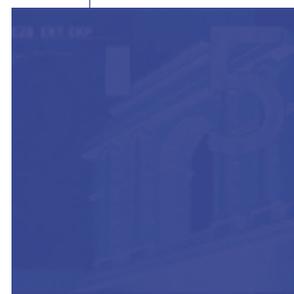
Regimi monetari e di cambio tra l'area
dell'euro e alcuni paesi terzi e territori 89

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica
monetaria dell'Eurosistema I

Documenti pubblicati dalla Banca
centrale europea dal gennaio 2005 III

Glossario IX



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 6 aprile 2006 il Consiglio direttivo ha deciso, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE, dopo l'aumento di 25 punti base del 2 marzo scorso. Le informazioni pervenute nel frattempo confermano la valutazione del Consiglio direttivo, secondo cui in marzo è stato necessario adeguare ulteriormente l'orientamento accomodante di politica monetaria per far fronte ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Rimane essenziale assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro siano mantenute saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Ciò costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca in maniera duratura a sostenere la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell'area. La politica monetaria resta accomodante in un contesto caratterizzato dal permanere di tassi di interesse, nominali e reali, su livelli molto contenuti per tutte le scadenze, mentre l'espansione della moneta e del credito rimane vigorosa e la liquidità abbondante. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire tutti gli sviluppi con estrema attenzione per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto riguarda innanzitutto l'analisi economica, le recenti informazioni hanno confermato la valutazione del Consiglio direttivo che indica un miglioramento delle prospettive per l'espansione economica nell'area dell'euro, dopo la più modesta dinamica osservata sul finire del 2005. Secondo gli ultimi dati, i risultati delle indagini congiunturali e le varie stime basate su indicatori, sembra che la crescita si stia rafforzando e diffondendo nel primo semestre del 2006. Di fatto, continuano a esistere i presupposti per una forte espansione nei prossimi trimestri. L'attività economica a livello mondiale resta vigorosa, sostenendo le esportazioni dell'area dell'euro. Gli investimenti dovrebbero rimanere elevati, grazie al protrarsi di un periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazione dei bilanci societari e recuperi di redditività ed efficienza, realizzati e tuttora in corso di realizzazione. La crescita dei consumi dovrebbe altresì intensificarsi nel tempo, in linea con l'an-

damento del reddito disponibile reale, allorché la situazione nel mercato del lavoro continuerà a migliorare gradualmente. Queste prospettive per l'attività economica trovano riscontro anche nelle previsioni disponibili di organizzazioni internazionali e del settore privato.

I rischi per la crescita economica sembrano essere sostanzialmente bilanciati nel breve periodo. Su orizzonti temporali più lunghi, i rischi verso il basso continuano a essere connessi a potenziali rincari del petrolio e ai timori riguardanti gli squilibri mondiali.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per marzo un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,2 per cento, rispetto al 2,3 di febbraio e al 2,4 di gennaio. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe mantenersi al di sopra del 2 per cento; gli esatti livelli dipenderanno considerevolmente dall'evoluzione delle componenti più variabili dell'indice. Oltre il breve termine, ci si attende che le variazioni di prezzi amministrati e imposte indirette si ripercuotano in misura significativa sull'inflazione quest'anno e il prossimo; anche gli effetti indiretti degli scorsi rincari del petrolio dovrebbero esercitare spinte al rialzo. Nel contempo, la dinamica salariale nell'area dell'euro è rimasta moderata negli ultimi trimestri e gli incrementi delle retribuzioni dovrebbero restare contenuti, riflettendo in parte le forti pressioni concorrenziali a livello mondiale, in particolare nel settore manifatturiero. Nell'ultimo periodo il moderato andamento dei salari ha contribuito ad attenuare le spinte inflazionistiche interne; in prospettiva, è d'importanza cruciale che le parti sociali seguino a mostrare senso di responsabilità al riguardo, anche in un contesto economico più favorevole.

Le prospettive per l'andamento dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo, connessi a ulteriori rincari del petrolio e alla possibilità di una trasmissione ai prezzi al consumo maggiore del previsto, a nuovi aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette nonché, in misura più sostanziale, a una dinamica di salari e prezzi più vigorosa delle attese a causa di effetti di secondo impatto degli scorsi rincari del greggio.

Per quanto concerne l'analisi monetaria, i recenti andamenti confermano che l'effetto di stimolo esercitato dal basso livello dei tassi di interesse resta il fattore determinante all'origine della forte tendenza di crescita della moneta. Inoltre, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al settore privato ha continuato ad aumentare negli ultimi mesi, a fronte del sostenuto ritmo di espansione dei prestiti alle famiglie, soprattutto dei mutui per l'acquisto di abitazioni, e alle società non finanziarie. Nel complesso, in un contesto di abbondante liquidità nell'area, la forte crescita della moneta e del credito continua a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In sintesi, si prevede che il tasso di inflazione si mantenga su livelli elevati nel 2006 e nel 2007, e l'analisi economica indica che i rischi per la stabilità dei prezzi rimangono orientati al rialzo. Tenuto conto della vigorosa espansione monetaria e dell'abbondante liquidità a fronte di un miglioramento dell'attività economica, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione secondo cui prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. È essenziale che le aspettative di inflazione a medio termine restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo continuerà, pertanto, a seguire tutti gli sviluppi con estrema attenzione per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi, fornendo in tal modo un contributo duraturo a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, benché i risultati di bilancio per il 2005 siano in prevalenza migliori di quanto previsto qualche mese fa, i saldi programmati per l'anno in corso non indicano progressi significativi nel risanamento dei conti pubblici per l'insieme dell'area dell'euro. Date le prospettive economiche, è necessario imprimere un ritmo più rapido alla riduzione dei disavanzi. Ritardare l'azione di riequilibrio fiscale in periodi di miglioramento dell'attività economica comporta rischi nel medio periodo, come si è già osservato in pas-

sato. Accelerare il processo di diminuzione dei deficit sulla base di misure credibili e definite con precisione, quale parte integrante di un programma di riforma organico, contribuirebbe ad accrescere la fiducia nelle prospettive di medio termine dell'area dell'euro e a evitare il ripetersi delle esperienze passate, quando in periodi favorevoli il compiacimento per i risultati raggiunti ha concorso alla persistenza di squilibri di bilancio.

Quanto alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo accoglie con favore l'esortazione del Consiglio europeo di Bruxelles, del 23-24 marzo scorso, a mantenere lo slancio impresso alla rinnovata strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione. Come sottolineato dal Consiglio europeo, allo stadio attuale occorre innanzitutto assicurare l'attuazione efficace, tempestiva e completa delle misure stabilite nei programmi di riforma nazionali degli Stati membri e, se necessario, rafforzare tali misure. Questi interventi sono volti, fra l'altro, a migliorare la sostenibilità e la qualità delle finanze pubbliche, promuovere la flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, contribuire a un contesto produttivo favorevole e assicurare la piena operatività del mercato interno dell'UE, compresi i settori dell'energia e dei servizi. Mettere in atto un programma complessivo di riforme strutturali assume particolare rilevanza per i paesi dell'area dell'euro, allo scopo di migliorare la flessibilità di salari e prezzi e la tenuta dell'economia agli shock, facilitare l'adeguamento strutturale, aumentare la crescita del prodotto potenziale e la creazione di posti di lavoro, nonché ridurre le pressioni sui prezzi, rendendo in tal modo più agevole la conduzione della politica monetaria unica.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo verte sull'importanza della riforma della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità nell'area dell'euro. Il secondo passa in rassegna i principali aspetti operativi, informativi e giuridici della gestione di portafoglio della BCE. Il terzo fornisce una visione d'insieme dei regimi monetari e di cambio applicati dall'area dell'euro nei confronti di paesi terzi.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Agli inizi del 2006 la crescita dell'economia mondiale è rimasta relativamente sostenuta e la sua dinamica sottostante appare piuttosto vivace. Nello stesso periodo, le variazioni di prezzo dei prodotti energetici hanno influito in misura considerevole sull'inflazione al consumo, che è aumentata in vari paesi in gennaio per poi scendere lievemente in febbraio. Nel complesso, le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda esterna dell'area restano favorevoli. Le condizioni di finanziamento continuano ad essere relativamente positive e, assieme agli elevati profitti e alla migliore situazione patrimoniale delle imprese, dovrebbero sostenere la spesa per investimenti del settore societario in alcune delle principali economie. I corsi petroliferi e il protrarsi degli squilibri mondiali continuano a rappresentare delle fonti di rischio per le prospettive economiche internazionali.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'espansione dell'economia mondiale si è mantenuta relativamente vigorosa. Nella media dei paesi dell'OCSE, l'attività industriale ha continuato ad accelerare fino alla fine del 2005 e in dicembre ha registrato un incremento sui dodici mesi del 3,8 per cento. Benché all'inizio dell'anno alcune economie abbiano registrato un lieve calo della crescita della produzione industriale, la dinamica sottostante appare ancora piuttosto vivace. I risultati delle indagini indicano che, a livello mondiale, l'espansione nel settore manifatturiero e in quello dei servizi è proseguita anche durante i primi mesi del 2006. Nello stesso periodo l'inflazione al consumo sui dodici mesi è aumentata in diverse economie dopo essersi lievemente moderata nella seconda metà del 2005. L'aumento ha riflesso in larga misura l'effetto diretto di una nuova ascesa dei prezzi petroliferi al volgere dell'anno. Nell'insieme dei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo è scesa al 2,8 per cento in febbraio, dal 3,0 di gennaio, mentre il tasso calcolato escludendo i beni alimentari ed energetici si è collocato all'1,8 per cento, dall'1,9 (cfr. figura 1).

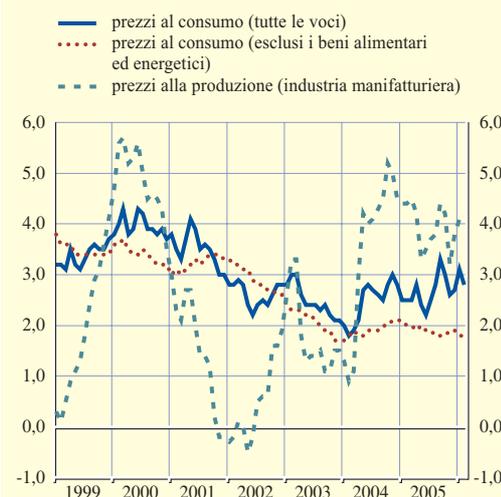
STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica ha rallentato notevolmente durante l'ultimo trimestre del 2005. Parte della decelerazione sarebbe tuttavia di natura temporanea e riconducibile agli effetti dell'uragano Katrina. Stando ai dati definitivi, nel quarto trimestre la crescita del PIL in termini reali (sul periodo precedente, in ragione d'anno) è scesa all'1,7 per cento, dal 4,1 del terzo trimestre. Tale andamento ha riflesso soprattutto la minore espansione dei consumi privati, il calo della spesa del governo federale e la decelerazione sia degli investimenti in attrezzature e software sia degli investimenti fissi in edilizia residenziale, in parte compensati da una ripresa dell'accumulo di scorte del settore privato e da un'accelerazione delle esportazioni.

I dati disponibili per i primi mesi del 2006 indicano che l'attività economica interna ha segnato un recupero dopo la fase di debolezza alla fine del 2005. In particolare, la spesa per consumi delle famiglie in termini reali è stata sostenuta. Al contempo, la produzione industriale (se si esclude il settore

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

dei servizi di pubblica utilità) ha evidenziato un andamento debole in febbraio dopo vari mesi di fortissimi incrementi. Ciò nonostante, agli inizi del 2006 gli indicatori del clima di fiducia delle imprese del settore manifatturiero hanno continuato a migliorare.

In prospettiva, il ritmo di crescita dell'economia statunitense dovrebbe rimanere robusto nel breve periodo. Permangono tuttavia vari rischi al ribasso per la crescita del PIL, che potrebbero risultare esacerbati dall'ulteriore ampliarsi del disavanzo commerciale. In particolare, tassi di interesse a lungo termine più elevati e la possibile moderazione dei prezzi delle abitazioni potrebbero frenare la spesa per consumi privati nel contesto dell'alto livello di indebitamento delle famiglie.

In febbraio l'inflazione complessiva è scesa al 3,6 per cento a seguito del calo dei prezzi dei prodotti energetici, mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari e di quelli energetici è rimasto stabile al 2,1 per cento. Benché al momento le attese inflazionistiche appaiano contenute e gli incrementi salariali restino moderati, il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva e l'eventuale scarsità di offerta nel mercato del lavoro – soprattutto se accompagnati da ulteriori rincari dei beni energetici – potrebbero in futuro intensificare le spinte sui prezzi.

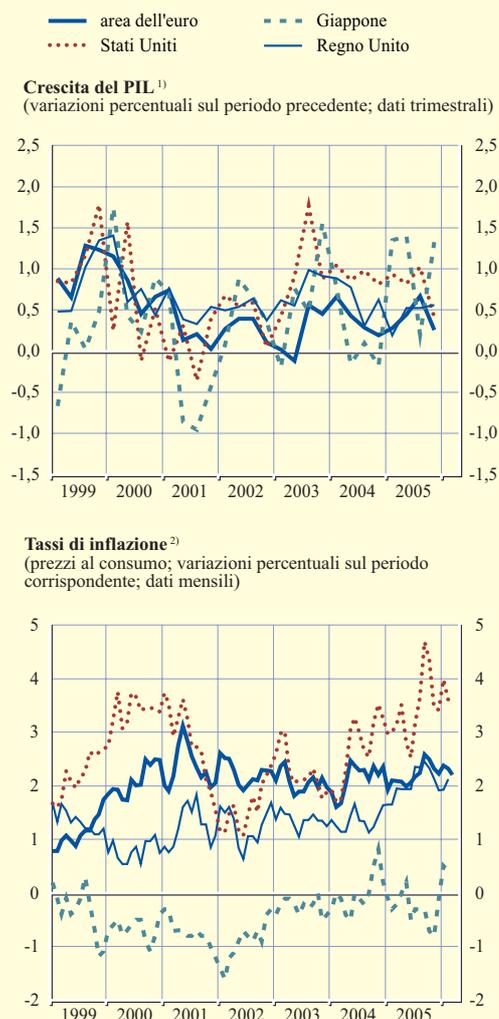
Nella riunione del 28 marzo il Federal Open Market Committee ha deciso di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la quindicesima volta consecutiva, al 4,75 per cento, e nella dichiarazione successiva alla riunione ha rilevato che “potrebbe essere necessario proseguire in qualche misura la fase di restrizione della politica monetaria”.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è intensificata di recente e la deflazione dei prezzi al consumo ha continuato a moderarsi. I dati rivisti di contabilità nazionale confermano che nel quarto trimestre la crescita del PIL in termini reali è stata vigorosa e pari all'1,3 per cento sul periodo precedente.

Nell'insieme, le statistiche più recenti ribadiscono il ruolo della domanda privata interna quale determinante principale dell'attuale ripresa economica. Guardando al futuro, le prospettive per

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono 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 favorevoli, sorrette sia dalle riforme strutturali già attuate nel mercato del lavoro e nei settori bancario e societario sia dal rinnovato vigore dell'interscambio regionale.

Per quanto riguarda i prezzi, in febbraio l'IPC complessivo è aumentato dello 0,4 per cento sui dodici mesi, mentre quello calcolato escludendo gli alimentari freschi è aumentato dello 0,5 per cento e ha totalizzato il quarto aumento mensile consecutivo. Nel caso dell'inflazione misurata sull'IPC al netto degli alimentari freschi, si è trattato dell'incremento percentuale sui dodici mesi più elevato degli ultimi otto anni.

A seguito dell'ascesa dei prezzi al consumo negli ultimi mesi e delle aspettative di ulteriori aumenti, il 9 marzo la Banca del Giappone ha annunciato l'abbandono della politica accomodante in vigore dal marzo 2001. La Banca è ora tornata a utilizzare il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale quale obiettivo operativo per le proprie operazioni di mercato monetario, collocandolo attualmente a zero.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita economica ha registrato una modesta ripresa durante l'ultimo trimestre del 2005. Il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo precedente, trainato soprattutto dalla maggiore vivacità dei consumi privati e dell'interscambio netto, mentre gli investimenti hanno subito una contrazione. Allo stesso tempo, il mercato del lavoro si è lievemente indebolito. Nonostante la maggiore crescita del prodotto, la disoccupazione è aumentata e i salari medi (al netto delle gratifiche) si sono leggermente moderati. Stando alle stime preliminari, nel primo trimestre del 2006 l'espansione economica è stata sostanzialmente simile a quella del periodo precedente. Nel prosieguo dell'anno la crescita del PIL dovrebbe rafforzarsi, grazie soprattutto alla dinamica dei consumi privati.

In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo è salita al 2 per cento, dall'1,9 di gennaio, e sul medio periodo si prevede che resti prossima all'obiettivo di inflazione del 2 per cento. Vari indicatori segnalano una prosecuzione della ripresa nel mercato immobiliare. Secondo l'indice Halifax, in gennaio i prezzi delle abitazioni sono aumentati del 6,8 per cento sui dodici mesi.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita del prodotto si è intensificata o si è mantenuta robusta durante il quarto trimestre del 2005 e le prospettive restano favorevoli. L'inflazione misurata sullo IAPC si prevede per lo più che cresca gradualmente a medio termine, pur mantenendosi relativamente contenuta in alcuni paesi.

In Danimarca e in Svezia l'attività economica ha continuato a seguire un andamento positivo nel quarto trimestre, nonostante un lieve indebolimento che ha interessato soprattutto la Danimarca. In entrambi i paesi la crescita del PIL in termini reali è stata sorretta principalmente dalla domanda interna e le prospettive a breve termine restano favorevoli, mentre l'inflazione misurata sullo IAPC si è mantenuta sostanzialmente invariata a febbraio (rispettivamente al 2,1 e 1,1 per cento) rispetto a gennaio. Le spinte inflazionistiche sono rimaste relativamente moderate per la forte concorrenza nel settore al dettaglio, i modesti incrementi salariali e la crescita vigorosa della produttività del lavoro.

Nei tre principali nuovi Stati membri (Repubblica Ceca, Ungheria e Polonia) l'espansione del prodotto è proseguita a ritmi sostenuti durante il quarto trimestre del 2005 e gli indicatori disponibili mostrano che nel primo trimestre del 2006 la dinamica sottostante è rimasta favorevole. In tali paesi

le esportazioni nette hanno fornito un contributo sempre maggiore alla crescita, grazie alla graduale ripresa della domanda estera. In febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta invariata nella Repubblica Ceca e in Polonia (rispettivamente al 2,4 e 0,9 per cento), mentre è scesa al 2,3 per cento in Ungheria, principalmente a causa della decelerazione dei prezzi dei prodotti energetici.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a espandersi rapidamente agli inizi del 2006. La domanda interna si è ulteriormente rafforzata in tutte le economie principali della regione, più che compensando il lieve rallentamento delle esportazioni nette. In Indonesia, Corea del Sud, Singapore e Thailandia, la debolezza delle esportazioni si è accompagnata a un significativo apprezzamento dei tassi di cambio nominali e reali a partire dallo scorso novembre. Nell'insieme, gli indicatori anticipatori dell'attività delle imprese hanno continuato a migliorare durante gli ultimi mesi. Ciò suggerisce prospettive economiche favorevoli per la regione nel breve periodo. A febbraio le spinte inflazionistiche sono rimaste per lo più moderate.

In Cina l'espansione della domanda interna è stata ancora trainata dagli investimenti, che si sono mantenuti robusti anche in settori – come quello siderurgico e automobilistico – già gravati da problemi di eccesso di capacità produttiva. L'avanzo commerciale si è ridotto agli inizi del 2006 rispetto ai massimi del 2005. In febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa allo 0,9 per cento e anche i prezzi alla produzione si sono lievemente moderati. Le pressioni al rialzo sui prezzi dei fattori in un contesto di scarsa capacità di fissazione dei prezzi da parte dei produttori hanno compresso i profitti delle imprese. Tale andamento potrebbe contribuire a frenare la crescita degli investimenti nei prossimi trimestri.

AMERICA LATINA

Gli indicatori più recenti continuano a segnalare un'incipiente accelerazione dell'attività economica nelle principali economie dell'America latina. In Brasile nel quarto trimestre del 2005 il PIL è cresciuto in termini reali dell'1,5 per cento rispetto a un anno prima. Benché il prodotto abbia fatto registrare tassi di crescita moderati, la componente rappresentata dagli investimenti ha segnato un rimbalzo significativo. Indicatori più recenti mostrano il persistente miglioramento delle prospettive e in gennaio la produzione industriale è aumentata del 3,2 per cento sui dodici mesi. In Messico l'incremento del PIL sul periodo corrispondente è stato del 2,7 per cento nel quarto trimestre del 2005 e la produzione industriale è salita del 6 per cento sui dodici mesi in gennaio. In un contesto caratterizzato dal protrarsi del graduale calo dell'inflazione in Brasile e in Messico, nel mese di marzo le autorità monetarie dei due paesi hanno ridotto ulteriormente i tassi di interesse ufficiali (rispettivamente al 16,5 e 7,25 per cento). In Argentina l'attività economica resta molto vivace. Il PIL in termini reali è salito del 9,1 per cento (sul periodo corrispondente) durante il quarto trimestre, mentre la produzione industriale ha registrato un incremento medio del 6,8 per cento nei primi due mesi del 2006 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Le spinte inflazionistiche restano tuttavia radicate e in febbraio l'inflazione sui dodici mesi è stata pari all'11,5 per cento. Le prospettive per l'insieme della regione si mantengono favorevoli sul breve periodo, con attese di consolidamento della domanda interna nelle grandi economie nel contesto di un favorevole quadro esterno.

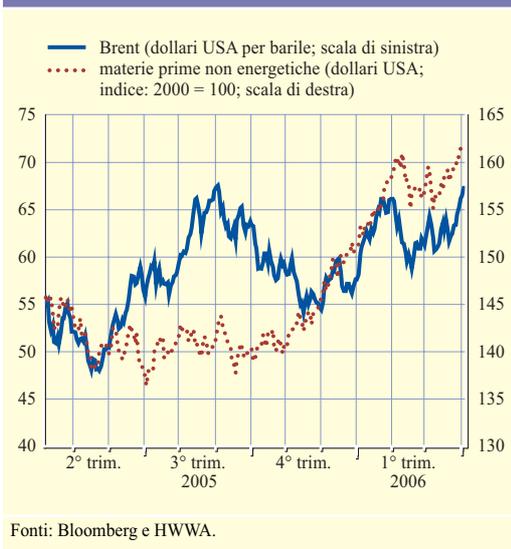
1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Dopo essersi impennati in dicembre e gennaio e indeboliti in febbraio, i corsi petroliferi sono tornati ad aumentare in marzo ed all'inizio di aprile, malgrado il fatto che l'Agenzia internazio-

nale per l'energia abbia recentemente rivisto al ribasso le proprie previsioni sulla domanda di petrolio. Il contesto geopolitico e i conseguenti timori per la sicurezza degli approvvigionamenti petroliferi futuri ha continuato a costituire un importante fattore a sostegno dei prezzi. Inoltre, verso la conclusione del periodo in esame, preoccupazioni negli Stati Uniti per le scorte di greggio in vista della stagione automobilistica estiva ha aggiunto ulteriori pressioni sui prezzi. Il 5 aprile il petrolio di qualità Brent era quotato a 66,4 dollari. L'incertezza circa gli andamenti delle quotazioni nel breve periodo è notevole. A medio termine, gli operatori si attendono che i prezzi restino elevati e i contratti *future* sul petrolio per consegna nel dicembre 2008 sono attualmente scambiati a 66,9 dollari.

Negli ultimi mesi i prezzi delle materie prime non energetiche sono notevolmente aumentati, raggiungendo un massimo agli inizi di febbraio. In marzo i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori di circa il 7 per cento rispetto a un anno prima.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono nell'insieme positive. Le condizioni di finanziamento sono ancora relativamente favorevoli, in presenza di livelli piuttosto moderati dei tassi di interesse a lungo termine e dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie e di quelle sovrane dei paesi emergenti. Nel contempo il miglioramento degli utili e della situazione patrimoniale sostiene la spesa per investimenti delle imprese nelle principali economie. Tale valutazione è corroborata dal fatto che il tasso di variazione rispetto a sei mesi prima dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è salito ulteriormente in gennaio, confermando la tendenza al rialzo osservata da aprile 2005. Sullo sfondo di una persistente volatilità nei mercati petroliferi, i prezzi dei prodotti energetici rappresentano ancora una delle fonti principali di rischio per le prospettive mondiali. Un ulteriore rischio verso il basso continua a essere costituito dal perdurare degli squilibri economici a livello mondiale.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In febbraio la crescita sui dodici mesi di M3 è aumentata all'8,0 per cento, dopo aver mostrato qualche segnale di moderazione nel quarto trimestre del 2005. Il basso livello dei tassi di interesse è rimasto la principale determinante delle dinamiche di fondo della moneta e del credito, benché siano ancora evidenti nei dati di febbraio le indicazioni di un perdurante rientro delle scorse riallocazioni di portafoglio. In un contesto caratterizzato da una liquidità già abbondante, da un migliore clima di fiducia e da una ripresa in atto dell'economia reale, la crescita vigorosa della moneta e del credito indica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Tali andamenti rendono peraltro necessario tenere sotto attenta osservazione la dinamica dei prezzi delle attività, che potrebbero essere interessati da fenomeni di disallineamento rispetto ai fondamentali.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

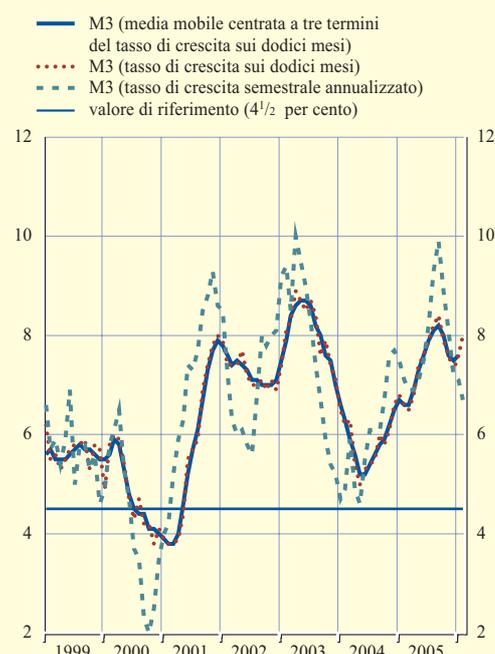
In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è ulteriormente aumentato all'8,0 per cento, dal 7,6 di gennaio, comportando una parziale inversione del calo osservato nel quarto trimestre del 2005. Nel periodo dicembre-febbraio la media mobile a tre mesi di M3 si è collocata al 7,6 per cento, dal 7,5 del periodo novembre-gennaio (cfr. figura 4). Il rinnovato vigore della crescita di M3 è particolarmente evidente nella dinamica a più breve termine, misurata ad esempio dal tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno, che in febbraio è aumentato di 1,2 punti percentuali.

I dati monetari di febbraio continuano a suggerire che la principale determinante della crescita di M3 è il basso livello prevalente dei tassi di interesse. Questa valutazione è avvalorata dall'elevato contributo fornito dall'aggregato ristretto M1 alla crescita sui dodici mesi di M3 e dall'ulteriore rafforzamento del ritmo di espansione dei prestiti erogati dalle IFM al settore privato. Nel contempo vi è anche evidenza di un riassorbimento in atto delle scorse riallocazioni di portafoglio. Tale processo, che è stato il principale fattore alla base della dinamica monetaria nel periodo fra la metà del 2003 e la metà del 2004, ha un effetto frenante sull'espansione complessiva di M3; tuttavia, più di recente, non è stato sufficiente a compensare l'effetto di stimolo sulla crescita monetaria derivante dalla più marcata espansione del credito.

Data la forte crescita della moneta e del credito negli ultimi trimestri, la liquidità nell'area dell'euro rimane abbondante: ciò comporta rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo, specie se una parte significativa di questa liquidità dovesse essere rivolta all'acquisto di beni e servizi nel contesto di un clima di fidu-

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.

cia migliorato e della ripresa in atto dell'economia reale. Inoltre, la forte espansione della moneta e del credito rende necessario tenere sotto attenta osservazione gli andamenti dei prezzi delle attività, che potrebbero essere interessati da fenomeni di disallineamento rispetto ai fondamentali.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'incremento in febbraio del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 riflette un aumento dei contributi provenienti dai depositi a breve termine diversi da quelli a vista e dagli strumenti negoziabili. L'apporto delle componenti più liquide comprese in M1 è lievemente diminuito, pur rimanendo molto più consistente di quello delle altre componenti (per un'analisi dei fattori sottostanti il notevole contributo di M1 alla crescita di M3 cfr. il riquadro 1). Il calo in febbraio del contributo di M1 è attribuibile a una flessione del tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista, mentre quello del circolante è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. A differenza dei depositi a vista, il tasso di variazione sui dodici mesi degli altri depositi a breve termine è ulteriormente aumentato per effetto di un consistente rafforzamento dei depositi a termine (ovvero depositi con durata prestabilita fino a due anni). Nel complesso, la crescita delle consistenze di depositi a breve termine è rimasta vigorosa, di riflesso al basso costo opportunità di detenere tali attività in un contesto di tassi di interesse modesti (cfr. tavola 1).

Alla base della crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3, ancora lievemente aumentata in febbraio, vi sono andamenti differenziati dei singoli strumenti. Da un lato, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza fino a due anni, ancorché in lieve calo, è rimasto attorno al livello notevolmente elevato del 30 per cento, fatto che potrebbe essere ricondotto sia alla vivacità della domanda di prodotti strutturati in un contesto di *performance* relativamente positive dei mercati azionari sia al loro impiego in parziale sostituzione dei titoli di debito a più lungo termine. Dall'altro lato, il tasso di crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, seppure in lieve aumento, è rimasto negativo. Il debole andamento di queste attività, utilizzate dalle famiglie e dalle imprese come forme di investimento temporaneo nei periodi di maggiore incertezza, suffraga la tesi di un'inversione, nei mesi recenti, delle scorse riallocazioni di portafoglio.

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					
		2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 gen.	2006 feb.
M1	48,4	9,6	9,8	11,2	10,9	10,2	9,9
Banconote e monete in circolazione	7,5	18,0	17,3	16,0	14,8	13,5	13,6
Depositi <i>overnight</i>	41,0	8,1	8,5	10,4	10,2	9,7	9,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	37,7	4,5	5,1	5,5	5,9	6,4	7,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,9	0,5	2,7	4,6	6,5	8,5	11,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,8	7,1	6,6	6,0	5,3	4,8	4,6
M2	86,1	7,1	7,5	8,4	8,5	8,4	8,6
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	13,9	4,1	4,4	5,5	3,8	3,3	4,0
M3	100,0	6,6	7,1	8,0	7,8	7,6	8,0
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,4	6,6	7,0	7,9	8,5	8,8
Credito alle amministrazioni pubbliche		3,4	2,1	1,2	2,7	3,4	2,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,4	-0,8	-1,1	0,4	0,9	1,0
Credito al settore privato		7,3	7,8	8,6	9,3	9,9	10,6
Prestiti al settore privato		7,3	7,6	8,4	8,9	9,6	10,3
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		9,5	9,6	10,0	9,4	8,8	8,5

Fonte: BCE.

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

In febbraio è aumentato il tasso di variazione dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM (escluso l'Eurosistema), che rappresentano la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale siano disponibili dati per settore detentore. L'aumento ha rispecchiato, in larga misura, un incremento del contributo fornito da altri intermediari finanziari non monetari, che era in calo dal settembre del 2005. I contributi delle società non finanziarie e delle famiglie sono rimasti invariati in febbraio. Nel complesso, queste ultime sono rimaste il settore che ha maggiormente concorso alla crescita dei depositi a breve compresi i contratti pronti contro termine.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato si è ulteriormente rafforzato, portandosi in febbraio al 10,3 per cento dal 9,6 del mese precedente. La domanda vigorosa di prestiti ha interessato pressoché tutto il settore privato, rispecchiando l'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse e forse anche delle migliorate prospettive economiche.

L'andamento dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a essere sospinto soprattutto da un forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni, aumentato in febbraio al tasso invariato dell'11,8 per cento, ma anche da un ulteriore rafforzamento della crescita del credito al consumo (cfr. tavola 2). Il forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni ha rispecchiato i bassi tassi prevalenti sui mutui ipotecari nell'insieme dell'area dell'euro nonché il vigore del mercato degli immobili residenziali in diverse regioni. Il tasso di variazione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è ulteriormente aumentato in febbraio, proseguendo l'andamento al rialzo osservato dagli inizi del 2004. Tale incremento, benché interessi tutte le scadenze, è attribuibile principalmente a un'espansione particolarmente accentuata dei prestiti con scadenza oltre un anno. A seguito di questo andamento, in febbraio si è colmato il divario fra il ritmo di crescita dei prestiti alle famiglie e quello dei prestiti alle società non finanziarie.

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					
		2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 gen.	2006 feb.
Società non finanziarie	41,1	5,7	6,1	7,0	7,6	8,4	9,5
Fino a 1 anno	30,3	3,2	4,6	5,8	5,3	5,7	7,0
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,6	6,7	6,5	6,4	8,2	9,1	11,9
Oltre 5 anni	52,1	6,9	6,9	7,9	8,9	9,8	10,2
Famiglie²⁾	50,1	8,1	8,2	8,6	9,0	9,5	9,4
Credito al consumo ³⁾	13,1	6,4	6,7	6,9	7,8	8,0	8,2
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	70,0	10,1	10,2	10,7	11,0	11,8	11,8
Altri prestiti	16,9	2,2	2,1	2,2	2,3	1,8	1,4
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	23,0	14,4	16,5	29,2	35,9	32,4
Altri intermediari finanziari non monetari	7,9	10,5	11,3	15,5	14,1	15,7	18,8

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 capitali e riserve) è ancora lievemente diminuito all'8,5 per cento in febbraio, dall'8,7 di gennaio, ma la dinamica nel breve periodo è rimasta vivace. Ciò conforta l'opinione secondo cui permane la propensione del settore detentore di moneta dell'area dell'euro a investire in strumenti finanziari dell'area a più lungo termine. Quanto alle componenti delle passività finanziarie in esame, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi con scadenza superiore a due anni ha continuato a diminuire, il che potrebbe riflettere una crescente preferenza per investimenti azionari e per prodotti strutturati connessi a titoli bancari con scadenze più brevi.

In febbraio si è registrato un deflusso netto delle attività nette sull'estero delle IFM pari a 51 miliardi di euro, dopo il deflusso netto di 1 miliardo di gennaio (cfr. figura 5). L'andamento potrebbe essere connesso con l'accresciuta propensione dei residenti dell'area dell'euro a detenere attività estere, in concomitanza con una moderazione degli investimenti esteri nell'area. Su base mensile, si è registrato un deflusso netto pari a 35 miliardi di euro. Sul risultato potrebbe avere in parte influito la crescente attività di fusione e acquisizione. Occorre tuttavia tenere presente che, considerata la variabilità della serie su base mensile, non andrebbe attribuito eccessivo rilievo alle variazioni della posizione netta sull'estero nel breve periodo.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite, il basso livello dei tassi di interesse ha alimentato il crescente dinamismo dei prestiti delle IFM al settore privato, che ha continuato a indurre un rafforzamento della crescita sui dodici mesi di M3. A tale riguardo, la forte domanda di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e il debole andamento della posizione netta sull'estero di quest'ultimo settore hanno compensato solo parzialmente la dinamica monetaria spinta dal credito.

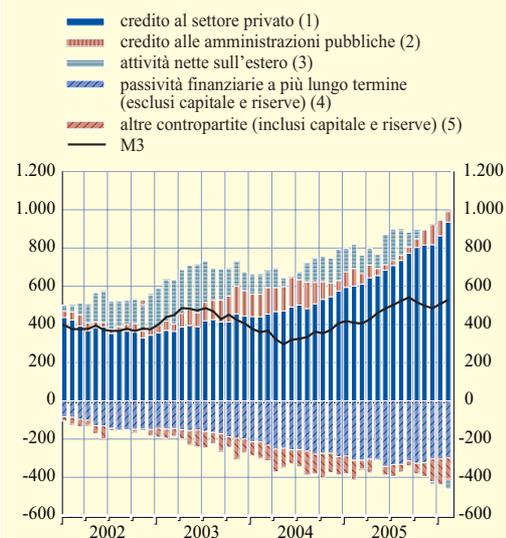
Riquadro I

FATTORI SOTTOSTANTI LA VIGOROSA CRESCITA DI M1

Una caratteristica importante degli andamenti monetari dell'area dell'euro negli ultimi anni è stata la vigorosa crescita dell'aggregato monetario ristretto M1. Nonostante sia lievemente calato in febbraio, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è rimasto su un livello elevato, al 9,9 per cento. Con un apporto di oltre 4 punti percentuali, M1 negli anni recenti ha fornito il maggior contributo alla vigorosa crescita di M3 sul periodo corrispondente. La forte espansione della componente più liquida di M3 può destare particolare preoccupazione in una situazione in cui la liquidità è già abbondante e continua ad aumentare. Il presente riquadro esamina la crescita di M1 da diversi punti di vista.

Figura 5 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

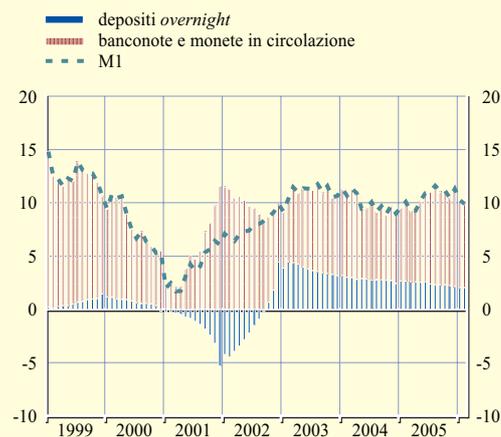
Nota: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Perdura la crescita vigorosa sia del circolante sia dei depositi a vista

Per comprendere le dinamiche di M1 si possono analizzare le due componenti di questo aggregato, ovvero il circolante e i depositi a vista. Sebbene costituisca solo il 15 per cento circa del totale di M1, l'andamento del circolante ha rappresentato, in media, pressoché un quarto della crescita di M1 sul periodo corrispondente negli ultimi tre anni (cfr. figura A). A ben quattro anni di distanza perdurano ancora gli effetti di riassorbimento connessi alla sostituzione del contante. Il tasso di crescita sui dodici mesi del circolante è gradualmente diminuito ma, al 13,6 per cento in febbraio, è tuttora più elevato di quanto ci si sarebbe potuti attendere sulla base dell'andamento delle monete dell'area confluente nell'euro prima della sostituzione del contante.

Figura A Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M1

(punti percentuali; crescita di M1 in percentuale; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Anche i depositi a vista hanno continuato a mostrare un forte dinamismo, con un tasso di variazione sui dodici mesi pari al 9,2 per cento in febbraio. Ciò è in linea con la tesi secondo cui il basso livello di tassi di interesse nell'area dell'euro comporta un basso costo opportunità di detenere attività che, seppure scarsamente remunerate, hanno caratteristiche favorevoli in termini di liquidità. Sussistono inoltre alcune evidenze che l'aumento dei depositi a vista possa essere stato favorito, in parte, dall'innovazione finanziaria, soprattutto con riferimento alla crescente popolarità in alcuni paesi dei conti su Internet e di altri depositi a elevato rendimento che sono annoverati fra i depositi a vista in considerazione delle loro caratteristiche di liquidità, ma che, in ragione del loro maggior rendimento, possono essere utilizzati per scopi di investimento/risparmio anziché per scopi di transazione.

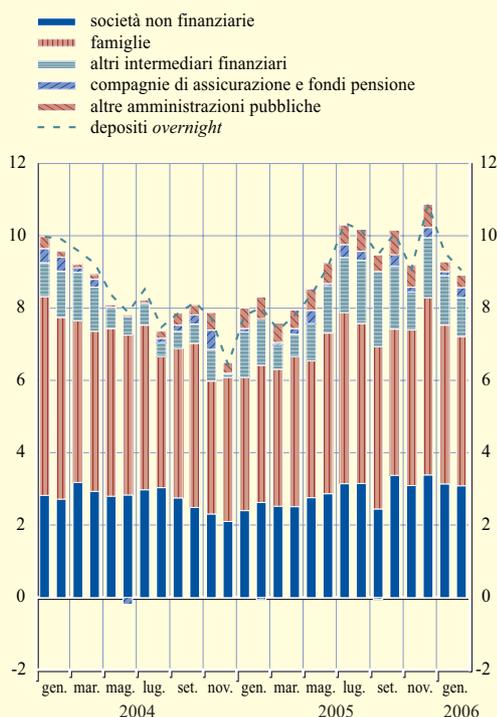
Le famiglie sono i principali detentori delle componenti liquide comprese in M1

Il secondo punto di vista da cui si può esaminare l'andamento di M1 riguarda i settori detentori. Quanto al circolante, per effetto dell'anonimato della moneta, non sono disponibili statistiche ufficiali sulla scomposizione per settore detentore interno oppure sulla ripartizione fra domanda da parte di residenti e non. Al tempo stesso le stime suggeriscono che la domanda proveniente dall'esterno dell'area dell'euro incida per un valore compreso fra il 10 e il 20 per cento delle banconote in euro in circolazione, il che potrebbe spiegare in parte il motivo per cui negli anni recenti la crescita del circolante sia diminuita più lentamente di quanto ci si sarebbe potuto aspettare sulla base dei fattori interni o degli effetti connessi con la sostituzione del contante.

Per quanto concerne l'origine della domanda di depositi a vista, due aspetti meritano menzione. In primo luogo, il contributo degli altri intermediari finanziari alla crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è attualmente superiore a 1 punto percentuale per il nono mese consecutivo. Dal momento che questi dati settoriali sono disponibili solo a partire dal 2003, è difficile in questa fase valutare se il contributo sia riconducibile alle condizioni di mercato prevalenti (determinate, ad esempio, dalle politiche di portafoglio dei fondi di investimento) oppure, in parte, a fenomeni più strutturali come le modifiche nella regolamentazione. In secondo luogo, i contributi delle fami-

Figura B Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi overnight

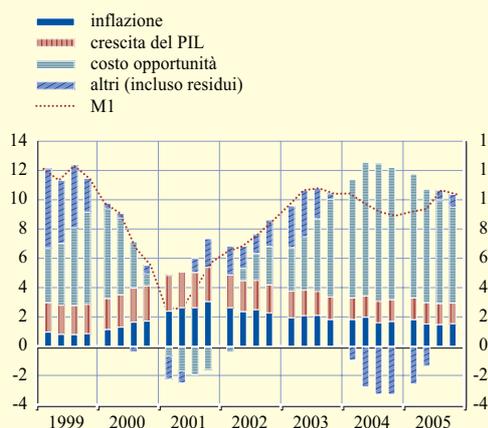
(contributi in punti percentuali; crescita dei depositi overnight in percentuale; dati grezzi)



Fonte: BCE.
Note: il settore include le IFM ma non l'Eurosistema. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute agli arrotondamenti.

Figura C Contributo delle determinanti economiche alla crescita sui dodici mesi di M1

(contributi in punti percentuali; crescita di M1 in percentuale; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

glie e delle società non finanziarie alla crescita dei depositi a vista hanno seguito un andamento leggermente al rialzo dagli inizi del 2005, con il contributo del primo di questi due settori superiore ai 4 punti percentuali e quello del secondo superiore ai 3 punti percentuali (cfr. figura B). Nel complesso, il maggior contributo alla crescita di M1 sul periodo corrispondente è stato fornito, pertanto, dalle famiglie.

Il basso livello dei tassi di interesse è la principale determinante del recente andamento di M1

Infine, l'andamento di M1 può essere anche esaminato in termini delle relative determinanti economiche principali. Nella maggior parte dei modelli della domanda di moneta, esse sono i prezzi, il PIL in termini reali e il costo opportunità di detenere moneta. Quest'ultimo è normalmente misurato dalla differenza fra il tasso di interesse di mercato a breve termine e il tasso di rendimento degli strumenti compresi in M1. I modelli che consentono la cosiddetta non-linearità della risposta della domanda di moneta a una data variazione del costo opportunità, ovvero un maggior effetto della variazione dei tassi di interesse nel caso di tassi di interesse più bassi, di recente hanno ottenuto risultati molto migliori rispetto ai modelli in cui il costo opportunità influisce sulla moneta in maniera lineare¹⁾. Una specificazione non lineare, inoltre, ha anche maggiori probabilità di cogliere l'impatto sull'elasticità dei tassi di interesse connesso con l'innovazione finanziaria.

Come riporta la figura C, nel 2005 il contributo dell'andamento del PIL in termini reali alla crescita di M1 sul periodo corrispondente è stato pari a circa 1,5 punti percentuali, mentre quello

1) Per una descrizione dettagliata della metodologia utilizzata, cfr. Stracca, L. (2003), "The functional form of the demand for euro area M1", *Manchester School*, Vol. 71(2), 2003, pp. 172-204.

dei tassi di interesse a di circa 7 punti percentuali. Quest'ultimo contributo è andato aumentando per effetto delle caratteristiche dinamiche del modello, che coglie i ritardi nella trasmissione delle variazioni dell'orientamento della politica monetaria ai macro-andamenti monetari nell'arco di tutto il 2004. Tanto più bassi sono i tassi di interesse, tanto più elevato è l'impatto della loro variazione e tanto più lungo è il tempo di adeguamento.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto elevato al 7,6 per cento, senza sostanziali variazioni rispetto al mese precedente. Mentre la crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM e dalle istituzioni finanziarie non monetarie è stata vigorosa, l'emissione di titoli da parte delle società non finanziarie è rimasta modesta. Il tasso di variazione sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto contenuto.

TITOLI DI DEBITO

In gennaio il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 7,6 per cento (cfr. tavola 3). L'elevata crescita continua a essere sostenuta principalmente dalla vigorosa dinamica delle emissioni di titoli di debito a lungo termine, sebbene queste ultime siano lievemente diminuite in gennaio, all'8,1 per cento. Il tasso di crescita delle emissioni di titoli a breve termine, pur rimanendo su un livello relativamente basso, è aumentato al 3,2 per cento. Come nei periodi scorsi, l'espansione relativamente vigorosa dei titoli di debito a lungo termine è stata sospinta principalmente dalla sostenuta attività di emissione di obbligazioni a lungo termine a tasso variabile, il cui tasso di incremento è aumentato dal 18,4 per cento di dicembre al 19,0 di gennaio. Nello stesso periodo quello dei titoli a lungo termine a tasso fisso è rimasto moderato, portandosi in gennaio al 4,5 per cento dal 4,7 di dicembre. A partire da dicembre, tuttavia, si è assistito a un forte incremento di questo strumento in termini di emissioni lorde: ciò potrebbe indicare nel periodo più recente una crescente preferenza da parte dei prenditori di fondi per l'emissione di titoli a lungo termine a tasso fisso anziché a tasso variabile.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2006 gen.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2005 dic.	2006 gen.
Emissione di titoli di debito:	10.321	7,6	7,7	7,6	7,5	7,6	7,6
IFM	4.143	10,1	9,8	10,0	9,2	8,4	9,1
Società finanziarie non monetarie	928	11,7	17,1	19,2	21,6	23,7	24,4
Società non finanziarie	618	2,8	4,6	2,2	3,4	3,5	3,5
Amministrazioni pubbliche	4.632	5,5	4,9	4,5	4,4	4,7	4,1
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.347	5,1	4,5	4,1	3,9	4,2	3,7
Altre amministrazioni pubbliche	285	13,7	12,0	12,1	12,2	12,9	11,3
Emissione di azioni quotate:	5.290	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3
IFM	885	2,7	2,2	2,7	2,2	0,8	1,2
Società finanziarie non monetarie	536	1,0	2,2	2,6	3,2	3,5	3,5
Società non finanziarie	3.869	0,8	0,6	0,6	0,7	1,0	1,0

Fonte: BCE.

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

Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è rimasto invariato in gennaio, al 3,5 per cento (cfr. figura 6). I possibili fattori all'origine della crescita moderata dell'emissione netta di titoli di debito in un periodo di condizioni di finanziamento altrimenti molto favorevoli sono i livelli elevati, in termini storici, dei rimborsi di titoli emessi nel periodo 1999-2001, ovvero in una fase di forte espansione del mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, nonché l'abbondante disponibilità di fondi interni. Al tempo stesso il tasso di crescita dei titoli a lungo termine a tasso variabile emessi da società non finanziarie ha continuato a crescere.

In gennaio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentato al 9,1 per cento, dall'8,4 del mese precedente, per effetto principalmente del protrarsi di una sostenuta attività di emissione di titoli a tasso variabile sia a breve sia a lungo termine (che hanno rappresentato circa due quinti delle consistenze totali in essere dei titoli di debito emessi dalle IFM), mentre rimane modesta l'attività di emissione di titoli a tasso fisso. La vigorosa crescita delle emissioni di titoli di debito riflette probabilmente il fabbisogno finanziario delle IFM determinato dalla crescita piuttosto vigorosa dei prestiti delle IFM al settore privato, soprattutto nei paesi che registrano un forte incremento dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

Le emissioni dirette di titoli di debito da parte di società non finanziarie potrebbero anche essere state sostituite in parte dal finanziamento indiretto tramite società finanziarie non monetarie, quali le società veicolo (*special purpose vehicles*), che hanno continuato a emettere titoli di debito a un ritmo sostenuto. In gennaio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è aumentato al 24,4 per cento (dal 23,7 di dicembre). È probabile, tuttavia, che una parte importante delle emissioni nette del settore delle società finanziarie non monetarie possa essere ascritta al settore delle IFM, che sta ricorrendo sempre più a questo canale di finanziamento per la parziale cartolarizzazione del proprio portafoglio prestiti. Il tasso di crescita è stato particolarmente elevato per l'emissione di titoli a lungo termine a tasso variabile, collocandosi in gennaio al 47,0 per cento.

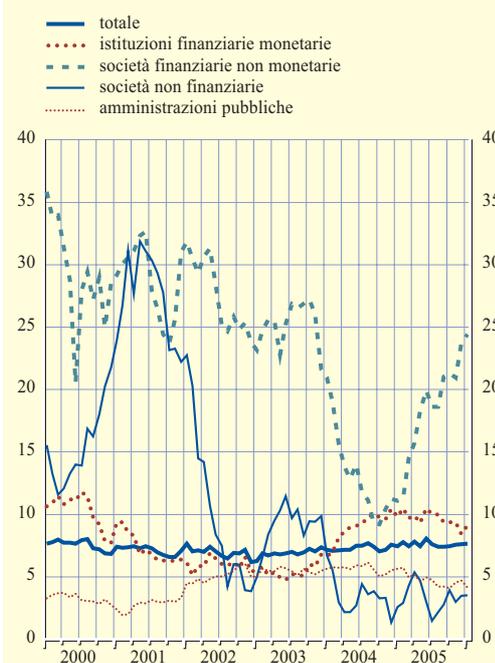
Nello stesso mese il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito al 4,1 per cento, dal 4,7 di dicembre. Come in passato, i titoli di debito a lungo termine a tasso fisso hanno continuato a dominare l'attività di emissione di questo settore.

AZIONI QUOTATE

In gennaio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dai residenti nell'area dell'euro è rimasto pressoché invariato all'1,3 per cento. Per quanto concerne le società non finanziarie, cui sono da ricondurre circa

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 delle transazioni finanziarie.

tre quarti delle azioni quotate in essere, il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate è rimasto invariato all'1,0 per cento, un valore tra i più elevati dalla fine del 2001 (cfr. figura 7). Uno dei principali fattori all'origine di questo incremento dell'emissione azionaria è stato l'andamento delle emissioni lorde sia nella forma di offerte pubbliche iniziali (*initial public offerings*) sia per altri collocamenti (*secondary public offerings*), che hanno beneficiato della relativa vivacità dei mercati azionari. Nello stesso periodo il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è aumentato all'1,2 per cento, dallo 0,8 di dicembre.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In marzo e agli inizi di aprile i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, con i maggiori rialzi su quelle a più lungo termine. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata significativamente.

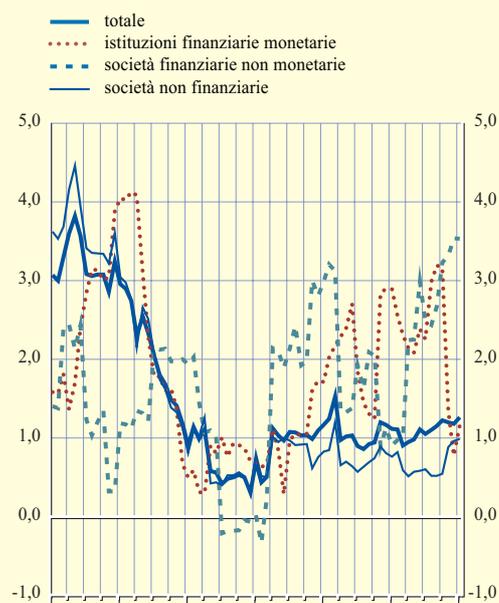
Nel periodo compreso tra la fine di febbraio e il 5 aprile i tassi di interesse del mercato monetario con scadenza a uno, tre, sei e dodici mesi sono aumentati rispettivamente di 5, 16, 21 e 27 punti base. Il 5 aprile i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 2,65, 2,82, 3,00 e 3,26 per cento. Di conseguenza, nel corso del periodo in rassegna l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata significativamente. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è salito da 39 a 61 punti base tra fine febbraio e il 5 aprile (cfr. figura 8).

Il 5 aprile i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in giugno, settembre e dicembre 2006 erano pari rispettivamente al 3,09, 3,32 e 3,49 per cento. Rispetto ai livelli di fine febbraio, ciò ha rappresentato un incremento rispettivamente di 17, 22 e 27 punti base.

In connessione con gli effetti di fine mese l'Eonia è salito al 2,40% alla fine di febbraio, per poi ridiscendere agli inizi di marzo, in linea con le percezioni di mercato di un allentamento delle condizioni di liquidità. Il 7 marzo il volume dell'eccesso di liquidità previsto per la fine del periodo di mantenimento sia dalla BCE che dagli operatori di mercato ha reso chiara la necessità di un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) di assorbimento di liquidità. Pertanto, la BCE ha lanciato un'operazione per l'assorbimento di 5 miliardi di euro in occasione della quale gli operatori di mercato hanno offerto soltanto 2,6 miliardi di euro. Conseguentemente, l'insufficiente partecipazione all'asta (*underbidding*) ha esercitato un forte impatto sul tasso *overnight* e sull'Eonia, che in tale data sono calati rispettivamente all'1,45 e al 2,08 per cento.

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

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



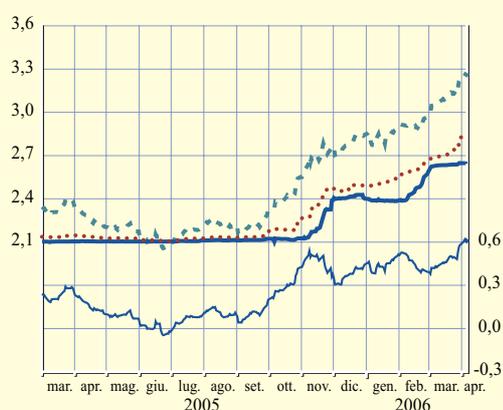
Fonte: BCE.

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

Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

(valori percentuali in ragione d'anno; 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)

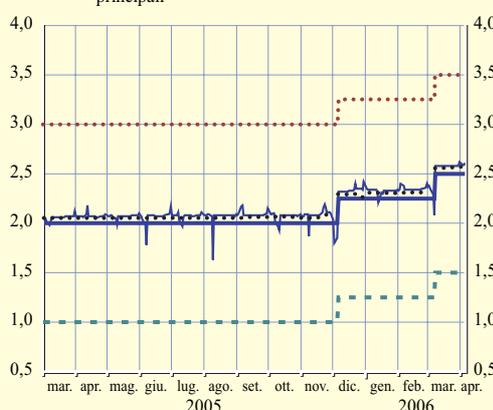


Fonti: BCE e Reuters.

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.

Durante il periodo di mantenimento iniziato l'8 marzo, l'Eonia è salito, in linea con l'incremento di 25 punti base dei tassi di riferimento della BCE, al 2,58 per cento, con un differenziale di 8 punti base rispetto al tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Ciò ha suggerito che il graduale aumento del differenziale tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta osservato nel 2005 si fosse interrotto nel primo trimestre del 2006. Il 31 marzo l'Eonia è cresciuto al 2,62 per cento a causa degli effetti di fine trimestre, rimanendo successivamente al di sopra dei livelli osservati mediamente in marzo anche nei primi giorni di aprile (cfr. figura 9).

Nel corso di marzo il tasso marginale e quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono rimasti stabili rispettivamente al 2,56 e 2,57 per cento e sono poi saliti di un punto base in occasione dell'ultima operazione del mese per via degli effetti di fine mese. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 29 marzo, la terza con un importo di aggiudicazione più elevato pari a 40 miliardi di euro, i tassi di interesse marginale e medio ponderato sono saliti rispettivamente al 2,73 e al 2,75 per cento, ossia di 16 e 18 punti base rispetto all'operazione precedente. Rispetto al tasso Euribor a tre mesi prevalente a quella data, i tassi d'asta sono risultati inferiori rispettivamente di 6 e 4 punti base.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In marzo e all'inizio di aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono ulteriormente aumentati nei principali mercati. Il rialzo dei rendimenti sui mercati obbligazionari mondiali ha rispecchiato gli incrementi dei tassi di interesse reali che, a loro volta, sono stati in parte ascrivibili alla percezione da parte degli operatori di mercato di prospettive più favorevoli per la crescita economica. Nel complesso, le informazioni provenienti dai mercati obbligazionari dell'area del-

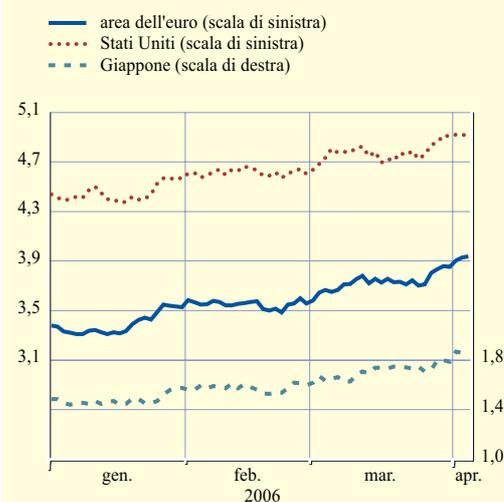
L'euro sembrano confermare le indicazioni di un imminente miglioramento dell'attività economica, mentre le aspettative di inflazione rimangono nel contempo sostanzialmente stabili.

Tra la fine di febbraio e il 5 aprile i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di circa 35 punti base sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, rispettivamente al 3,9 e al 4,9 per cento (cfr. figura 10). Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti non è variato di molto, collocandosi a 100 punti base alla fine del periodo in esame. Nonostante i recenti incrementi, in entrambe le economie i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono rimasti su livelli storicamente piuttosto bassi. Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli di Stato decennali giapponesi sono saliti di circa 25 punti base, portandosi il 5 aprile all'1,9 per cento. In marzo l'incertezza degli operatori di mercato circa gli andamenti a breve termine nel segmento a dieci anni del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita derivata dalle opzioni su obbligazioni, è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro e in Giappone, mentre è lievemente cresciuta negli Stati Uniti.

Negli Stati Uniti in marzo e all'inizio di aprile l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine ha rispecchiato principalmente gli incrementi dei corrispondenti rendimenti obbligazionari reali, che, nel caso dei titoli indicizzati a dieci anni, sono cresciuti di circa 35 punti base tra la fine di febbraio e il 5 aprile. I rialzi dei rendimenti obbligazionari nominali e reali sono parsi riflettere una maggiore fiducia tra gli investitori in merito alle prospettive a breve e medio termine per l'attività economica statunitense, in particolare dopo la recente valutazione espressa dal Presidente della Federal Reserve secondo cui l'inversione di segno della curva dei rendimenti negli Stati Uniti – il 5 aprile il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali e i tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi era pari a -10 punti base – non dovrebbe essere interpretata come un segnale di un indebolimento dell'attività economica futura. Nel contempo le aspettative degli operatori sull'inflazione negli Stati Uniti, misurate dai tassi di inflazione di pareggio, sono lievemente diminuite

Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

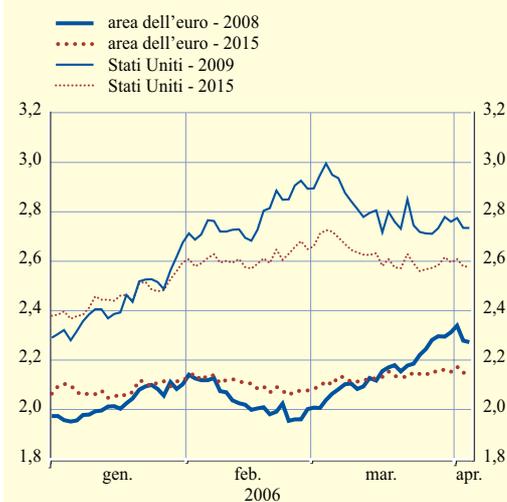
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

(valori percentuali, dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

su tutte le scadenze, rispecchiando l'opinione prevalente di pressioni inflazionistiche per il momento contenute. Nei mesi precedenti, invece, i tassi di inflazione di pareggio avevano contribuito significativamente agli aumenti dei rendimenti obbligazionari nominali. In linea con le attese, il 28 marzo il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato il tasso sui *federal funds* di 25 punti base. Inoltre, la dichiarazione che ha accompagnato tale decisione ha rafforzato le aspettative degli operatori relativamente ad almeno un ulteriore incremento, il che ha esercitato ulteriori pressioni al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine.

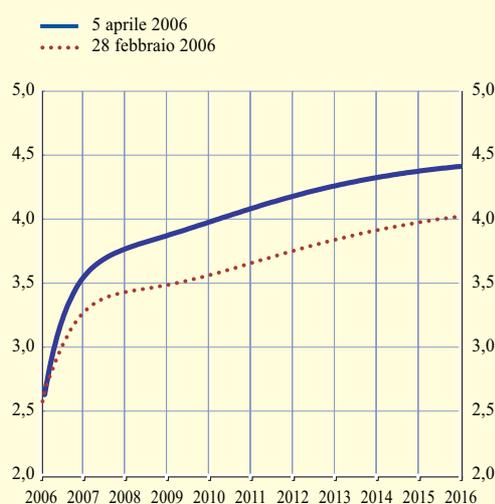
In Giappone l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine è stato più pronunciato dopo che la Banca del Giappone ha annunciato che nei prossimi mesi porrà termine alla sua politica di allentamento quantitativo e manterrà "per qualche tempo" il suo tasso di riferimento prossimo a zero. In seguito a tale decisione i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti al livello più elevato degli ultimi 19 mesi. Tuttavia, i commenti del Governatore della Banca del Giappone, secondo cui la banca centrale nipponica continuerà ad acquistare titoli di Stato giapponesi a lungo termine malgrado la fine della sua politica di allentamento quantitativo, potrebbero avere contribuito a mitigare le pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti ulteriormente in marzo e all'inizio di aprile. La percezione degli operatori circa le prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro sembra essere lievemente migliorata, probabilmente grazie ai segnali positivi provenienti nelle ultime settimane da una serie di indicatori. Di riflesso, i rendimenti delle obbligazioni indicizzate a lungo termine sono aumentati nel corso di marzo. Il riquadro 2 esamina quali tipi di indicatori influiscono significativamente sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro. L'incremento dei rendimenti reali potrebbe inoltre essere considerato anche come un'ulteriore normalizzazione dei premi per il rischio in essi incorporati rispetto ai livelli molto bassi toccati nel 2005. Per quanto riguarda le aspettative di inflazione nell'area dell'euro, il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, desunto dalla differenza tra il rendimento nominale dei titoli di Stato francesi e quello dei corrispondenti titoli indicizzati con scadenza nel 2015, è cresciuto leggermente nel periodo in esame, collocandosi il 5 aprile in prossimità del 2,15 per cento.

La diffusione di dati in generale favorevoli sull'attività economica e il clima di fiducia delle imprese ha probabilmente contribuito allo spostamento verso l'alto della curva dei tassi *overnight* a termine impliciti nei tassi *swap* lungo l'intera gamma di scadenze (cfr. figura 12). Peraltro, la decisione del 3 marzo del Consiglio direttivo di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base ha esercitato un effetto solo molto lieve sulla struttura per scadenza dei tassi di interesse, in quanto era stata ben anticipata dagli operatori di mercato.

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 riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono tassi *swap* su titoli *zero coupon*.

COME VENGONO INCORPORATE LE NOTIZIE SULLE GRANDEZZE FONDAMENTALI MACROECONOMICHE NEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO DELL'AREA DELL'EURO?

Le banche centrali in generale, e la BCE in particolare, seguono da vicino i segmenti a lungo termine del mercato obbligazionario, poiché i tassi di interesse a lungo termine contengono informazioni sia sull'inflazione attesa sia sulle prospettive di crescita dell'economia anticipate dagli operatori di mercato. Negli ultimi mesi i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono aumentati nell'area dell'euro, malgrado il PIL dell'ultimo trimestre del 2005 sia risultato inferiore alle aspettative. Il rialzo dei rendimenti obbligazionari sembra invece aver rispecchiato i valori più positivi dei dati "soft" sull'attività economica, ossia gli indicatori del ciclo economico basati sulle indagini, che suffragano l'opinione secondo cui la crescita economica dell'area dell'euro continuerà ad acquisire vigore nel corso del 2006. Di fatto, tali annunci di dati macroeconomici sembrano influire sui mercati finanziari in generale, con un'intensità che può variare nel tempo. Questo riquadro esamina un'ampia gamma di indicatori macroeconomici pubblicati nell'area dell'euro e segnala quali tipi di annunci hanno inciso significativamente sui mercati delle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro negli ultimi sei anni.

Un fatto stilizzato che comunemente emerge nella letteratura sugli effetti degli annunci è che molti annunci macroeconomici statunitensi tendono a causare forti reazioni nei mercati finanziari in tutte le classi di attività e in tutte le economie¹⁾. È probabile che tale elevata sensibilità dei prezzi delle attività possa essere ricondotta all'opinione secondo cui l'economia statunitense è percepita dagli investitori come un motore della crescita mondiale. È inoltre possibile che la sensibilità dei mercati finanziari dell'area dell'euro alle notizie statunitensi rifletta la tempistica delle pubblicazioni: i dati statunitensi sono in genere diffusi prima dei corrispondenti dati per l'area dell'euro e possono quindi fungere da indicatori anticipatori per i mercati finanziari dell'area dell'euro. Pertanto, i comovimenti dei prezzi delle attività finanziarie degli Stati Uniti e dell'area dell'euro possono, nell'arco del tempo, essere maggiori di quanto non suggerirebbero le interrelazioni dell'economia reale.

Le pubblicazioni statunitensi che tendono ad avere l'influenza più pronunciata sui mercati dell'area dell'euro sono quelle sull'attività reale e sull'occupazione, quali le stime preliminari sul PIL statunitense e sull'occupazione dipendente del settore non agricolo. Inoltre, anche gli indicatori più orientati al futuro basati sulle indagini tendono a incidere sui corsi dei mercati finanziari dell'area dell'euro, poiché possono alterare le opinioni degli operatori di mercato in merito all'evoluzione futura dell'economia. Fra la miriade di indicatori sulla fiducia disponibili, l'indice sulla fiducia del settore manifatturiero pubblicato dall'Institute for Supply Management (ISM) riceve tendenzialmente la maggiore attenzione.

È altresì interessante esaminare, oltre alle già menzionate pubblicazioni statunitensi, la questione di quali annunci dell'area dell'euro tendano a far variare significativamente i tassi di interesse a lungo termine dell'area. In teoria, un annuncio migliore del previsto relativo all'attività eco-

1) Cfr. il riquadro *L'impatto sui mercati obbligazionari internazionali dei dati sull'occupazione pubblicati di recente negli Stati Uniti* nel numero di maggio 2004 di questo Bollettino. Per ulteriori riscontri empirici, cfr. tra l'altro T.G. Andersen, T. Bollerslev, F.X. Diebold e C. Vega, *Micro effects of macro announcements: Real-time price discovery process*, *American Economic Review*, 93, 38-62, nonché M. Ehrmann e M. Fratscher, *Equal size, equal role? Interest rate interdependence between the euro area and the United States*, *The Economic Journal* 115 (506), 928-48.

Annunci macroeconomici nell'area dell'euro e nazionali e loro impatto sui rendimenti dei titoli obbligazionari tedeschi a lungo termine

Pubblicazioni nell'area dell'euro su attività e occupazione		Pubblicazioni nazionali su attività e occupazione	
Produzione industriale	+	Produzione industriale (Ger)	+
Vendite al dettaglio		Produzione industriale (Fra)	+
Disoccupazione		Produzione industriale (Ita)	
Indicatori dalle indagini nell'area dell'euro		Indicatori dalle indagini nazionali	
Clima di fiducia delle imprese		Indice ZEW ¹⁾ per la Germania	+
Clima di fiducia dei consumatori		Indice IFO ²⁾ per la Germania	+
Indice dei responsabili degli acquisti		Clima di fiducia ³⁾ (Fra)	+
		Clima di fiducia ⁴⁾ (Ita)	+
Pubblicazioni su prezzi e moneta nell'area dell'euro		Pubblicazioni nazionali sui prezzi	
Stima rapida dello IAPC		Indice dei prezzi al consumo (Ger)	
IAPC		Indice dei prezzi al consumo (Fra)	+
Indice dei prezzi alla produzione		Indice dei prezzi al consumo (Ita)	
M3			

Nota: il segno + indica che gli annunci influenzano significativamente i rendimenti dei titoli obbligazionari tedeschi a lungo termine estratti dai *futures*.

1) Centre for European Economic Research, Mannheim.

2) Fonte: Ifo.

3) Fonte: Insee.

4) Fonte: Istituto per gli studi e l'analisi economica.

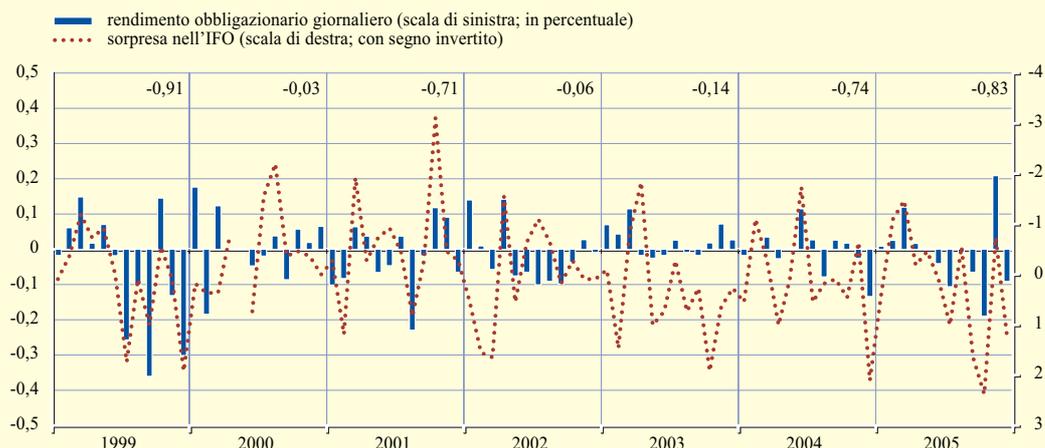
nomica o un dato sull'inflazione superiore alle attese dovrebbe esercitare pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari a lungo termine. La tavola mostra una serie di annunci macroeconomici nazionali e aggregati per l'insieme dell'area dell'euro relativi all'attività economica, alla disoccupazione, agli indicatori delle indagini del ciclo economico e agli indicatori aggregati monetari e dei prezzi. I simboli "+" nella tavola indicano se nel periodo campione 1999-2005 gli annunci hanno influito significativamente sui rendimenti dei titoli pubblici tedeschi a lungo termine, in linea con la teoria²⁾. Considerato che a partire dal 1999 si sono registrati differenziali piuttosto modesti e relativamente stabili fra i rendimenti dei titoli di Stato all'interno dell'area, si può ritenere che i rendimenti delle obbligazioni tedesche forniscano una rappresentazione abbastanza corretta degli andamenti dei tassi di interesse nell'insieme dell'area dell'euro negli ultimi due anni.

Dalla tavola emergono diversi elementi degni di nota. In primo luogo, un numero relativamente esiguo di annunci di dati aggregati per l'area dell'euro incide significativamente sui mercati obbligazionari tedeschi. Ciò è probabilmente riconducibile al fatto che i dati sono pubblicati dopo che i paesi partecipanti all'UEM hanno reso noti i propri dati nazionali, cosicché il valore informativo aggiuntivo di tali pubblicazioni può generalmente essere considerato modesto. In secondo luogo, vi è una reazione in generale contenuta del mercato obbligazionario ai dati sull'indice dei prezzi al consumo tedeschi, possibilmente attribuibile al fatto che vengono pubblicati prima i dati regionali e che pertanto i dati nazionali contengono meno "notizie nuove" per gli operatori di mercato. In terzo luogo, gli indicatori della fiducia basati sulle indagini nazionali hanno in generale un impatto significativo sui rendimenti delle obbligazioni tedesche a lungo termine. In teoria, i prezzi delle azioni sono intrinsecamente prospettici e incorporano pertanto, tra l'altro, le attese sul contesto macroeconomico futuro, come la percezione degli investitori circa le prospettive per crescita e inflazione. Di conseguenza, non si può escludere che tali indicatori causino una revisione di queste attese degli investitori, esercitando così un impatto significativo sui mercati obbligazionari.

2) Ciò è determinato sulla base di una regressione delle variazioni percentuali infragiornaliere di cinque minuti in cinque minuti del contratto *future* relativo a obbligazioni a lungo termine tedesche sulle componenti di sorpresa dei rispettivi annunci, queste ultime calcolate come differenza fra il risultato effettivo e quello atteso. La soglia di significatività è fissata al 90 per cento.

Rendimenti sul mercato obbligazionario giornaliero tedesco e componente di sorpresa nell'indagine IFO

(coefficiente di correlazione relativo al periodo 1999-2005: -0,5)



Nota: la componente di sorpresa è definita quale differenza fra i risultati dell'indagine mensile dell'IFO e le attese degli operatori di mercato rilevati da Bloomberg divisa per la deviazione standard. Il rendimento obbligazionario è calcolato come variazione percentuale dei prezzi, da 10 minuti prima a 15 minuti dopo la pubblicazione dei risultati dell'indagine IFO. La riga di numeri nella parte alta della figura rappresenta il coefficiente di correlazione annua fra le due variabili. Data la relazione inversa fra prezzi e rendimenti, un numero giornaliero positivo indica che i rendimenti obbligazionari sono diminuiti. Il valore di maggio 2000 non è incluso giacché la pubblicazione dell'indagine IFO avvenne all'apertura del mercato obbligazionario tedesco e pertanto senza che potesse essere calcolata una variazione di prezzo propriamente definita.

L'importanza degli annunci macroeconomici può variare nel tempo e le variazioni di sensibilità alle notizie possono verificarsi per vari motivi. In primo luogo, se i valori dei dati "soft" basati sulle indagini si discostano significativamente dalle informazioni derivanti da dati "hard" retrospettivi, è possibile che gli operatori attribuiscono maggiore importanza ai primi, poiché essi possono fornire informazioni più prospettive rispetto agli annunci macroeconomici che riassumono gli andamenti passati dell'attività economica. Specialmente nei periodi di incertezza circa il ritmo di crescita dell'attività economica, la pubblicazione di importanti indicatori anticipatori dell'attività economica può esercitare sul mercato un impatto maggiore che in altre situazioni. In secondo luogo, i responsabili delle politiche economiche possono talvolta segnalare una preferenza per uno o più indicatori macroeconomici come input per le loro decisioni di politica economica in certi periodi, il che può determinare temporaneamente risposte più pronunciate dei corsi finanziari a tali annunci. La figura tenta di rispecchiare i casi di variazioni di questo tipo nella sensibilità alle notizie.

La figura mostra, da un lato, la differenza fra il risultato effettivo e quello atteso per un indicatore tenuto sotto attenta osservazione, l'indice IFO sulla fiducia delle imprese, e dall'altro, l'immediata variazione percentuale di prezzo infragiornaliera del titolo di Stato decennale tedesco in stretta concomitanza temporale con la pubblicazione (ove un segno positivo indica che i rendimenti obbligazionari sono scesi e viceversa). La linea orizzontale di numeri nella parte superiore della figura rappresenta i coefficienti di correlazione annuali fra le due variabili. La figura indica che, in particolare negli ultimi due anni del campione, una pubblicazione di un indice IFO superiore alle attese ha in generale provocato una significativa reazione negativa (positiva) dei prezzi (rendimenti) delle obbligazioni tedesche, in linea con quanto suggerito dalla teoria. Tuttavia, tale significativa relazione negativa non è sempre osservabile. Di fatto, nei primi anni del campione la relazione fra le sorprese per l'indice IFO e le simultanee reazioni dei prezzi delle obbligazioni era stata in media piuttosto tenue.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In gennaio i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM sono tendenzialmente aumentati, mentre la maggior parte di quelli a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati in linea con i tassi di mercato.

In gennaio, in seguito all'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE a dicembre, i tassi applicati su depositi e prestiti a breve termine a favore delle famiglie e delle società non finanziarie sono per la maggior parte aumentati rispetto al mese precedente (cfr. tavola 4 e figura 13). Un'eccezione è stata rappresentata dal tasso sui prestiti superiori a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, che è diminuito leg-

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

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

							Variazione in punti base fino a gennaio 2006		
	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 dic.	2006 gen.	2005 gen.	2005 set.	2005 dic.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,95	1,92	1,94	1,97	2,14	2,31	37	34	17
con durata prestabilita oltre due anni	2,31	2,38	2,21	2,06	2,21	2,44	2	38	23
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	1,96	2,17	2,02	1,98	1,98	0	-4	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,52	2,47	2,38	2,29	2,30	2,31	-18	2	1
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie									
	0,92	0,94	0,92	0,96	1,02	1,05	12	9	3
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,08	2,00	2,01	2,04	2,26	2,27	23	23	1
con durata prestabilita oltre due anni	3,46	3,34	3,63	2,98	3,53	3,41	18	43	-12
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	6,74	6,62	6,61	6,96	6,73	7,03	6	7	30
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,44	3,42	3,35	3,32	3,48	3,57	14	25	9
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,50	4,35	4,15	3,99	4,02	4,11	-32	12	9
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,25	5,26	5,13	5,13	5,13	5,23	-11	10	10
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,98	3,91	3,88	3,81	3,99	4,07	9	26	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,44	4,33	4,20	4,04	4,07	4,10	-35	6	3
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,05	3,01	2,94	2,94	3,20	3,18	16	24	-2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,06	4,04	3,89	3,87	3,95	3,95	-1	8	0
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,17	2,14	2,11	2,14	2,47	2,51	36	37	4
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,36	2,49	2,07	2,21	2,80	2,86	47	65	6
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,93	3,08	2,58	2,60	3,07	3,10	18	50	3

Fonte: BCE.

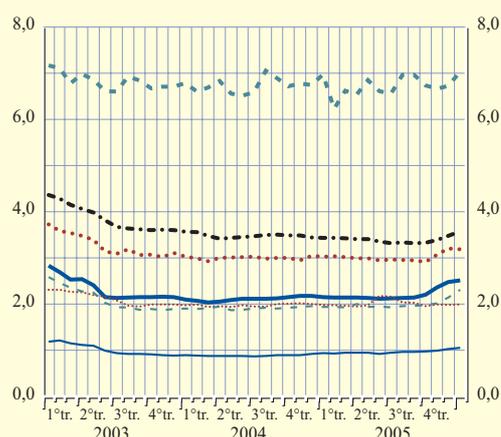
1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di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

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

Figura 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 ponderati¹⁾)

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



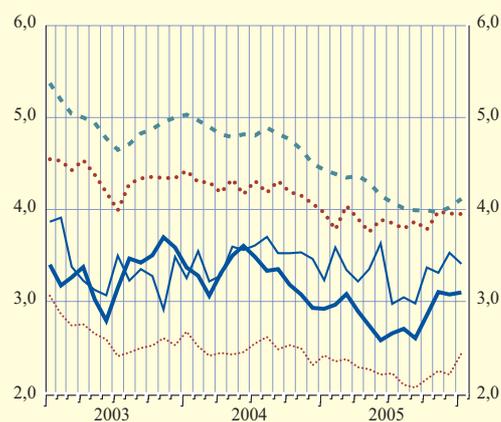
Fonte: BCE.

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 ponderati¹⁾)

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



Fonte: BCE.

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

germente. Nel complesso, in gennaio l'incremento della maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM è stato maggiore di quello del tasso a tre mesi del mercato monetario nello stesso periodo. Ciò vale in particolare per il tasso sui prestiti al consumo erogati alle famiglie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, che è cresciuto di circa 30 punti base.

Su un periodo leggermente più lungo, da settembre 2005 la maggior parte dei tassi su depositi e prestiti a breve termine alle famiglie e alle società non finanziarie è lievemente aumentata, in linea per lo più con l'incremento dei tassi del mercato monetario, con l'unica eccezione di quello sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi che è lievemente diminuito.

In gennaio i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sono per la maggior parte rimasti sostanzialmente invariati o lievemente aumentati, in linea con i tassi di mercato, con due eccezioni di rilievo costituite dal tasso sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni,

creciuto di circa 23 punti base, e da quello sui corrispondenti depositi delle società non finanziarie che, seppur in calo di 12 punti base, resta all'interno dell'intervallo di fluttuazione osservato per questo tasso nei mesi recenti (cfr. tavola 3 e figura 14).

Dal settembre 2005 la maggior parte dei tassi a lungo termine applicati alle famiglie e alle società non finanziarie è aumentata tra i 5 e i 40 punti base. Il rialzo più pronunciato è stato registrato per i tassi sui depositi sia delle famiglie sia delle società non finanziarie con durata prestabilita fino a un anno. Siccome questi incrementi sono stati in generale inferiori a quelli dei tassi di mercato comparabili, dal settembre 2005 i differenziali dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM hanno teso a diminuire.

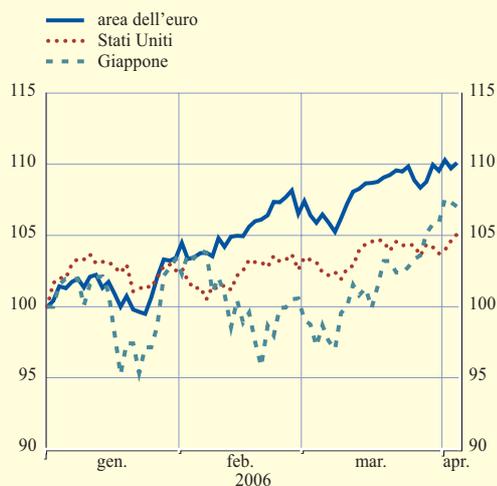
2.6 MERCATI AZIONARI

Sui mercati azionari mondiali le quotazioni hanno continuato a salire in marzo e all'inizio di aprile in un contesto caratterizzato da elevati utili societari e migliorate prospettive di crescita per le principali economie. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta pressoché invariata nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone.

In marzo e all'inizio di aprile è continuato l'andamento crescente dei corsi azionari nelle principali economie (cfr. figura 15). Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate di circa il 3 per cento tra la fine di febbraio e il 5 aprile, mentre i mercati azionari statunitense e giapponese hanno registrato, sulla base degli indici Standard and Poor's 500 e Nikkei 225, incrementi rispettivamente del 2 e del 6 per cento. Nel contempo l'incer-

Figura 15 Indici dei corsi azionari

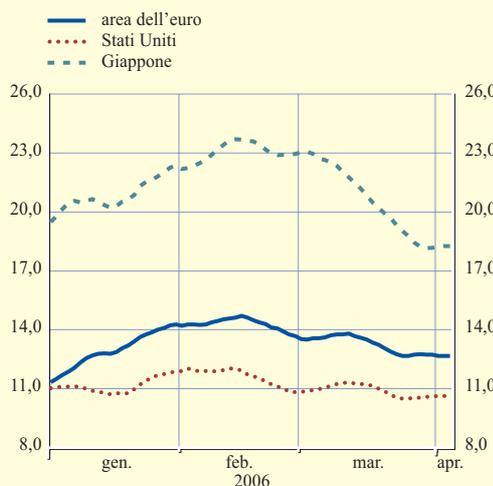
(indice: 1° gennaio 2006 = 100; dati giornalieri)



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.

tezza nei mercati azionari di tali principali economie, misurata dalla volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni, è lievemente diminuita restando su livelli relativamente bassi rispetto ai valori storici (cfr. figura 16).

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie hanno continuato a essere sorrette in marzo dalla crescita relativamente vigorosa degli utili dichiarati che, dal punto di vista degli investitori, ha più che compensato gli effetti dell'aumento dei rendimenti obbligazionari reali a lungo termine nel periodo in esame. Secondo i dati di marzo di Thomson Financial Datastream, gli analisti si attendono una crescita del 12 per cento degli utili per azione nei prossimi dodici mesi per le società incluse nell'indice Standard and Poor's 500. La decisione della Federal Reserve del 28 marzo di innalzare ulteriormente il tasso obiettivo sui *federal funds* ha esercitato un impatto solo limitato sui corsi azionari statunitensi.

Nell'area dell'euro in marzo e all'inizio di aprile le quotazioni azionarie hanno continuato a far registrare l'andamento relativamente vigoroso dei mesi precedenti, dimostrando una buona capacità di tenuta a fronte del concomitante aumento dei rendimenti obbligazionari reali a lungo termine. I corsi azionari dell'area sono sembrati trarre vantaggio dalla percezione degli operatori di prospettive per l'economia dell'area dell'euro più favorevoli di quanto precedentemente anticipato. Inoltre, la crescita ancora relativamente elevata degli utili effettivi e attesi delle società dell'area ha continuato a fornire sostegno alle quotazioni azionarie. In marzo Thomson Financial Datastream ha segnalato un tasso di crescita attorno al 18% per gli utili effettivi delle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx. La forte redditività delle imprese degli ultimi trimestri potrebbe essere in parte collegata anche all'attività di fusione e acquisizione, poiché alcune società hanno utilizzato la liquidità per finanziare le proprie operazioni. A tale riguardo, anche l'aumento delle operazioni effettive e attese di fusione e acquisizione ha esercitato un impatto sulle quotazioni nei mercati azionari nell'area dell'euro, in quanto a livello aggregato i corsi azionari tendono a beneficiare degli annunci di acquisizioni di imprese.

Per quanto riguarda gli andamenti delle quotazioni azionarie per comparto, il settore che ha beneficiato maggiormente di tale accresciuta attività di fusione e acquisizione è stato quello della sanità. In aggiunta, anche tecnologia, telecomunicazioni, beni di consumo e industria hanno ottenuto risultati superiori all'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx. I dati delle indagini indicativi di un miglioramento delle prospettive per l'area dell'euro hanno esercitato un effetto particolarmente positivo sulle quotazioni azionarie nei comparti dei beni di consumo e dell'industria.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat l'inflazione nell'area dell'euro a marzo si è collocata al 2,2 per cento. Mentre le pressioni inflazionistiche interne all'area rimangono al momento contenute, le spinte provenienti dai prezzi delle materie prime restano vigorose e dovrebbero continuare ad avere un impatto sulle prospettive per l'inflazione a breve termine. Anche le modifiche nei prezzi amministrati e nelle imposte indirette dovrebbero influenzare in modo significativo l'inflazione nel 2006 e 2007. Si valuta che i rischi sulle prospettive per l'inflazione siano verso l'alto, connessi principalmente ai prezzi delle materie prime e alla trasmissione dei loro movimenti ai prezzi al consumo, specie in quanto alcune ripercussioni hanno già cominciato ad essere visibili agli stadi avanzati della catena produttiva. Ulteriori rischi possono derivare da nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette e, in misura più sostanziale, da una dinamica di salari e prezzi più vigorosa, conseguenza di effetti di secondo impatto indotti dagli scorsi rincari petroliferi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER MARZO 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 2,2 per cento, dal 2,3 del mese precedente (cfr. tavola 5). Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per le componenti dell'indice, è possibile che il rallentamento dell'inflazione sia in parte riconducibile alla dinamica dei prezzi dei beni energetici.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A FEBBRAIO 2006

L'inflazione misurata sullo IAPC complessivo in febbraio è lievemente scesa al 2,3 per cento, dal 2,4 del mese precedente, rispecchiando principalmente un'attenuazione della dinamica dei prezzi dei beni energetici, ma anche in qualche misura un rallentamento dei prezzi degli alimentari freschi.

In febbraio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è calata di 1,1 punti percentuali, al 12,5 per cento, di seguito a una flessione delle quotazioni petrolifere nel corso del mese. Il rallentamento ha riguardato la maggior parte delle componenti dei prezzi dei beni energetici. Nello stesso mese, i prezzi degli alimentari freschi sono aumentati sul mese precedente, ma la variazione sui

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2005 ott.	2005 nov.	2005 dic.	2006 gen.	2006 feb.	2006 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,2	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2
Beni energetici	4,5	10,1	12,1	10,0	11,2	13,6	12,5	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	1,1	1,5	1,5	2,0	1,7	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,4	2,6	1,8	1,8	1,9	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	.
Servizi	2,6	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	4,1	4,2	4,2	4,7	5,2	5,4	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	49,3	47,9	48,5	52,5	51,8	52,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	17,4	22,5	29,8	23,1	23,1	17,7

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

1) Il dato sullo IAPC di marzo 2006 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

dodici mesi è risultata inferiore rispetto a gennaio. Gli andamenti di queste due componenti dell'indice complessivo sono stati influenzati favorevolmente da effetti base. Con riferimento ai prezzi degli alimentari freschi, finora non vi sarebbero riscontri empirici di un possibile impatto diretto dell'influenza aviaria sui prezzi dei prodotti alimentari nell'area. Tuttavia, non è da escludere che nei prossimi mesi si possano osservare alcune ripercussioni; ciò rappresenta dunque un lieve rischio al rialzo, in particolare per i prezzi degli alimentari freschi.

Sempre in febbraio, l'incremento sui dodici mesi dello IAPC al netto di beni energetici e alimentari freschi è rimasto stabile all'1,3 per cento, per effetto della sostanziale stabilità dei tassi di variazione di tutte le componenti. La crescita dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è lievemente aumentata all'1,9 per cento, dall'1,8 di gennaio, mentre l'inflazione nel settore dei servizi è rimasta invariata al 2,0 per cento. I prezzi dei beni industriali non energetici sono aumentati dello 0,3 per cento, dopo lo 0,2 di gennaio, in linea con gli incrementi molto contenuti osservati dall'inizio dello scorso anno (cfr. figura 17). Al riguardo, gli scorsi rincari petroliferi sembrerebbero aver avuto, finora, limitati effetti indiretti sui beni di consumo. Ciò è attribuibile, in certa misura, alla forte concorrenza internazionale e alla relativa debolezza dei consumi, che congiuntamente hanno contribuito a prevenire la trasmissione dei rincari degli input sui prezzi dei beni di consumo.

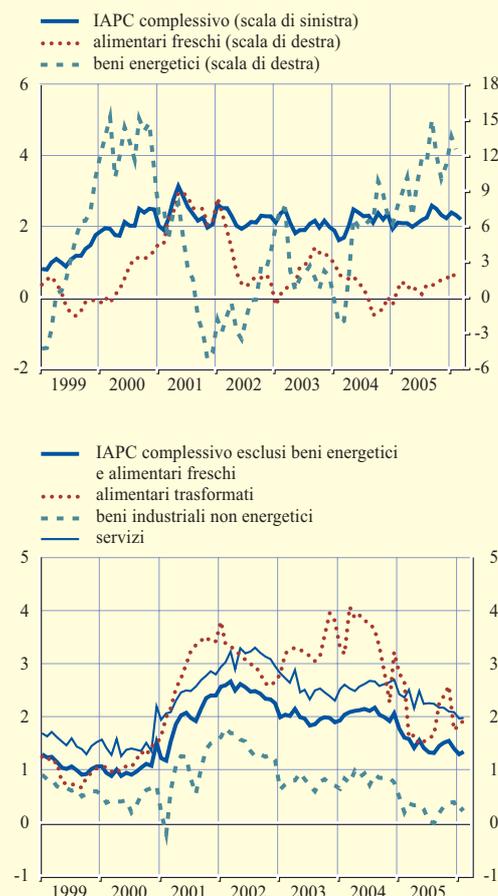
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In febbraio la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salita ulteriormente al 5,4 per cento, dal 5,2 del mese precedente (cfr. figura 18). L'accelerazione è stata determinata principalmente da un ulteriore rialzo del tasso di incremento dei prezzi alla produzione dei beni intermedi, al 2,2 per cento dal 2,0 di gennaio. Di conseguenza, la crescita dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici e delle costruzioni ha continuato ad aumentare, all'1,7 per cento dall'1,6. In virtù della stretta relazione fra l'andamento dei prezzi delle materie prime industriali, in aumento dalla fine del 2004, e i prezzi alla produzione dei beni intermedi, nei prossimi mesi si potrebbero osservare ulteriori spinte al rialzo su questi ultimi.

La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici si è leggermente ridotta al 19,7 per cento in febbraio, dal 19,8 di gennaio. Sul mese precedente, i prezzi sono aumentati a un ritmo molto più

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

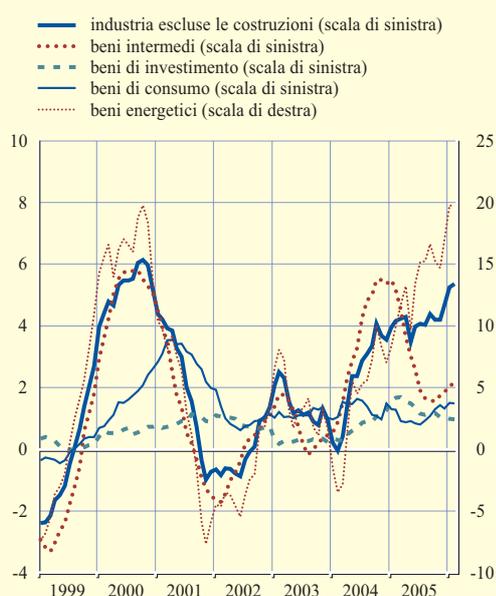
contenuto, l'1,0 per cento, rispetto all'incremento eccezionale del 4,0 per cento di gennaio, in linea con la flessione dei corsi petroliferi registrata in febbraio.

I prezzi alla produzione dei beni di consumo sono aumentati dello 0,2 per cento sul mese precedente, mentre la dinamica sul periodo corrispondente è rimasta invariata, all'1,5 per cento. La recente lieve ripresa del tasso di crescita suggerisce che le pressioni sui prezzi dei beni energetici potrebbero aver iniziato a ripercuotersi in parte agli stadi successivi della catena produttiva. Inoltre, le pressioni sui prezzi alla produzione dei beni intermedi, già menzionate, potrebbero a loro volta esercitare ulteriori spinte al rialzo sui prezzi alla produzione dei beni di consumo. Per quanto riguarda i prezzi alla produzione dei beni di investimento, la loro crescita è rimasta contenuta, collocandosi in febbraio all'1,0 per cento, come nel mese precedente.

A marzo gli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali hanno segnalato un rallentamento dei prezzi degli input nel settore dei servizi e, in particolare, in quello manifatturiero (cfr. figura 19). Lo Eurozone Input Price Index per il settore manifatturiero è sceso al 62,5 per cento; tale andamento potrebbe riflettere la stabilità dei prezzi dei beni energetici in febbraio e marzo. L'indice, tuttavia, è rimasto su un livello elevato, segnalando un marcato incremento dei prezzi degli input, che dovrebbe essere connesso ai recenti rincari delle materie prime industriali. In marzo il rispettivo indicatore per il settore dei servizi è sceso ulteriormente, a 58,1, dal picco di dicembre; l'indice è rimasto prossimo a 60, segnalando che gli incrementi dei prezzi degli input si sono mantenuti relativamente stabili negli ultimi mesi, ma chiaramente al di sopra di 50, il valore che corrisponde a una variazione nulla dei prezzi. Gli indicatori dei prezzi di vendita hanno segnalato per il terzo mese consecutivo un'accelerazione dei prezzi applicati alla clientela sia nel settore manifatturiero

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

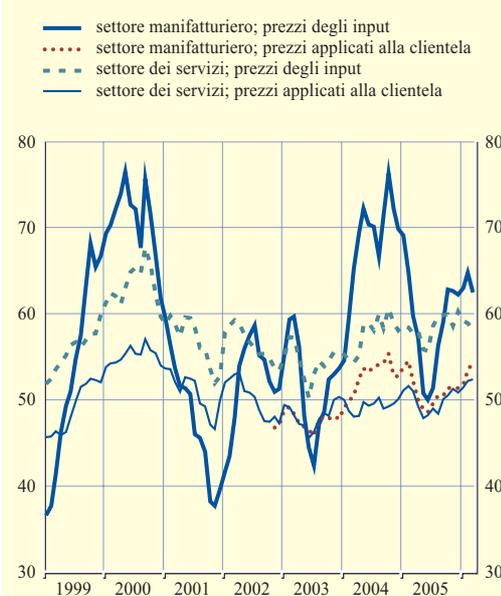
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 19 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



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)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

sia in quello dei servizi, suggerendo che le imprese stanno trasferendo i rincari degli input sui prezzi finali dell'output.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nel quarto trimestre del 2005 la crescita sul periodo corrispondente del costo orario del lavoro nell'area dell'euro per il settore delle imprese non agricole è stata pari al 2,4 per cento, in lieve rialzo dal 2,3 del trimestre precedente (cfr. tavola 6). Nel complesso, se si esclude un temporaneo aumento nel primo trimestre del 2005, il tasso di variazione di questo indicatore si è sostanzialmente stabilizzato intorno al 2,5 per cento dalla seconda metà del 2004. Per quanto riguarda gli andamenti settoriali, nell'ultimo trimestre del 2005 la crescita del costo orario del lavoro si è attenuata leggermente nell'industria, mentre è lievemente aumentata nei servizi di mercato. Il riquadro 3 presenta un'analisi più dettagliata dei recenti andamenti settoriali dei salari e del costo del lavoro nell'area dell'euro.

Riquadro 3

ANDAMENTI RECENTI DEI SALARI E DEL COSTO DEL LAVORO PER SETTORE NELL'AREA DELL'EURO

Nel monitorare gli andamenti dei salari e del costo del lavoro nell'area dell'euro, è utile esaminare le pressioni salariali anche a livello settoriale. Nella misura in cui si osservano ripercussioni tra vari settori, un approccio settoriale potrebbe fornire alcuni segnali anticipatori del possibile accumularsi di pressioni salariali nel complesso dell'economia, o almeno un quadro più preciso dei comparti dove potrebbero accumularsi effetti di secondo impatto e/o spinte salariali più generali.

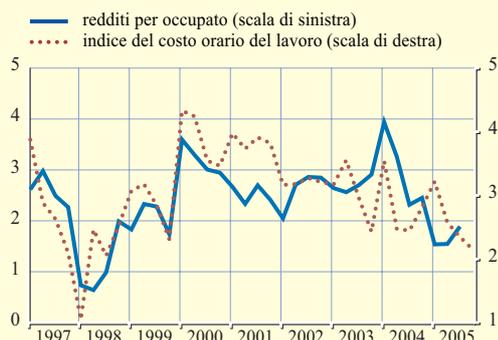
Andamenti del costo orario del lavoro e dei redditi per occupato

È necessario riscontrare le informazioni ottenute dai singoli indicatori della dinamica salariale con quelle ricavate da altri indicatori per evitare di giungere a conclusioni errate data la volatilità, possibilmente fuorviante, di una data serie. In termini di andamenti settoriali, le due serie utilizzate nell'area sono i redditi per occupato per settore (RPO) e l'indice del costo orario del lavoro per settore (ICL). Le differenze tra RPO e ICL sarebbero dovute principalmente al fatto che l'ICL è basato su dati relativi all'ora lavorata, mentre l'RPO viene calcolato in termini di occupati.

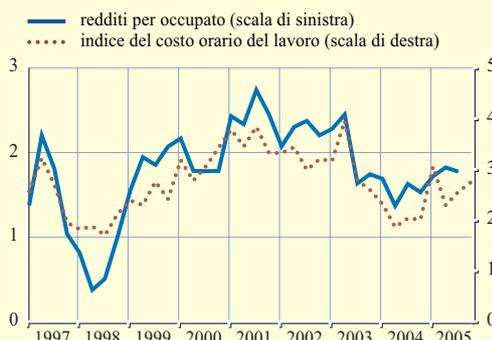
Figure A-B Redditi per occupato e costo orario del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

A) Industria al netto delle costruzioni



B) Commercio, servizi alberghieri e di trasporto¹⁾



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprensivi anche dei servizi di riparazione, ristorazione, magazzinaggio e comunicazione.

Di conseguenza, le variazioni delle ore lavorate potrebbero creare uno scarto tra gli andamenti delle due serie. Ad esempio, una riduzione delle ore lavorate per occupato implicherebbe, a parità di altre condizioni, un ridotto tasso di crescita dell'RPO rispetto all'ICL.

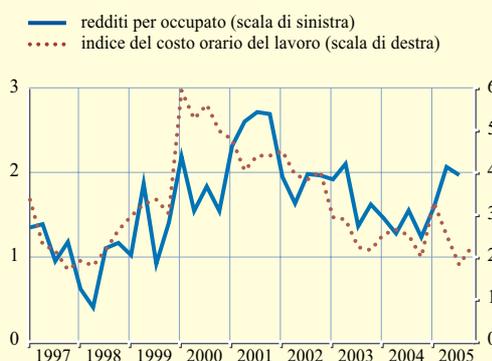
Le figure A e B forniscono un raffronto delle rispettive serie per l'industria al netto delle costruzioni (dove nel 2004 si è registrato il 23,4 per cento dei redditi totali degli occupati) e per un sottosectore di servizi, ovvero le attività commerciali, gli alberghi e i trasporti (con il 20,9 per cento dei redditi totali degli occupati nel 2004). Queste categorie corrispondono al massimo livello di scomposizione disponibile per i dati sui redditi per occupato.

Le figure indicano che tutte le serie mostrano una certa volatilità, ma gli andamenti a medio termine dei due indicatori sono sostanzialmente paralleli all'interno di ciascun settore. Nell'industria al netto delle costruzioni (figura A) dal 2000 si è registrato un rallentamento della crescita salariale che sarebbe continuato negli ultimi trimestri, probabilmente a seguito delle forti pressioni concorrenziali in questo settore provenienti dai paesi esterni all'area dell'euro con costi più bassi. Per quanto riguarda le attività commerciali, gli alberghi e i trasporti (figura B), le serie suggeriscono un ridimensionamento della dinamica salariale dal 2001 alla metà del 2004, con alcune correzioni successive. Tuttavia, considerando la volatilità delle serie, sembra prematuro parlare di una ripresa in questo settore. Per quanto riguarda l'andamento del costo del lavoro nelle intermediazioni finanziarie e immobiliari (figura C), la minore volatilità dell'ICL indica un graduale venir meno della moderazione nella crescita salariale a partire dal 2004, mentre l'RPO per questo settore sug-

Figura C Redditi per occupato e costo orario del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

C) Intermediazione finanziaria e servizi immobiliari¹⁾



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

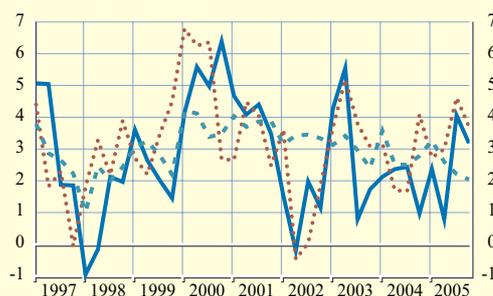
1) Comprensivo dei noleggi e delle attività professionali e imprenditoriali.

Figure D-E Costo orario del lavoro per attività economica

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

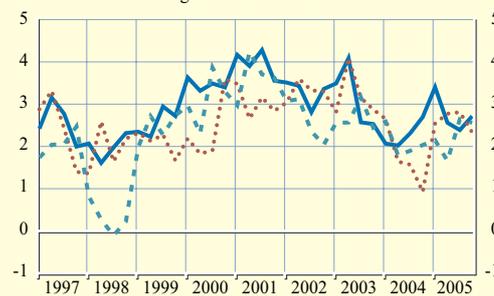
D) Scomposizione del settore industriale al netto delle costruzioni

— settori minerario ed estrattivo
 fornitura di elettricità, gas e acqua
 - - - settore manifatturiero



E) Scomposizione del commercio e dei servizi alberghieri e di trasporto¹⁾

— commercio
 trasporto, magazzinaggio e comunicazioni
 - - - servizi alberghieri e di ristorazione



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprensivo dei servizi di riparazione, ristorazione, magazzinaggio e comunicazione.

gerisce una lieve accelerazione dei salari negli ultimi trimestri. Ancora una volta, la volatilità delle serie suggerisce una certa cautela nel valutare gli andamenti a breve termine.

Un'analisi più articolata delle tendenze del costo orario del lavoro

È opportuno analizzare a fondo anche le informazioni più disaggregate fornite dall'ICL, senza dimenticare tuttavia che una maggiore disaggregazione dei dati ne accresce la volatilità. Le figure D, E ed F mostrano un'ulteriore scomposizione delle serie riportate nelle precedenti figure A, B e C.

Nell'industria al netto delle costruzioni (figura D) la crescita del costo del lavoro nel settore manifatturiero è calata regolarmente dal 2001, mentre negli altri due comparti dell'industria al netto delle costruzioni (ovvero quello minerario ed estrattivo e quello della fornitura di elettricità, gas e acqua) sarebbe aumentata negli ultimi trimestri. Tuttavia, anche questi due comparti sono molto più volatili e pertanto risulta più difficile individuarne le tendenze.

Passando al gruppo dei servizi di mercato illustrati nella figura E, la stabilizzazione e la recente accelerazione sono comuni ad attività commerciali, alberghi e ristoranti, mentre nel settore dei trasporti, magazzinaggio e comunicazioni il rimbalzo della crescita del costo del lavoro compenserebbe ampiamente la flessione osservata nel 2003 e 2004. Infine,

Figura F Costo orario del lavoro per attività economica

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

F) Intermediazione finanziaria e servizi immobiliari¹⁾

— intermediazione finanziaria
 settore immobiliare, noleggi e attività professionali e imprenditoriali



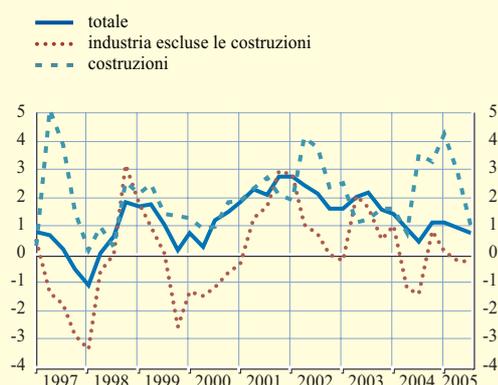
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprensivo dei noleggi e delle attività professionali e imprenditoriali.

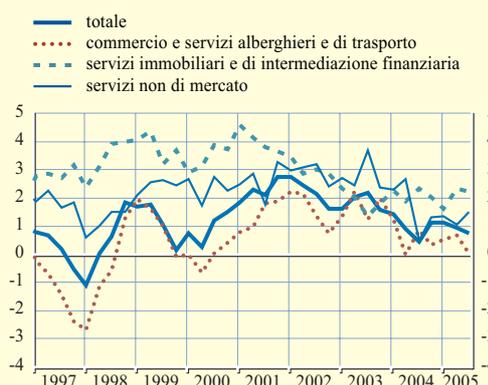
Figure G-H Andamenti settoriali del costo del lavoro per unità di prodotto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

G) Industria



H) Servizi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le categorie riportate corrispondono ai raggruppamenti ampi della classificazione NACE - rev. 1.1: totale (A-P), agricoltura (A-B), industria escluse le costruzioni (C-E), costruzioni (F), commercio e servizi alberghieri e di trasporto (G-I), intermediazione finanziaria e servizi immobiliari (J-K) e servizi non di mercato (L-P).

negli altri due settori dei servizi di mercato illustrati nella figura F – quello delle intermediazioni finanziarie e quello relativo a immobili, locazioni e attività professionali – la crescita del costo del lavoro sembra essersi stabilizzata dal 2004, anche se la dinamica del costo del lavoro nel primo settore sembra essere caratterizzata da una maggiore volatilità rispetto al secondo.

Costo del lavoro per unità di prodotto a livello settoriale

Per valutare le spinte inflazionistiche è necessario analizzare la dinamica della crescita salariale insieme all'andamento della produttività, ossia in termini di costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP). Le figure G e H suggeriscono che dal 2001 un andamento caratterizzato da una crescita del CLUP moderata è stato comune a tutti i settori mostrati. A un livello più disaggregato si nota che tale crescita è stata costantemente più contenuta nell'industria al netto delle costruzioni e nei settori delle attività commerciali, degli alberghi e dei trasporti rispetto ai restanti settori dell'economia. Per contro, la crescita del CLUP è stata più marcata per le costruzioni, le intermediazioni finanziarie e i servizi non di mercato. Ciò riflette in parte le diverse dinamiche della produttività in questi settori¹⁾.

È da sottolineare che nei servizi non di mercato, un settore relativamente protetto dalle forze di mercato della concorrenza e della globalizzazione, dal 2003 si è registrato un calo della crescita del CLUP. Anche se la componente più significativa di questo settore è costituita dagli impieghi statali, spesso caratterizzati da una posizione relativamente forte dei sindacati durante le trattative salariali, la decelerazione del CLUP osservata in questo settore segnala alcune correzioni verso le tendenze del mercato, forse connesse in parte alle posizioni di bilancio relativamente deboli di diversi paesi nell'area dell'euro.

1) Per ulteriori evidenze sulla dinamica della produttività nel settore dei servizi nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 in questo numero del Bollettino.

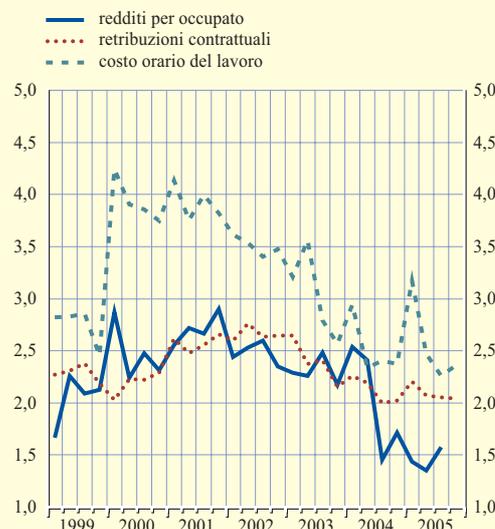
In conclusione, la precedente analisi confermerebbe l'opinione secondo cui nell'area dell'euro finora non si sono osservati né una marcata accelerazione del costo del lavoro né un significativo rafforzamento delle pressioni inflazionistiche nel mercato del lavoro. In alcuni settori dei servizi di mercato, ovvero le attività commerciali, gli alberghi e i trasporti e, in una certa misura, i servizi di intermediazione finanziaria e immobiliare, la crescita salariale è aumentata nel 2005. Tuttavia, finora l'andamento favorevole della produttività ha contenuto la crescita del CLUP. Infine, poiché una maggiore disaggregazione dei dati in genere ne accresce la volatilità e il numero di revisioni, è ancora troppo presto per valutare se il recente incremento della crescita salariale in alcuni settori rappresenta un movimento temporaneo o più duraturo.

Un'analisi congiunta delle precedenti informazioni e degli altri indicatori disponibili del costo del lavoro suggerisce che nel 2005 la dinamica salariale è rimasta contenuta (cfr. figura 20), rispecchiando le condizioni relativamente deboli del mercato del lavoro nell'area e le pressioni concorrenziali dei paesi esterni all'area dell'euro con costi bassi. Nel 2005 la dinamica dell'indice delle retribuzioni contrattuali nell'area è rimasta contenuta, al 2,1 per cento, vicina al dato del 2004. Anche i dati disponibili sui redditi per occupato segnalano nell'insieme che si sta esaurendo il rallentamento, osservato fin dall'inizio del 2000, del costo del lavoro: il ritmo di espansione di quest'ultimo tuttavia rimane moderato. La crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato ha oscillato intorno all'1,5 per cento dalla metà del 2004; a livello settoriale la crescita dei salari continua a essere più pronunciata nell'industria che nei servizi (cfr. figura 21).

Se si considera che la crescita della produttività dovrebbe aver recuperato nella seconda metà del 2005, anche la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe essere rimasta moderata nello stesso periodo, mantenendo contenute le spinte inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro. I dati sul costo del lavoro per unità di prodotto sono disponibili fino al terzo trimestre del

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

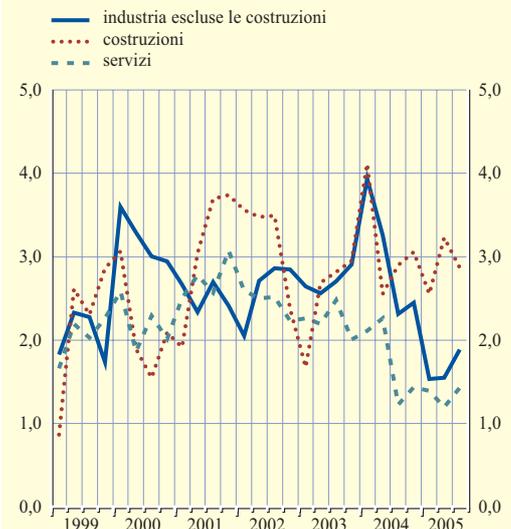
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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.

2005. L'andamento moderato del costo del lavoro, insieme a una ripresa della produttività, ha determinato una flessione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, scesa allo 0,7 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre del 2005. Al riguardo, finora non si sono osservate pressioni inflazionistiche significative derivanti dalla dinamica salariale nell'area dell'euro.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Mentre le pressioni inflazionistiche interne all'area dell'euro sono rimaste contenute, quelle esterne derivanti dai prezzi delle materie prime rimangono vigorose. In tale contesto l'inflazione dovrebbe mantenersi al di sopra del 2 per cento nel breve termine. Le modifiche nei prezzi amministrati e nelle imposte indirette dovrebbero avere un impatto significativo sulla dinamica dei prezzi nel 2006 e 2007. Per quanto riguarda i rischi relativi all'inflazione, si ritiene che essi siano verso l'alto, connessi principalmente ai futuri rincari delle materie prime. Alcuni rischi derivano anche dal possibile rafforzamento degli effetti indiretti degli scorsi rincari delle materie prime sui prezzi di altri beni, specie in quanto alcune ripercussioni hanno già cominciato ad essere visibili agli stadi avanzati della catena produttiva. Infine, ulteriori rischi al rialzo per le prospettive di inflazione sono rappresentati dalla possibilità di una dinamica salariale più vigorosa delle attese, dovuta a effetti di secondo impatto degli scorsi rincari petroliferi, nonché da nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte dirette.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo la dinamica più moderata dell'ultimo trimestre del 2005, l'attività economica dovrebbe rafforzarsi nel 2006, come suggerito da diversi indicatori economici dall'inizio dell'anno. Vi sono altresì indicazioni preliminari di un miglioramento nel mercato del lavoro. Inoltre, l'area dell'euro continua a trarre beneficio da un contesto economico esterno favorevole e da condizioni di finanziamento propizie. Sebbene i rischi relativi alle prospettive appaiano sostanzialmente equilibrati nel breve periodo, nel più lungo termine lo scenario rimane soggetto a rischi derivanti da squilibri a livello mondiale e incertezze riguardanti l'andamento dei prezzi del petrolio.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

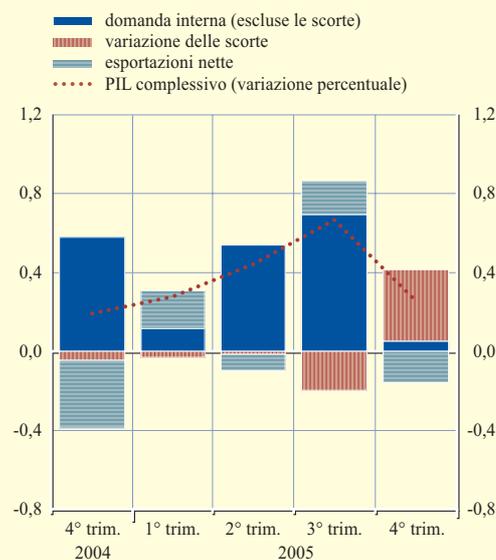
Secondo i dati preliminari dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2005 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, in linea con la stima rapida. Tale aumento ha fatto seguito a un'espansione dello 0,7 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre, rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima iniziale (cfr. figura 22).

Il rallentamento nel quarto trimestre sembra, in parte, essere una correzione della crescita inaspettatamente sostenuta registrata nel terzo, ascrivibile a una decelerazione dei consumi e a un contributo negativo delle esportazioni nette. Accresciutisi nel terzo trimestre, i consumi privati si sono ridotti dello 0,2 per cento sul periodo precedente, mentre l'apporto negativo delle esportazioni nette è derivato da una decelerazione più pronunciata nelle esportazioni che nelle importazioni. La flessione della crescita delle esportazioni ha rispecchiato una correzione della loro robusta espansione nel terzo trimestre e il calo in ottobre: la nuova ripresa osservata da novembre in poi suggerisce che il rallentamento dovrebbe essere stato temporaneo. La crescita degli investimenti si è mantenuta relativamente intensa, a ulteriore indicazione del fatto che probabilmente il calo della crescita del prodotto nel quarto trimestre è stato soltanto provvisorio.

Il contributo positivo della variazione delle scorte alla crescita del PIL nel quarto trimestre può rispecchiare la decelerazione della domanda interna. A tal proposito, al presente stadio non si può escludere un'ulteriore revisione delle scorte, poiché queste sono calcolate come residuo che incorpora anche la discrepanza statistica risultante dall'uso degli indici concatenati nei conti nazionali (cfr. il riquadro 5 *Miglioramenti nelle statistiche del PIL e dei conti nazionali dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2005 di questo Bollettino). Considerando le recenti pubblicazioni dei conti nazionali (non inclusi nella prima pubblicazione per l'area dell'euro), ci si possono aspettare altre revisioni alla crescita delle componenti della spesa, come una probabile revisione al rialzo della crescita dei consumi privati e una revisione al ribasso della crescita degli inve-

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.

stimanti. Inoltre, alcuni recenti risultati positivi degli indicatori di spesa delle famiglie suggeriscono che l'indebolimento dei consumi è stato temporaneo.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Per quanto riguarda la composizione settoriale della crescita del PIL nell'area dell'euro, i dati relativi al valore aggiunto per il quarto trimestre del 2005 indicano una decelerazione dell'attività tanto nel comparto industriale quanto in quello dei servizi. L'attività industriale è stata limitata dalla diminuzione della crescita delle esportazioni ma, allo stesso tempo, sostenuta dalla tenuta dell'attività nel settore delle costruzioni. Ciò nonostante, l'aumento del valore aggiunto nel settore industriale ha continuato a essere superiore a quello nel settore dei servizi alla fine del 2005. Nell'insieme dell'anno, comunque, l'espansione del valore aggiunto nei servizi è stata leggermente più sostenuta di quella nell'industria.

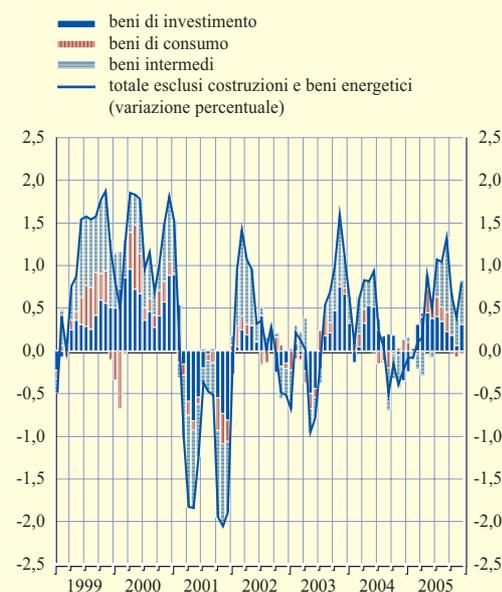
A gennaio la produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,1 per cento sul mese precedente. Nello stesso mese si è verificata una flessione nella produzione di beni energetici e di consumo. Nel caso dell'industria dei beni di consumo, un maggiore dettaglio dei dati mostra che la dinamica negativa è derivata da un calo della produzione di beni non durevoli, che ha determinato un contributo più significativo dell'aumento dei beni durevoli. Per contro, è aumentata la produzione di beni sia intermedi sia, in misura maggiore, di investimento. In termini di medie mobili a tre mesi, la crescita della produzione industriale (al netto delle costruzioni e dell'energia) è salita allo 0,8 per cento in gennaio (cfr. figura 23).

Gli ultimi dati relativi ai nuovi ordini indicano una robusta attività in atto all'inizio dell'anno. Sebbene i nuovi ordini industriali nell'area dell'euro siano scesi del 6,0 per cento sul mese precedente in gennaio, tale diminuzione ha fatto seguito ad aumenti del 5,4 per cento in dicembre e del 4,9 per cento in novembre. Sulla base delle medie mobili a tre mesi, l'indice è salito del 6,7 per cento in gennaio. Il dato di gennaio ha fortemente risentito dell'andamento erratico degli ordini di mezzi di trasporto pesante. Se si escludono i mezzi di trasporto navali, ferroviari e aerospaziali, i nuovi ordini industriali sono aumentati dello 0,2 per cento sul mese precedente.

In un'ottica di più lungo periodo, uno dei fattori che spesso viene visto come un ostacolo alla crescita nell'area dell'euro è costituito dalla concorrenza limitata nel settore dei servizi, che, a sua volta, esercita un impatto negativo sulla crescita della produttività del comparto. Il riquadro 4 *Produttività del lavoro e andamento dei prezzi nel settore dei servizi dell'area dell'euro: il ruolo della concorrenza* analizza le determinanti della produttività del lavoro nei servizi dell'area dell'euro, sottolineando che una maggiore concorrenza nel settore gioverebbe a incrementare l'efficienza e la flessibilità e, pertanto, la produttività.

Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili 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.

Un altro fattore è rappresentato dalle restrizioni al libero movimento dei lavoratori all'interno dell'Unione europea. A tale riguardo, il riquadro 5 *La mobilità del lavoro all'interno dell'UE allargata* esamina in maggior dettaglio le diverse esperienze di migrazione transfrontaliera successiva all'allargamento dell'UE nel maggio 2004.

Riquadro 4

PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO E ANDAMENTO DEI PREZZI NEL SETTORE DEI SERVIZI DELL'AREA DELL'EURO: IL RUOLO DELLA CONCORRENZA

La limitata concorrenza nel settore dei servizi dell'area dell'euro è spesso considerata uno dei fattori che ostacola la crescita della produttività del lavoro e che contribuisce, in parte, a un'inflazione più elevata in questo settore che in quello manifatturiero. Una maggiore concorrenza nei mercati dei servizi è pertanto un obiettivo chiave della strategia di Lisbona. Il presente riquadro esamina l'impatto della concorrenza sulla produttività del lavoro e sui prezzi nel settore dei servizi dell'area dell'euro ¹⁾.

La produttività del lavoro

Nel periodo dal 1991 al 2003 l'area dell'euro nel suo insieme e la maggior parte dei paesi che ne fanno parte hanno registrato una flessione, rispetto agli anni ottanta, della crescita della produttività del lavoro per occupato, sia per l'intera economia sia per il settore dei servizi nel suo complesso ²⁾ (cfr. tavola A). Negli Stati Uniti, invece, nel periodo in esame il tasso di crescita della produttività del lavoro per il settore dei servizi nel suo complesso è considerevolmente aumentato rispetto agli anni ottanta, superando quello registrato nell'area dell'euro e crescendo ulteriormente negli anni fra il 1996 e il 2003 ³⁾.

La crescita della produttività del lavoro nei vari comparti dei servizi dell'area dell'euro sembra essere caratterizzata da un elevato grado di diversità. Nei settori della vendita all'ingrosso e al dettaglio, in particolare, l'aumento della produttività del lavoro è stato di gran lunga inferiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti sia negli anni ottanta sia nel periodo 1991-2003. In tali settori il divario fra le due aree si è notevolmente ampliato a partire dal 1995. Parte della spiegazione di questo fenomeno va ricercata nelle economie di scala. Nell'area dell'euro i settori della vendita all'ingrosso e al dettaglio sono i settori dei servizi con il maggior numero di imprese e il minor numero di occupati per impresa. Una spiegazione complementare è che l'incremento della produttività del lavoro negli Stati Uniti sia stato determinato negli anni ottanta e nel periodo 1991-2003 dall'introduzione di nuove tecnologie in questo comparto tradizionalmente ad elevata intensità di lavoro, mentre nell'area dell'euro tali tecnologie sono state introdotte da sei a dieci anni più tardi.

Nel periodo 1996-2003 anche la crescita della produttività del lavoro nell'intermediazione finanziaria è stata significativamente inferiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Tale diffe-

- 1) Per maggiori informazioni e approfondimenti su questo argomento cfr. Task Force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, Occasional Paper della BCE, n. 44, aprile 2006.
- 2) Cfr. l'articolo *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali* nel numero di luglio 2004 di questo Bollettino.
- 3) Va sottolineato che insorgono diversi problemi di misurazione nel calcolo della crescita della produttività del lavoro e delle variazioni dei prezzi nel settore dei servizi, problemi che andrebbero tenuti presenti nell'interpretazione dei risultati e nel raffronto a livello internazionale.

Tavola A Crescita della produttività del lavoro per impiegato

(variazioni percentuali in ragione d'anno)

	Totale dell'economia		Totale dei servizi		Commercio all'ingrosso e al dettaglio		Alberghi e ristoranti	
	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾
1981-1990 ¹⁾	1,83	1,33	0,90	0,61	1,50	1,86	-1,59	-0,30
1991-2003 ²⁾	1,28	1,52	0,69	1,57	1,09	3,85	-1,94	0,54
1996-2003 ³⁾	0,95	1,75	0,59	2,33	0,71	5,49	-1,62	-0,84

	Trasporti, magazzino e comunicazioni		Intermediazione monetaria e finanziaria		Attività immobiliari, noleggio, attività professionali e imprenditoriali		Servizi comunitari, personali e sociali	
	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾
1981-1990 ¹⁾	2,76	1,72	1,83	-1,06	-0,83	-1,65	-0,17	0,05
1991-2003 ²⁾	3,85	2,72	1,60	3,71	-1,35	-0,34	n.a.	-0,37
1996-2003 ³⁾	4,32	2,52	2,50	5,16	-2,06	-0,13	-0,01	-0,02

Fonti: OECD STAN, Groningen Growth and Development Centre Database, BCN ed elaborazioni BCE.

1) L'aggregato per l'area dell'euro non include la Grecia.

2) L'aggregato per l'area dell'euro non include la Grecia, mentre include l'Irlanda solo fino al 2002.

3) L'aggregato per l'area dell'euro include l'Irlanda solo fino al 2002.

4) I dati relativi agli Stati Uniti per tutti i settori terminano nel 2001.

renza trova origine principalmente nelle attività di supporto all'intermediazione finanziaria (come i servizi di compravendita di titoli e di brokeraggio, la consulenza finanziaria e sui mutui ipotecari, ecc.) che hanno mostrato una crescita della produttività del lavoro più vigorosa negli Stati Uniti. In entrambe le economie, tuttavia, si è verificato un notevole incremento della crescita della produttività. Questi risultati sono discussi ampiamente nella letteratura ⁴⁾ che segnala una maggior esposizione alla concorrenza internazionale del settore dell'intermediazione finanziaria, rispetto ad altri settori dei servizi, e un impiego più diffuso delle TIC in questo settore.

A differenza dei due settori citati, la crescita della produttività del lavoro nei trasporti, nel magazzino e nelle comunicazioni dell'area dell'euro è stata superiore a quella degli Stati Uniti (sia negli anni ottanta sia nel periodo 1991-2003) e tale divario si è ampliato nel periodo 1996-2003. Questo andamento positivo può essere ascritto a una maggior concorrenza in questo comparto nell'area dell'euro, soprattutto a seguito della liberalizzazione del settore delle telecomunicazioni, a sua volta associata a un aumento della produttività e della redditività, imputabile a un aumento del livello di efficienza, all'innovazione di prodotto e al ricorso alle TIC.

L'andamento dei prezzi

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, nell'area dell'euro i tassi di variazione di prezzo del valore aggiunto per la totalità dei servizi e per la maggior parte dei comparti che costituiscono tale settore sono diminuiti nel periodo 1991-2003 rispetto agli anni ottanta (cfr. tavola B), ma in genere sono rimasti superiori a quelli per l'economia nel suo insieme. Nel tempo le variazioni di prezzo del valore aggiunto si sono ridotte in particolare nei trasporti, nel magazzino e nelle comunicazioni. Ciò è riconducibile prevalentemente alla citata apertura alla concorrenza dei settori dei trasporti e delle telecomunicazioni nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro a partire dalla prima metà degli anni no-

4) Cfr. ad esempio M. O'Mahony, M., van Ark, B. (2003) "EU Productivity Performance Overview", in O'Mahony, M., van Ark, B. (a cura di), *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective, Can Europe Resume the Catching-up Process?*, Commissione europea, DG Imprese, Bruxelles.

Tavola B Deflatore del valore aggiunto

(variazioni percentuali in ragione d'anno)

	Totale dell'economia		Totale dei servizi		Commercio all'ingrosso e al dettaglio		Alberghi e ristoranti	
	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾
1981-1990 ¹⁾	5,81	4,25	6,27	5,24	6,04	2,96	10,07	6,56
1991-2003 ¹⁾	2,10	2,12	2,49	2,55	1,93	0,48	4,67	4,39
1996-2003 ²⁾	1,64	1,81	1,90	1,94	1,42	-0,87	4,37	5,37

	Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni		Intermediazione monetaria e finanziaria		Attività immobiliari, noleggio, attività professionali e imprenditoriali		Servizi comunitari, personali e sociali ³⁾	
	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾	Area euro	Stati Uniti ⁴⁾
1981-1990 ¹⁾	4,66	3,68	6,29	8,48	6,39	5,89	6,50	6,26
1991-2003 ¹⁾	0,41	0,76	1,41	4,12	3,12	2,98	2,94	3,77
1996-2003 ²⁾	-0,38	0,10	0,46	2,47	2,37	3,10	2,47	3,37

Fonti: OECD STAN, *Groningen Growth and Development Centre Database*, BCN ed elaborazioni BCE.

1) L'aggregato per l'area dell'euro non include la Grecia e l'Irlanda.

2) L'aggregato per l'area dell'euro non include l'Irlanda.

3) I dati relativi all'area dell'euro terminano nel 2002.

4) I dati relativi agli Stati Uniti per tutti i settori terminano nel 2001.

vanta. Analogamente, nell'area dell'euro si è verificata una significativa moderazione delle variazioni di prezzo del valore aggiunto nei settori dell'intermediazione finanziaria e della vendita all'ingrosso e al dettaglio. Tuttavia, in questi ultimi comparti, la più recente riduzione delle variazioni dei prezzi è stata ancor più pronunciata negli Stati Uniti, per effetto di migliori risultati di produttività.

La concorrenza

Diversi riscontri nella letteratura portano alla conclusione che la concorrenza è un fattore importante per spiegare l'andamento sia della produttività del lavoro sia dei prezzi nel settore dei servizi. È generalmente accertato che la deregolamentazione e la liberalizzazione contribuiscono a livelli e tassi di crescita della produttività del lavoro superiori, nonché che una maggior concorrenza esercita una pressione al ribasso su costi e prezzi.

Le *proxy* che colgono il grado di regolamentazione indicano che nel tempo il contesto di regolamentazione nei paesi dell'area dell'euro è diventato più favorevole alla concorrenza nel mercato dei servizi, pur rimanendo nella maggior parte dei casi più restrittivo che negli Stati Uniti (cfr. tavola C, dove un indice più elevato corrisponde a una regolamentazione più severa). I risultati,

Tavola C Regolamentazione dei mercati dei prodotti¹⁾

	Regolamentazioni inerenti all'insieme del mercato		Barriere amministrative nei singoli settori		Commercio al dettaglio		Servizi professionali	
	Livello nel 2003	Variazione dal 1998 al 2003	Livello nel 2003	Variazione dal 1998 al 2003	Livello nel 2003	Variazione dal 1998 al 2003	Livello nel 2003	Variazione dal 1998 al 2003
Area euro ²⁾	1,5	-0,7	1,7	-0,5	2,8	-0,3	2,3	-0,3
Stati Uniti	1,0	-0,3	1,0	0,2	2,6	-	1,8	-

Fonte: OCSE.

1) Livelli più elevati dell'indice indicano regolamentazioni più vincolanti.

2) Medie semplici.

tuttavia, sono diversi fra i vari comparti dei servizi. I servizi al dettaglio e professionali, ad esempio, hanno mostrato solo piccoli progressi in termini di deregolamentazione nel periodo compreso fra la metà degli anni novanta e il 2003.

Le differenze nel grado di regolamentazione fra paesi e fra comparti dei servizi restano considerevoli. Alcune industrie di rete (telecomunicazioni e trasporto aereo) hanno registrato una notevole apertura alla concorrenza internazionale a partire dai primi anni novanta, benché sussistano ulteriori margini d'azione per un aumento della concorrenza effettiva⁵⁾.

Data la grande e crescente importanza del settore dei servizi nell'area dell'euro, è essenziale che il relativo andamento, ivi compreso il grado di concorrenza, sia tenuto sotto stretta osservazione. Le misure volte a incrementare la concorrenza nel mercato dei servizi possono aumentare l'efficienza economica e le economie di scala. Ciò favorirebbe livelli e tassi di crescita della produttività del lavoro più elevati nel settore dei servizi e promuoverebbe un'economia più dinamica. Le misure volte a incrementare la concorrenza nel mercato dei servizi possono inoltre avere un effetto frenante sulle variazioni dei prezzi relativi in alcuni settori dei servizi, potendo quindi anche tenere temporaneamente più bassa l'inflazione aggregata. Nel complesso, un livello più elevato di concorrenza nel settore dei servizi tenderebbe a sostenere mercati dei servizi più efficienti e flessibili, ad agevolare processi di aggiustamento e ad aumentare la capacità di tenuta dell'area dell'euro agli shock economici.

5) Cfr. Martin, R., Roma, M., Vansteenkiste, I. (2005), *Regulatory reforms in selected EU network industries*, Occasional Paper della BCE, n. 28.

Riquadro 5

LA MOBILITÀ DEL LAVORO ALL'INTERNO DELL'UE ALLARGATA

La libera circolazione dei lavoratori è uno dei principi alla base del mercato interno. Tuttavia, con l'ampliamento dell'UE nel maggio 2004, sono state imposte diverse restrizioni temporanee alla mobilità dei lavoratori degli otto dei dieci nuovi Stati membri (UE-10)¹⁾ verso i paesi dell'UE-15. Tali restrizioni sono applicate dalla maggior parte dei paesi dell'UE-15 (ovvero Belgio, Danimarca, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia²⁾), nel quadro di un regime transitorio (le "disposizioni temporanee") che potrà restare in vigore fino a sette anni, suddivisi in tre fasi secondo la formula "2 più 3 più 2". La prima fase biennale terminerà il 30 aprile 2006.

Nel febbraio 2006 la Commissione europea ha adottato una Comunicazione al Consiglio e ad altre istituzioni comunitarie contenente una relazione sul funzionamento delle disposizioni temporanee³⁾, che servirà da base per una revisione di tali disposizioni da parte del Consiglio.

1) I movimenti dei lavoratori provenienti da Cipro e Malta non sono soggetti a restrizioni.

2) Irlanda, Svezia e Regno Unito non hanno adottato disposizioni temporanee. Tuttavia, va notato che Irlanda e Regno Unito impongono delle restrizioni all'accesso ai loro sistemi di sicurezza sociale.

3) *Relazione sul funzionamento delle disposizioni temporanee di cui al Trattato di adesione del 2003 (periodo dal 1° maggio 2004 al 30 aprile 2006)*, Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2006) 48 definitivo.

Conclusa la revisione, entro il 30 aprile 2006 gli Stati membri dell'UE-15 dovranno informare la Commissione delle loro intenzioni per la seconda fase del periodo transitorio. In caso di mancata notifica, la legislazione comunitaria sulla libera circolazione dei lavoratori diventerà applicabile dal 1° maggio 2006. In tutti gli Stati membri dell'UE-15 l'introduzione delle disposizioni del Trattato sulla libera circolazione dei lavoratori non potrà comunque essere differita oltre il 30 aprile 2011.

La relazione fornisce al Consiglio dati sull'entità e la composizione dei flussi migratori di lavoratori dai nuovi Stati membri verso la UE-15. I risultati principali in essa contenuti possono essere sintetizzati come segue:

(1) Nel primo trimestre del 2005 la quota dei lavoratori dei paesi dell'UE-10 sulla popolazione in età di lavoro dell'UE-15 era relativamente contenuta, fra lo 0,1 per cento in Francia e Paesi Bassi, l'1,4 per cento in Austria e il 2 per cento in Irlanda. La tavola A riporta, fra l'altro, la quota di lavoratori dell'UE-10 nell'UE-15 negli anni 2003 e 2005. Gli incrementi massimi sono stati 0,7 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente in Austria e nel Regno Unito. Nell'insieme dell'UE-15, la quota è salita di solo 0,2 punti percentuali nel periodo, con un numero considerevole di permessi di lavoro riguardanti impieghi soltanto stagionali o di breve durata. La Commissione nota che l'immigrazione da paesi terzi rappresenta in genere un fenomeno più consistente della mobilità intra-UE;

(2) I dati relativi alla composizione per settori e qualifiche dei cittadini dei paesi dell'UE-10 residenti nell'UE-15 indicano che tali emigranti non sottraggono lavoro ai cittadini sui mercati del lavoro dei paesi ospiti, ma tendono piuttosto a svolgere un ruolo complementare: la proporzione di cittadini dell'UE-10 negli Stati membri dell'UE-15 con qualifiche di basso livello è infatti molto inferiore a quella dei cittadini di questi paesi, a fronte di una più elevata percentuale di la-

Tavola A Popolazione lavoratrice residente per nazionalità di provenienza (2003 e 2005)

(in percentuale sul totale della popolazione in età di lavoro)

Paese di destinazione	Nazionalità di provenienza			
	UE15		UE10	
	2003	2005	2003	2005
Belgio	5,4	5,8	0,2	0,2
Danimarca	1,0	1,1	.	.
Germania	2,7	2,8	.	0,7
Grecia	0,2	0,3	0,3	0,4
Spagna	1,1	1,2	0,2	0,2
Francia	1,9	1,9	0,1	0,1
Irlanda	3,4	3,0	.	2,0
Italia	.	.	.	.
Lussemburgo	37,2	37,6	0,3	0,3
Paesi Bassi	1,5	1,4	0,1	0,1
Austria	1,7	1,9	0,7	1,4
Portogallo	0,3	0,4	.	.
Finlandia	0,3	0,4	0,3	0,3
Svezia	2,2	2,3	0,2	0,2
Regno Unito	1,8	1,7	0,2	0,4
UE15	2,0	2,1	0,2	0,4

Fonte: Commissione europea, sulla base dell'indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat (*Labour Force Survey*) per il periodo 2003-1° trim. 2005; per l'Irlanda, 2° trim. 2005.

Nota: i dati sono omessi nel caso di fonti poco attendibili o periodi campionari troppo brevi. I dati per l'Italia sono esclusi per la mancanza del dato disaggregato per nazionalità di provenienza. Il totale UE15 non comprende l'Italia, quello relativo agli stranieri provenienti dall'UE10 la Germania, l'Italia e l'Irlanda.

Tavola B Popolazione residente in età di lavoro per nazionalità di provenienza e livello di istruzione nel 2005

(valori percentuali)

Livello d'istruzione	Nazionalità di provenienza			
	Interna	UE15	UE10	Esterna all'UE
Basso	31	36	21	48
Medio	46	39	57	35
Alto	23	25	22	17
Totale	100	100	100	100

Fonte: Commissione europea, sulla base dell'indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat (*Labour Force Survey*) 1° trim. 2005; per la Francia e l'Austria, 2° trim. 2005.

Nota: i livelli d'istruzione sono stati codificati come segue: basso (scuola secondaria inferiore), medio (scuola secondaria superiore), alto (istruzione universitaria).

avoratori dell'UE-10 con qualifiche di medio livello (cfr. tavola B) rispetto a quella dei paesi che li ospitano. A ciò si aggiunge il fatto che la composizione settoriale ampia delle forze di lavoro nazionali non è cambiata in modo significativo fra il 2003 e il 2005.

I dati suggeriscono inoltre che l'afflusso di lavoratori dell'UE-10 negli Stati membri dell'UE-15 ha avuto un impatto positivo sull'economia, in quanto ha sopperito alla mancanza di mano d'opera in taluni settori, oltre a dare impulso all'occupazione e migliorare i conti pubblici. La relazione nota che i paesi che non hanno adottato regimi transitori (Irlanda, Svezia e Regno Unito) sono ottimisti circa l'impatto delle migrazioni dai nuovi Stati membri sui rispettivi mercati del lavoro.

(3) Non vi è alcun nesso diretto fra l'adozione di disposizioni temporanee sulla migrazione di lavoratori dai paesi dell'UE-10 e l'entità dei flussi migratori da tali paesi. Tuttavia, si argomenta che è possibile che tali disposizioni abbiano avuto effetti negativi sul mercato del lavoro dal momento che potrebbero avere incrementato il lavoro non dichiarato e creato distorsioni nelle scelte dei paesi di destinazione.

Nonostante questa valutazione, alcuni paesi hanno già annunciato di voler mantenere le disposizioni per la seconda fase triennale. Ciò comporta che essi saranno in grado di continuare a regolare i flussi migratori verso i propri paesi, sebbene, nel contesto di un mercato dell'Unione integrato un elevato grado di mobilità del lavoro è un fattore auspicabile al fine di promuovere l'occupazione e favorire l'adeguamento alle mutevoli condizioni della domanda. Un'allocazione inefficiente delle risorse di lavoro potrà influire negativamente sul livello e sul tasso di crescita del prodotto potenziale nel più lungo termine, oltre a limitare il ritmo di crescita dell'economia nel breve periodo. Inoltre, nel contesto di un'unione monetaria allargata e in assenza di politiche monetarie e del cambio nazionali, le restrizioni sulla mobilità potrebbero intaccare la capacità dei singoli mercati del lavoro nazionali di adeguarsi in modo efficiente a shock asimmetrici e fluttuazioni dell'economia.

Dal punto di vista dei nuovi Stati membri, la mobilità del lavoro presenta diverse sfide oltre che vantaggi, soprattutto nel breve periodo. Le migrazioni di lavoratori dai nuovi Stati membri dell'UE potranno ridurre la riserva di lavoratori giovani e istruiti in tali paesi: in alcuni di essi, la scarsità di offerta (ad es. di personale medico) sta già sollevando preoccupazioni. In ultima analisi, comunque, l'effetto complessivo (positivo o negativo) dell'accresciuta mobilità sui nuovi Stati

membri dell'UE dipenderà principalmente dalla natura prevalentemente temporanea o permanente delle migrazioni. Il rientro degli emigranti potrà infatti dare impulso alla crescita economica, grazie al capitale, alle competenze e alle idee acquisite all'estero, compensando così la perdita iniziale prodotta dalla "fuga di cervelli".

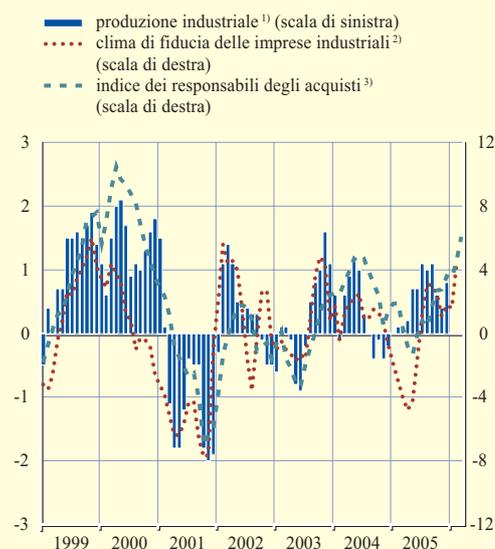
Le restrizioni sui movimenti dei lavoratori dei nuovi Stati membri sono solo temporanee, in quanto dovranno in ogni caso essere rimosse al più tardi nel 2011. D'altra parte, il ritardo nella liberalizzazione del mercato del lavoro potrebbe avere un costo per l'Unione nel suo insieme, poiché ostacola l'uso ottimale delle risorse umane in un momento in cui la sua competitività internazionale è al centro di crescenti timori. I flussi migratori fra est e ovest riguardano oggi un numero considerevole di lavoratori temporanei, alcuni dei quali illegali. Tali rapporti di lavoro privano gli immigrati della protezione offerta dalla normativa sull'occupazione e sottraggono gettito fiscale al paese ospite. Vi è inoltre il rischio che tale situazione dirotti una parte significativa delle risorse di talento, presenti nei nuovi Stati membri e disposte alla mobilità, verso altre destinazioni di emigrazione tradizionali al di fuori dell'Europa, anziché favorirne l'impiego in un altro Stato membro.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI DELL'INDUSTRIA E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini per il settore industriale e per quello dei servizi indicano una crescita economica più forte nel primo trimestre del 2006. Nel caso del settore industriale, le ultime pubblicazioni del PMI e dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea hanno mostrato incrementi. In marzo il PMI relativo al settore manifatturiero ha indicato un miglioramento della situazione economica del comparto industriale per il nono mese consecutivo. Sempre in marzo, l'aumento dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea è stato determinato da un incremento di tutte le componenti dell'indice (livello degli ordini, aspettative sulla produzione e valutazione delle scorte, che ha registrato l'aumento maggiore) ed ha interessato tutte e tre le principali categorie di prodotti industriali (beni di consumo, di investimento e intermedi). L'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea ora si colloca al più alto livello in più di cinque anni. Sebbene a volte gli indicatori delle indagini mostrino discrepanze rispetto agli andamenti economici sottostanti, essi hanno fornito informazioni utili all'analisi congiunturale negli ultimi anni. In particolare, gli indicatori del clima di fiducia delle imprese industriali attualmente positivi sembrano suggerire che vi è stata una tendenza costante al rialzo nell'attività industriale dal secondo trimestre del 2005 (cfr. figura 24).

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 della media mobile a tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.

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

Passando al settore dei servizi, sia il PMI sia l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea segnalano andamenti positivi all'inizio di quest'anno. In marzo il PMI per il settore dei servizi è rimasto invariato a un livello che in febbraio era il più alto in oltre cinque anni. L'indicatore del clima di fiducia dei servizi elaborato dalla Commissione europea è aumentato leggermente in marzo, portandosi a un livello leggermente più elevato di quello del quarto trimestre dello scorso anno.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Le informazioni disponibili riguardo alla spesa delle famiglie suggeriscono che l'espansione dei consumi privati è tornata a rafforzarsi all'inizio del 2006, dopo la debole crescita registrata nel quarto trimestre dello scorso anno. In febbraio il volume delle vendite al dettaglio dell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento sul mese precedente, in seguito a un aumento dello 0,5 per cento in gennaio. La diminuzione di febbraio è riconducibile a un calo delle vendite di prodotti alimentari che è stato in parte compensato da una crescita di quelle di prodotti non alimentari. Tuttavia, nei tre mesi fino a febbraio l'indice del commercio al dettaglio è aumentato. Le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono scese dello 0,5 per cento in febbraio. In termini di medie mobili a tre mesi, gli ultimi andamenti si traducono in una diminuzione dello 0,8 per cento. Ad ogni modo, nell'interpretazione di questi dati è opportuno tenere in conto l'estrema variabilità nei loro movimenti di breve periodo.

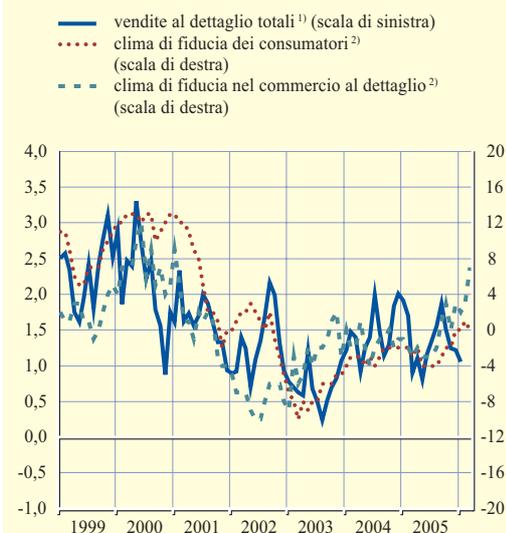
A causa di un peggioramento delle attese sulla disoccupazione, la fiducia dei consumatori è lievemente diminuita in marzo portandosi al livello della sua media di lungo periodo. Nello stesso mese, le attese relative ai risparmi sono leggermente migliorate, segnalando prospettive di una più elevata ricchezza finanziaria, ma la valutazione della situazione economica generale si è deteriorata parzialmente. Tenendo conto dell'aumento continuo della fiducia nel settore del commercio al dettaglio, gli ultimi dati indicano globalmente un certo rafforzamento della crescita dei consumi privati nel primo trimestre del 2006 (cfr. figura 25).

4.2 MERCATO DEL LAVORO

Le ultime informazioni disponibili suggeriscono che le condizioni del mercato del lavoro dell'area dell'euro continuano ad essere in via di graduale ripresa. Dalla scorsa estate si è osservato un miglioramento delle condizioni effettive e attese dell'occupazione sia nel settore industriale sia in quello dei servizi.

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.

DISOCCUPAZIONE

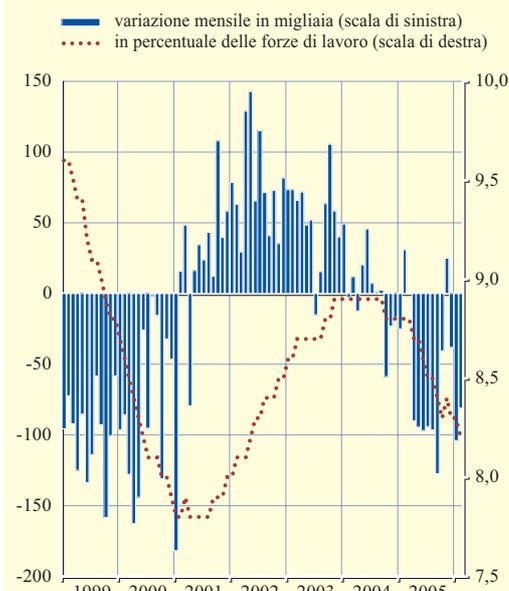
Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è collocato all'8,2 per cento in febbraio, in ribasso rispetto all'8,3 per cento di gennaio (cfr. figura 26), e il numero di disoccupati è diminuito per il terzo mese consecutivo. I nuovi dati sulla disoccupazione, insieme ad altre informazioni sull'andamento effettivo e atteso dell'occupazione, segnalano un miglioramento nelle condizioni del mercato del lavoro.

OCCUPAZIONE

Nel terzo trimestre del 2005 l'occupazione nell'area dell'euro è salita dello 0,3 per cento sul periodo precedente (cfr. tavola 7), dopo un incremento dello 0,1 per cento nel primo trimestre e di 0,2 nel secondo (il dato relativo al secondo trimestre è stato rivisto al rialzo di 0,1 punti percentuali). L'aumento nel terzo trimestre è derivato principalmente dall'andamento nei servizi, in particolare quelli finanziari e di supporto alle imprese. Inoltre, l'occupazione nel comparto industriale è salita dello 0,1 per cento nel terzo trimestre.

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Le informazioni disponibili sia dalle indagini della Commissione europea sia dal PMI per il settore manifatturiero segnalano andamenti positivi all'inizio del 2006. Secondo le indagini della Commissione europea le attese di occupazione per il settore industriale sono aumentate considerevolmente in marzo per il secondo mese consecutivo, in linea con la tendenza al rialzo registrata dalla metà del 2005. Inoltre, le aspettative di occupazione derivanti dall'indagine PMI per il settore manifatturiero hanno superato in marzo la soglia di 50 (che indica assenza di variazioni). Nel settore dei servizi le attese di occupazione sono notevolmente più favorevoli rispetto al settore industriale, poiché dall'estate del 2005 i dati sia del PMI sia dell'indagine della Commissione europea hanno continuamente indicato una tendenza al rialzo per il settore dei servizi. Le indagini della Commis-

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

sione europea mostrano che le aspettative di occupazione nelle costruzioni sono salite in marzo, raggiungendo il livello più elevato in più di cinque anni.

Nell'ultimo decennio, nonostante il ritmo più lento della crescita del prodotto, la dinamica dell'occupazione nell'area dell'euro è stata raffrontabile a quella degli Stati Uniti. Ciò è in linea con le stime che mostrano che nello stesso periodo il tasso strutturale di disoccupazione è sceso nell'area dell'euro. In tale contesto, il riquadro 6 presenta un'analisi comparativa dell'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dal 1995.

Riquadro 6

UN CONFRONTO FRA LE DINAMICHE DELL'OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI DAL 1995

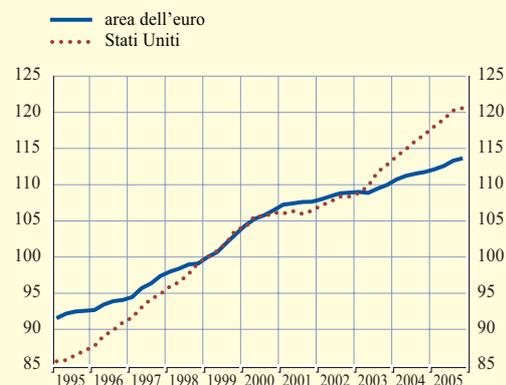
Anche se l'andamento dell'attività economica nell'area dell'euro è stato più debole che negli Stati Uniti nell'ultimo decennio, la dinamica dell'occupazione è risultata in media simile nelle due economie, a possibile indicazione del fatto che la crescita dell'occupazione nell'area riflette non solo andamenti ciclici, ma anche qualche miglioramento strutturale delle condizioni del mercato del lavoro. Di fatto, molte stime suggeriscono che il tasso di disoccupazione strutturale nell'area è diminuito dal 1995, pur mantenendosi su livelli elevati¹⁾. Il presente riquadro raffronta l'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro con quello negli Stati Uniti a partire da tale anno.

Fra il 1995 e il 2005 il PIL negli Stati Uniti è cresciuto in termini reali in media dello 0,8 per cento sul trimestre precedente, contro lo 0,5 nell'area (cfr. figura A). Nello stesso periodo, tuttavia, la crescita dell'occupazione è stata simile nelle due economie (in media allo 0,3 per cento sul trimestre precedente), portando alla creazione di circa 16 milioni di posti di lavoro nell'area e 17 negli Stati Uniti.

Nonostante le analogie complessive, l'andamento dell'occupazione in alcune fasi durante il periodo è stato diversificato (cfr. figura B). In linea con l'andamento relativo dell'attività economica, l'occupazione è cresciuta più rapidamente negli Stati Uniti rispetto all'area fino al 1998, per poi registrare tassi simili nelle due economie nei due anni successivi. Successivamente, l'occupazione nel periodo 2000-2003 è aumentata in media per trimestre dello 0,25 per cento nell'area (con un incremento cumulato di circa il 3,5 per cento), mentre ha mostrato una crescita media prossima allo zero negli Stati Uniti (con un calo cumulato dello 0,7 per cento). Dal 2004, infine, la crescita dell'occupazio-

Figura A Andamento del PIL reale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(indice: 1° trim. 1999=100)

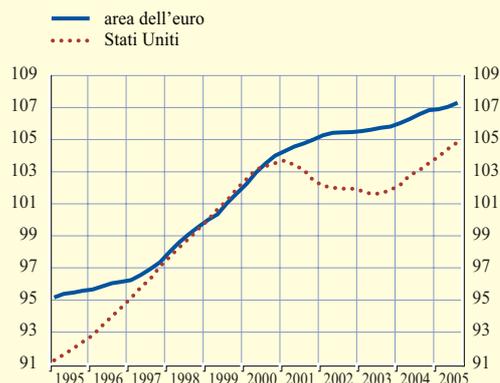


Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea.

1) Cfr. il riquadro 6, *Una prospettiva di lungo termine sulla disoccupazione strutturale nell'area dell'euro*, nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

Figura B Andamento dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

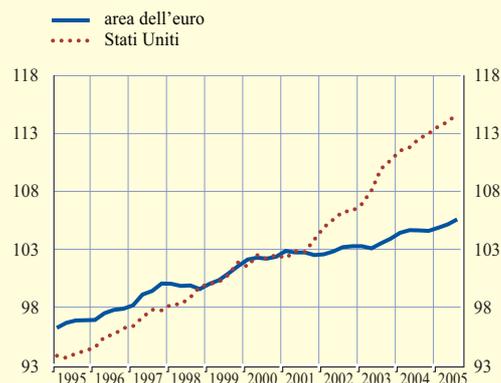
(indice: 1° trim. 1999=100)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea.

Figura C Andamento della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(indice: 1° trim. 1999=100)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea.

zione ha fatto segnare una significativa ripresa negli Stati Uniti (con un tasso trimestrale medio dello 0,4 per cento negli ultimi due anni), a fronte di un lieve rallentamento nell'area dell'euro (allo 0,2 per cento in media)²⁾.

Nella seconda parte del decennio l'andamento dell'occupazione negli Stati Uniti è così risultato nettamente diverso da quello dell'attività economica nel suo insieme, a differenza di quanto accaduto nell'area dell'euro. Ciò si è riflesso nella crescita della produttività del lavoro³⁾, in media significativamente superiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro nel periodo 2000-2005 (cfr. figura C).

È difficile valutare se il diverso andamento osservato per la produttività del lavoro sia stata la causa o la conseguenza della diversa dinamica dell'occupazione. Tuttavia, l'aumento negli Stati Uniti della produttività del lavoro di lungo termine, indotto da un uso più efficiente del capitale in tecnologie dell'informazione accumulato negli anni novanta, sembra avere contribuito in modo significativo alle differenze nell'andamento dell'occupazione.

L'occupazione nell'area dell'euro è cresciuta in modo costante negli ultimi anni. Ciò può essere riconducibile al proseguimento della moderazione salariale in termini reali, ma anche ai progressi compiuti da alcuni paesi nelle riforme del mercato del lavoro. Alcune di queste riforme, volte specificamente ad accrescere la partecipazione al mercato del lavoro⁴⁾, potrebbero aver indotto un calo temporaneo della crescita della produttività. Negli anni recenti le politiche attive del mercato del lavoro sono state indirizzate in misura maggiore verso gruppi svantaggiati, favorendo un aumento dell'occupazione di lavoratori scarsamente qualificati (e quindi con una minore produttivi-

2) L'analisi dell'occupazione in termini di ore lavorate totali fornisce un quadro molto simile, anche se la differenza fra gli andamenti nelle due economie dopo il 2000 risulta meno pronunciata.
 3) La produttività del lavoro è qui calcolata dividendo il PIL in termini reali per il numero di occupati.
 4) Le riforme del mercato del lavoro introdotte in Germania e Francia, per esempio, sono discusse in dettaglio nel riquadro 5, *Alcuni fattori nazionali alla base del recente andamento dell'occupazione nell'area dell'euro*, nel numero di gennaio di questo Bollettino. Per ulteriori analisi, cfr. anche S. Nickell (2003), *Labour Market Institutions and Unemployment in OECD Countries*, CESifo DICE Report 1, n. 2, pp. 13-26.

tà potenziale). D'altra parte, la minor produttività nell'area dell'euro riflette anche altri fattori, fra cui il ricorso relativamente inferiore alle nuove tecnologie atte a promuoverla⁵⁾.

In prospettiva, la sfida per l'area dell'euro è di accrescere sia l'utilizzo della mano d'opera sia la crescita della produttività del lavoro. Una buona combinazione di entrambi questi fattori può aprire la strada a un innalzamento del tasso di crescita potenziale nel più lungo termine. Al riguardo, sono necessarie nell'area dell'euro riforme che promuovono la produttività (per esempio con politiche che incrementano l'apertura e la competitività dei mercati dei prodotti, aumentano il livello di istruzione, favoriscono l'innovazione e l'uso di tecnologie atte a potenziare la produttività stessa) per preparare la strada a una vigorosa crescita futura dell'attività economica.

5) Cfr. anche il riquadro 9, *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro*, nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Sulla base delle ultime informazioni disponibili, è molto probabile che la diminuzione della crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2005 sia stata temporanea, rispecchiando in parte una correzione rispetto all'inatteso aumento vigoroso del trimestre precedente. I recenti miglioramenti di indicatori economici, quali la fiducia dei consumatori e delle imprese, suggeriscono che l'attività dovrebbe rafforzarsi nel 2006. Tale scenario di crescita sostenuta è in linea con le previsioni di organizzazioni internazionali e del settore privato, nonché con le ultime proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE pubblicate in marzo. Sebbene nel breve termine i rischi per queste prospettive appaiano equilibrati, permangono rischi di più lungo periodo associati principalmente agli attuali squilibri a livello mondiale e alle incertezze sull'andamento dei corsi petroliferi.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In marzo e all'inizio di aprile l'euro ha registrato un apprezzamento generalizzato, guadagnando terreno rispetto a gran parte delle valute comprese nel suo indice di tasso di cambio effettivo nominale. Il rafforzamento è intervenuto sullo sfondo di rinnovati timori per l'ampliarsi dello squilibrio esterno statunitense e di migliorate prospettive economiche per l'area dell'euro.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Indebolitosi a febbraio, in marzo e agli inizi di aprile l'euro è tornato a rafforzarsi sul dollaro statunitense nel contesto di un andamento piuttosto fluttuante (cfr. figura 27). Nella prima metà di marzo il rafforzamento dell'euro è stato principalmente riconducibile al fatto che gli operatori sono tornati a concentrarsi sulle dimensioni del disavanzo corrente statunitense, ampliatisi al 7 per cento del PIL nel quarto trimestre. Durante il prosieguo del mese, invece, il mutare delle aspettative circa l'orientamento futuro della politica monetaria negli Stati Uniti avrebbe sostenuto temporaneamente il dollaro. Verso la fine del periodo in esame, il miglioramento del clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro evidenziato dai risultati delle indagini congiunturali ha fornito un nuovo sostegno all'euro. Per effetto di tali fattori di esito opposto, il 5 aprile l'euro si collocava a 1,23 dollari, un valore superiore del 3,3 per cento a quello di fine febbraio e inferiore dell'1,4 per cento alla media del 2005.

YEN GIAPPONESE/EURO

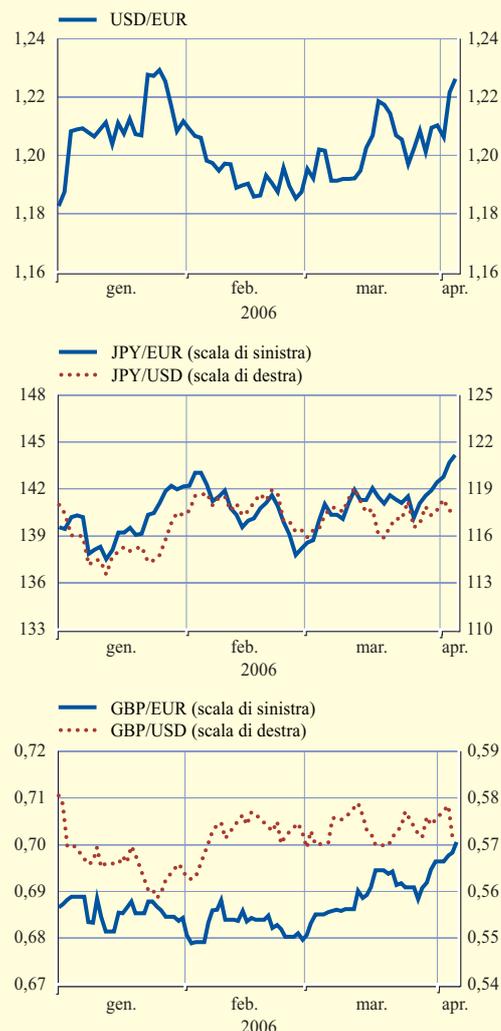
In marzo e agli inizi di aprile l'euro si è apprezzato anche nei confronti dello yen giapponese. L'annuncio con il quale il 9 marzo la Banca del Giappone ha comunicato che avrebbe abbandonato la politica accomodante non sembra avere influito in misura considerevole sul tasso di cambio dell'euro con lo yen. Ciò nonostante, l'effetto congiunto di attese di un differenziale di tasso di interesse ancora favorevole all'area dell'euro e di notizie positive sulle prospettive economiche dell'area avrebbero sostenuto la moneta unica europea durante questo periodo. Il 5 aprile l'euro è stato quotato a 144,2 yen, un livello superiore del 4,3 per cento a quello di fine febbraio e del 5,3 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 27).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

La maggior parte delle valute aderenti agli AEC II è rimasta stabile e ha continuato a essere

Figura 27 Tassi di cambio

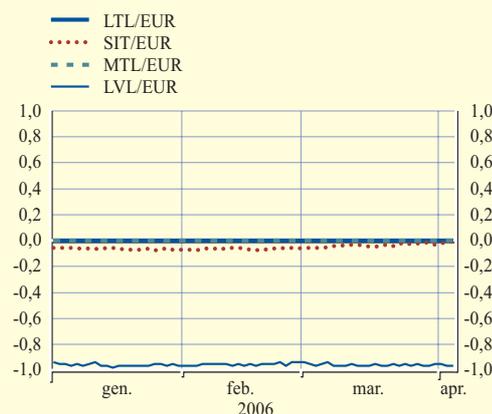
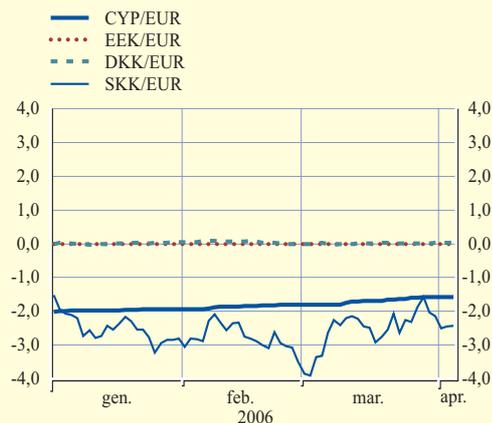
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 28 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

Note: 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 cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ± 15 per cento.

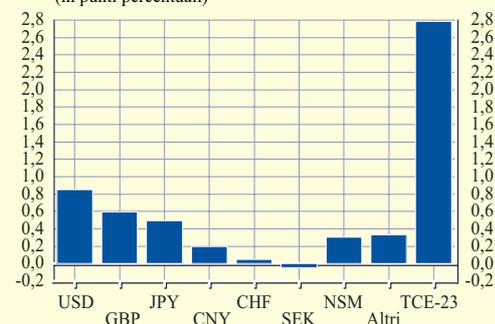
Figura 29 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 28 febbraio 2006 al 5 aprile 2006
(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.

scambiata su livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 28). Ha rappresentato un'eccezione la corona slovacca che si è deprezzata dell'1,1 per cento, riavvicinandosi così alla propria parità centrale e venendo scambiata il 5 aprile ad un tasso ad essa superiore del 2,4 per cento. Per quanto riguarda le valute di altri Stati membri dell'UE, l'euro si è apprezzato nei confronti della sterlina britannica e il 5 aprile era scambiata a 0,70 sterline, un valore superiore del 3,1 per cento a quello di fine febbraio e del 2,5 per cento alla media del 2005. La moneta unica si è invece deprezzata dell'1 per cento sulla corona svedese, mentre si è rafforzata sulle valute dei principali nuovi Stati membri dell'UE, per il possibile effetto della minore domanda mondiale di attivi-

tà dei mercati emergenti nel contesto di rendimenti crescenti delle attività di economie più mature. Il rafforzamento dell'euro è stato particolarmente pronunciato nei confronti del fiorino ungherese e dello zloty polacco (5,1 e 4,9 per cento), per il peso che sembrano aver esercitato le preoccupazioni degli operatori circa gli squilibri interni ed esterni in Ungheria e le incertezze politiche in Polonia.

ALTRE VALUTE

Tra la fine di febbraio e il 5 aprile l'euro si è indebolito (dell'1,7 per cento) nei confronti della corona norvegese, mentre si è rafforzato sul franco svizzero (0,8 per cento), i dollari canadese e australiano (rispettivamente del 5,2 e 5,4 per cento) e alcune monete asiatiche.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 5 aprile il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era superiore del 2,8 per cento al livello di fine febbraio e prossimo alla propria media del 2005 (cfr. figura 29). Il riquadro 7 analizza, in una prospettiva storica, i comovimenti sia con l'euro sia con il dollaro statunitense delle valute incluse nell'indice del tasso di cambio effettivo nominale.

Riquadro 7

UN'ANALISI QUANTITATIVA DEL GRADO DI COMOVIMENTO DELLE PRINCIPALI VALUTE

Dopo la caduta del sistema di Bretton Woods agli inizi degli anni settanta, i tassi di cambio hanno oscillato, spesso in maniera imprevedibile. Ciò nonostante, un'attenta osservazione dell'andamento dei cambi suggerisce la possibilità di un sistematico comovimento tra alcune valute. Ad esempio, il tasso di cambio del franco svizzero e quello dell'euro, entrambi espressi rispetto al dollaro statunitense, hanno mostrato di frequente andamenti simili, analogamente a quanto accaduto al tasso di cambio del dollaro canadese e a quello del dollaro statunitense, espressi nei confronti dell'euro. Di conseguenza, a titolo di esempio, il tasso di cambio del franco svizzero rispetto all'euro mostra una volatilità molto inferiore a quella del cambio rispetto al dollaro statunitense, mentre per il dollaro canadese vale il contrario. In altri termini, alcune divise libere di fluttuare possono muoversi sistematicamente in sintonia e il loro cambio con le varie valute può essere caratterizzato da livelli di volatilità estremamente diversi.

Un modo per misurare il grado di comovimento delle diverse monete consiste nel calcolare l'elasticità alle variazioni del dollaro e dell'euro utilizzando una terza divisa come numerario. Ponendo lo yen giapponese come valuta di riferimento, è possibile stimare la seguente regressione:

$$\Delta \ln(e_{¥/x,t}) = \alpha + \beta \Delta \ln(e_{¥/€},t) + \gamma \Delta \ln(e_{¥/\$,t}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

dove $e_{¥/x,t}$ è il tasso di cambio della valuta x , della quale si desidera calcolare il grado di comovimento con l'euro e il dollaro statunitense. Il coefficiente β indica la sensibilità della moneta al variare del tasso di cambio dell'euro¹⁾. Quanto più prossimo a 1 risulta il coefficiente, tanto più forte sarà il comovimento della valuta x con l'euro. La stessa interpretazione vale per γ , nel senso

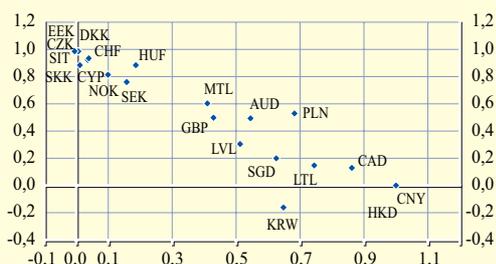
1) Un coefficiente prossimo a uno non implica necessariamente che il tasso di cambio sia stato stabile rispetto all'euro (o al dollaro statunitense) su tutto il campione. Questa misura di "stabilità" è piuttosto fornita dal coefficiente di determinazione (o R quadrato) della regressione, che indica quale proporzione della volatilità del tasso di cambio di interesse sia spiegata dal tasso di cambio rispetto all'euro e al dollaro della divisa che funge da numerario. Infatti valori dell'R quadrato molto prossimi a uno sono stati osservati per la Corona danese, quella estone, il Dollaro di Hong Kong e lo Yuan cinese.

Sensibilità rispetto alle fluttuazioni dell'euro

(dati mensili)

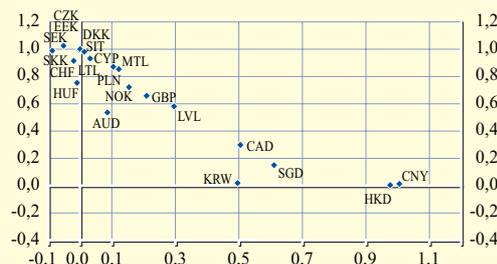
Gennaio 1999-agosto 2002

asse delle x: sensibilità al dollaro statunitense
asse delle y: sensibilità all'euro



Settembre 2002-marzo 2006

asse delle x: sensibilità al dollaro statunitense
asse delle y: sensibilità all'euro



Fonte: elaborazioni della BCE.

che quanto più il coefficiente si avvicina a 1 tanto maggiore è il grado di sintonia della valuta x con il dollaro. Una stima dell'equazione (1) con il metodo dei minimi quadrati ordinari (*ordinary least squares*) per l'euro rispetto alle monete comprese nell'indice del suo tasso di cambio effettivo (vale a dire quelle di 23 tra i principali partner commerciali dell'area dell'euro) consente di calcolare i valori di β e γ per tutte queste valute.

Il periodo analizzato, da gennaio 1999 a marzo 2006, è stato suddiviso circa a metà in due sottoperiodi e l'equazione (1) è stata stimata per entrambi. I risultati, riportati nella figura, mostrano un'associazione relativamente pronunciata tra l'euro e gran parte delle altre divise europee in tutti e due i sottoperiodi²⁾. Al contrario, sia le monete asiatiche comprese nel tasso di cambio effettivo

Sensibilità delle divise a fluttuazioni del tasso di cambio dell'euro

		Gen. 1999 - ago. 2002	Set. 2002 - mar. 2006	Variazione del coefficiente
Dollaro australiano	AUD	0,49	0,54	0,04
Dollaro canadese	CAD	0,13	0,30	0,17
Franco svizzero	CHF	0,92	0,91	-0,01
Yuan cinese	CNY	0,00	0,01	0,01
Sterlina cipriota	CYP	0,93	0,93	0,00
Corona ceca	CZK	1,06	1,03	-0,04
Corona danese	DKK	0,99	1,00	0,01
Corona estone	EEK	0,99	1,00	0,01
Sterlina britannica	GBP	0,50	0,66	0,16
Dollaro di Hong Kong	HKD	0,00	0,00	0,00
Fiorino ungherese	HUF	0,88	0,75	-0,13
Won coreano	KRW	-0,16	0,02	0,18
Litas lituano	LTL	0,15	1,00	0,85
Lat lettone	LVL	0,30	0,58	0,28
Lira maltese	MTL	0,60	0,87	0,27
Corona norvegese	NOK	0,81	0,72	-0,09
Zloty polacco	PLN	0,53	0,85	0,32
Corona svedese	SEK	0,76	1,04	0,28
Dollaro di Singapore	SGD	0,20	0,15	-0,05
Tallero sloveno	SIT	0,99	0,98	-0,01
Corona slovacca	SKK	0,88	0,99	0,11

Nota: i dati nelle prime due colonne indicano la sensibilità di ciascuna divisa a fluttuazioni del tasso di cambio dell'euro (coefficiente β sull'equazione 1) in ciascun periodo. Le cifre sull'ultima colonna indicano la variazione dei coefficienti di sensibilità fra i due periodi.

2) Nel guardare a queste stime bisognerebbe tenere a mente che esse sono soggette a incertezza statistica.

dell'euro sia il dollaro canadese tendono a evidenziare un grado molto più elevato di comovimento con il dollaro statunitense. Infine, dall'introduzione dell'euro le variazioni della sterlina britannica si sono collocate in media in posizione intermedia rispetto a quelle dell'euro e del dollaro.

La tavola mostra l'evoluzione della sensibilità delle valute alle variazioni del tasso di cambio dell'euro, evidenziando come – per gran parte delle monete – il grado di comovimento sia rimasto sostanzialmente invariato nei due sottoperiodi. In alcuni casi, tuttavia, la sintonia con l'euro è aumentata nel sottoperiodo più recente. Ciò vale in particolare per il litas da quando, nel 2002, la Lituania ha ancorato il proprio sistema di *currency board* all'euro abbandonando il precedente riferimento al dollaro. Altri esempi sono rappresentati dallo zloty polacco, la corona svedese, il lat lettone, la lira maltese e la sterlina britannica, che negli ultimi anni ha tuttavia mostrato un grado di comovimento inferiore rispetto a quello della maggior parte delle altre valute europee. La corona norvegese e il fiorino ungherese hanno mostrato una minore correlazione con l'euro nel sottoperiodo più recente.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

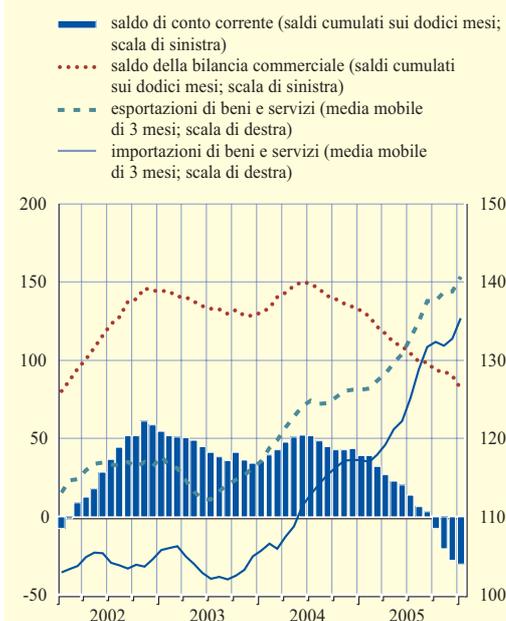
I dati più recenti di bilancia dei pagamenti mostrano che in gennaio la media a tre mesi del valore dell'interscambio con l'esterno dell'area è cresciuta in misura notevole. Allo stesso tempo, in gennaio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo di 30,2 miliardi di euro, contro un avanzo di 39,1 miliardi un anno prima. L'inversione di segno ha riflesso soprattutto il calo nell'avanzo dei beni risultante dall'ampliarsi del disavanzo petrolifero, provocato a sua volta dal rincaro del greggio. Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 14,4 miliardi di euro nei dodici mesi fino a gennaio. Tale evoluzione va ricondotta ai minori investimenti in strumenti di debito dell'area e ai maggiori investimenti dell'area in titoli azionari esteri.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

I dati più recenti di bilancia dei pagamenti indicano che, dopo la decelerazione del quarto trimestre, l'interscambio è cresciuto notevolmente e in gennaio la media mobile a tre mesi del valore sia delle importazioni sia delle esportazioni di beni e servizi è aumentata del 2,3 per cento rispetto a ottobre (cfr. figura 30). Questo andamento riflette la robusta crescita in valore delle importazioni e delle esportazioni di beni (rispettivamente pari al 4,1 e al 3,3 per cento), mentre nello stesso periodo le importazioni e le esportazioni di servizi hanno evidenziato una dinamica significativamente più debole e sono di fatto calate rispettivamente del 3,7 e dello 0,9 per cento (cfr. tavola 8).

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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 dic.	2006 gen.	2005 apr.	2005 lug.	2005 ott.	2006 gen.	2005 gen.	2006 gen.
Conto corrente (saldo)	-4,4	-3,3	1,7	-0,8	-5,3	-5,7	39,1	-30,2
Beni (saldo)	2,3	-0,2	6,7	5,5	2,8	2,0	102,1	50,7
Esportazioni	108,0	108,2	97,1	100,7	104,5	107,9	1.131,1	1.231,0
Importazioni	105,7	108,4	90,5	95,2	101,8	106,0	1.029,1	1.180,3
Servizi (saldo)	3,7	2,2	2,4	2,2	2,5	3,3	29,8	31,5
Esportazioni	31,9	33,2	31,2	32,1	33,1	32,8	362,2	387,4
Importazioni	28,1	31,0	28,7	29,9	30,6	29,4	332,3	356,0
Redditi (saldo)	-3,9	-0,4	-2,9	-4,0	-5,1	-4,8	-32,8	-50,5
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,5	-4,9	-4,5	-4,4	-5,4	-6,3	-59,9	-61,9
Conto finanziario (saldo)¹⁾	-36,2	-12,3	-1,2	19,4	5,5	-19,1	22,1	13,7
Investimenti diretti e di portafoglio	-19,0	-33,1	-4,7	36,3	-3,2	-33,2	3,1	-14,4
Investimenti diretti	-5,3	5,1	-7,0	-27,9	-6,8	-4,4	-48,2	-138,2
Investimenti di portafoglio	-13,8	-38,2	2,4	64,2	3,6	-28,9	51,3	123,9
Azioni	31,8	-8,2	-16,0	53,2	4,9	5,6	39,2	143,0
Strumenti di debito	-45,6	-29,9	18,4	11,0	-1,3	-34,4	12,1	-19,1
Bonds and notes	-18,0	-38,6	7,4	10,1	-12,2	-24,1	39,3	-56,5
Money market instruments	-27,5	8,7	11,0	0,9	10,9	-10,3	-27,2	37,4

Fonte: BCE.

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

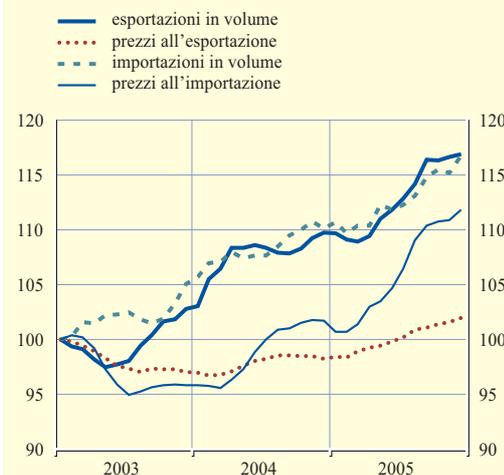
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

La scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area (disponibile fino a dicembre) mostra che, con riferimento alle esportazioni, la minore crescita in termini di valore nell'ultimo trimestre dello scorso anno riflette principalmente la decelerazione dei volumi, saliti dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, contro il 4,1 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura 31). Ciò sembra rispecchiare una correzione rispetto alla crescita straordinariamente vigorosa delle esportazioni nel terzo trimestre e al dato particolarmente modesto di ottobre, quando i volumi sono scesi del 3,0 per cento nel confronto con settembre. Allo stesso tempo, la ripresa dei volumi in novembre e dicembre conferma la solida tendenza al rialzo delle esportazioni, sorrette dalle favorevoli condizioni della domanda mondiale. I prezzi all'esportazione dell'area (approssimati dagli indici di valore unitario) sono aumentati in misura marginale nel quarto trimestre, confermando la tendenza crescente iniziata nella prima metà del 2004 anche per effetto dei maggiori costi determinati dall'ascesa delle quotazioni del greggio.

Per quanto riguarda le importazioni di beni, nel quarto trimestre il loro rallentamento in termini di valore va in parte ricollegato a una decelerazione dei prezzi all'importazione, a sua volta principalmente riconducibile al calo dei corsi petroliferi (cfr. figura 31). Nello stesso periodo,

Figura 31 Esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro e importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2005.

il minore incremento delle importazioni in termini di volumi (1,7 per cento, dal 2,7 del terzo trimestre) potrebbe essere connesso alla minore espansione della domanda interna.

In una prospettiva di più lungo periodo, a gennaio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha registrato un disavanzo di 30,2 miliardi di euro (equivalente a circa lo 0,4 per cento del PIL), contro un avanzo di 39,1 miliardi (approssimativamente lo 0,5 per cento del PIL) un anno prima. Tale inversione di segno riflette principalmente il calo di 51,4 miliardi di euro dell'avanzo dei beni e, in misura inferiore, l'aumento di 17,7 miliardi di euro del disavanzo dei redditi a fronte di una sostanziale stabilità del saldo nel conto dei servizi e in quello dei trasferimenti correnti.

La contrazione dell'avanzo cumulato su dodici mesi nel conto dei beni, che in gennaio si è più che dimezzato rispetto a un anno prima (50,7 miliardi di euro, dai 102,1 miliardi del gennaio 2005), è quasi interamente riconducibile al maggiore costo delle importazioni di petrolio derivante dai più elevati corsi petroliferi. La figura 32 evidenzia l'esiguità delle esportazioni di petrolio dell'area (costituite soprattutto da prodotti della raffinazione) in rapporto alle importazioni. Nel 2005 il disavanzo petrolifero si è complessivamente accresciuto di circa 40 miliardi di euro a causa di un aumento di valore delle importazioni di petrolio pari a quasi 50 miliardi di euro, che è stato compensato in misura soltanto marginale da un aumento di circa 10 miliardi delle esportazioni.

CONTO FINANZIARIO

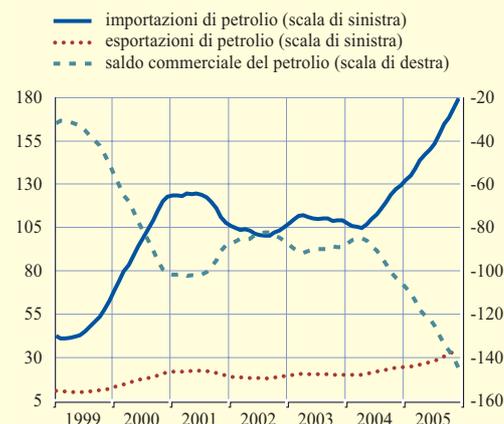
I consistenti deflussi netti medi mensili (33,2 miliardi di euro) per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro nei tre mesi compresi fra novembre 2005 e gennaio 2006 hanno riflesso i cospicui deflussi netti per strumenti di debito (34,4 miliardi di euro). In dicembre e in gennaio gli investitori esteri sono risultati venditori netti di strumenti di debito dell'area.

In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 14,4 miliardi, contro afflussi netti per 3,1 miliardi nello stesso periodo un anno prima. Gli afflussi netti cumulati su dodici mesi per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio hanno subito una brusca contrazione a partire dall'estate scorsa e da dicembre hanno registrato un'inversione di tendenza (cfr. figura 33).

Tali andamenti sono riconducibili soprattutto alla flessione degli investimenti esteri in strumenti di debito dell'area dell'euro e all'aumento degli investimenti dell'area in titoli azionari esteri. Se da un lato gli investimenti esteri in obbligazioni dell'area sono diminuiti, probabilmente per l'ampliarsi del differenziale di tasso di interesse a lungo termine fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro, dall'altro gli afflussi netti per azioni hanno continuato a contrarsi – seguendo la tendenza calante iniziata nell'agosto 2005 – per effetto dei crescenti investimenti dell'area in titoli azionari esteri. I minori afflussi netti per titoli azionari, dopo l'operazione straordinaria connessa alla ristruttura-

Figura 32 Petrolio: importazioni, esportazioni e saldo in termini di valore dell'area dell'euro

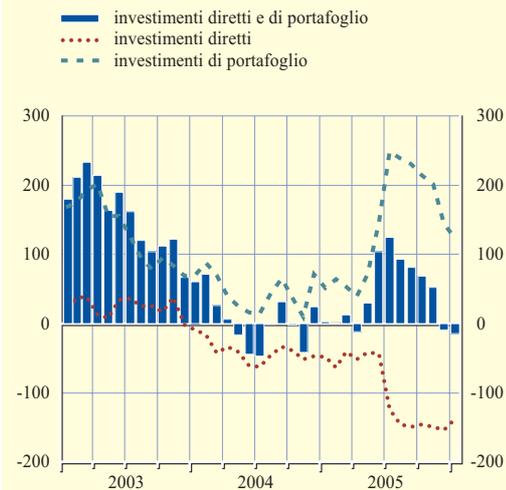
(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2005.

Figura 33 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

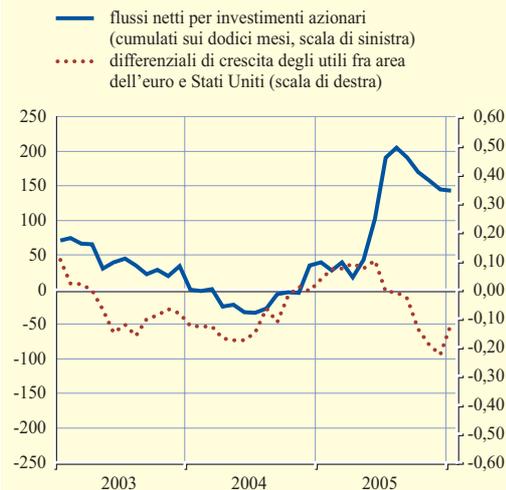
(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



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

Figura 34 Flussi netti per investimenti azionari e differenziali di crescita degli utili

(miliardi di euro; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2006. La crescita degli utili societari è definita come la variazione sui dodici mesi degli utili societari calcolata su base mensile. Gli utili societari sono calcolati come rapporto fra la capitalizzazione del mercato e il rapporto prezzo/dividendo associato agli indici azionari Total Market di Datastream per l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

zione della Royal Dutch Shell, potrebbero essere in parte collegati alla minore crescita sul periodo corrispondente degli utili societari nell'area rispetto ad altre regioni del mondo a partire da luglio 2005 (cfr. figura 34). Per quanto riguarda gli investimenti diretti, i deflussi netti sono risultati sostanzialmente stabili da ottobre.

ARTICOLI

L'IMPORTANZA DELLE RIFORME DELLA SPESA PUBBLICA PER LA CRESCITA ECONOMICA E LA STABILITÀ

La spesa pubblica può promuovere la crescita finanziando servizi pubblici essenziali in ambiti quali la sicurezza, le infrastrutture e l'istruzione. Può inoltre contenere gli effetti delle fluttuazioni economiche attraverso gli stabilizzatori automatici, ad esempio sostenendo i redditi dei disoccupati o dei pensionati. La stabilità richiede, tuttavia, che la spesa sia interamente finanziata dalle entrate nel medio periodo, in modo da garantire la sostenibilità delle politiche correnti dal punto di vista del loro impatto sui conti pubblici.

Questo articolo mostra come il rapporto fra la spesa pubblica e il PIL sia aumentato costantemente nei paesi dell'area dell'euro a partire dagli anni sessanta, per poi raggiungere un punto di massimo e, in alcuni casi, diminuire in anni più recenti. Ciò nonostante, tale rapporto risulta molto più elevato che in gran parte dei paesi industrializzati non appartenenti all'area e, secondo numerosi osservatori, si colloca al di sopra del livello necessario per un'erogazione efficiente dei servizi pubblici essenziali. L'espansione della spesa ha coinciso con un aumento delle imposte e dei disincentivi al lavoro e agli investimenti, oltre che con un ampliamento degli squilibri di bilancio. Più di recente, l'invecchiamento demografico lascia presagire ulteriori pressioni sulla spesa che rischiano di minare la sostenibilità delle finanze pubbliche.

Vari paesi dell'area dell'euro hanno già compiuto notevoli progressi in materia di riforma della spesa pubblica. In tali economie, i saldi di bilancio e la crescita hanno seguito andamenti estremamente positivi. Sono tuttavia necessari ulteriori passi avanti in diversi Stati membri, soprattutto in quelli che negli ultimi anni hanno registrato disavanzi eccessivi. Le riforme dovrebbero fondarsi sulla conformità con il quadro di riferimento della UE per il coordinamento delle politiche economiche e di bilancio e sul miglioramento delle istituzioni fiscali nazionali.

I INTRODUZIONE

In anni recenti il dibattito sulle politiche economiche a livello nazionale e della UE ha prestato un'attenzione sempre maggiore alle spese dei bilanci pubblici. Con riferimento alla "qualità" di queste ultime, le discussioni sono andate concentrandosi sull'entità e sulla destinazione delle uscite, nonché su come una riforma della spesa pubblica possa contribuire alla crescita economica e alla stabilità. Anche il persistere di disavanzi e di alti livelli di debito, assieme ad aliquote fiscali relativamente elevate in una prospettiva internazionale e alle forti pressioni sulla spesa originate dall'invecchiamento demografico, ha concorso ad accrescere la consapevolezza dell'importanza di una riforma.

Questo articolo si incentra sulla rilevanza della spesa pubblica per la crescita e la stabilità. È tuttavia evidente che le erogazioni pubbliche perseguono anche altri obiettivi, come la redistribuzione dei redditi o la coesione sociale, che

possono essere considerati utili per accrescere il benessere economico.

La seconda sezione presenta le tendenze e i profili evolutivi della spesa pubblica nell'area dell'euro, mentre la terza esamina i nessi concettuali ed empirici fra spesa, crescita economica e sostenibilità delle finanze pubbliche. Nella quarta sezione sono descritte alcune esperienze in materia di riforma della spesa pubblica e nella quinta si discutono tali riforme nel contesto delle istituzioni fiscali e del coordinamento delle politiche economiche a livello europeo. La sesta sezione presenta le osservazioni conclusive.

2 TENDENZE E PROFILI EVOLUTIVI DELLA SPESA PUBBLICA NELL'AREA DELL'EURO

Un'analisi delle tendenze e dei confronti internazionali aventi per oggetto la dinamica della spesa pubblica mette chiaramente in luce l'importanza di quest'ultima e il suo potenziale di

riforma nelle economie dell'area dell'euro. Nell'insieme dell'area, l'incidenza della spesa pubblica sul prodotto è aumentata in misura significativa tra il 1960 e il 1980 (dal 30,4 al 45,0 per cento), ha successivamente registrato un incremento graduale fino al 49,0 per cento nel 1998 ed è poi lievemente diminuita, portandosi al 47,7 per cento nel 2004 (cfr. tavola 1). In una prospettiva internazionale, essa risulta estremamente elevata e notevolmente superiore (di circa un quarto) a quella di Stati Uniti e Giappone.

Il quadro generale nasconde, tuttavia, differenze significative tra i vari paesi. Nel 2004 il rapporto tra spesa e prodotto è stato compreso fra circa il 35 per cento in Irlanda e oltre il 50 per cento in Francia. L'aumento complessivo di 17,3 punti percentuali registrato da tale rapporto fra il 1960 e il 2004 nella media dei paesi dell'area dell'euro corrisponde a incrementi in tutte le economie. Esso riflette una crescita minima di 8,2 punti percentuali in Irlanda e una massima di 31,8 punti percentuali in Portogallo.

In gran parte dei paesi dell'area dell'euro, la tendenza all'aumento della spesa pubblica in percentuale del PIL ha registrato un'importante battuta di arresto fra gli anni ottanta e gli anni novanta. Dopo aver raggiunto livelli massimi per lo più superiori al 50 per cento del PIL, al-

cuni paesi hanno avviato un'azione di contenimento negli anni ottanta e gran parte degli altri ha ridotto gli impegni di spesa nella prima metà degli anni novanta. In alcuni casi la riduzione è stata estremamente significativa, pari a oltre 10 punti percentuali del PIL.

Da un esame della composizione della spesa pubblica a livello dell'area dell'euro emerge che nel 2004 circa due quinti del totale sono rappresentati dai consumi finali, la cui voce principale è costituita dai salari dei dipendenti pubblici (cfr. tavola 2). Un decimo (circa il 5 per cento del PIL) è riconducibile alla pubblica istruzione, altri due quinti a trasferimenti e sussidi a famiglie e imprese (principalmente nell'ambito della previdenza sociale e, in misura notevolmente inferiore, in quello del sostegno all'industria) e solo il 5 per cento agli investimenti pubblici. Negli ultimi anni la quota del servizio del debito si è notevolmente ridotta, a poco più del 6 per cento del totale.

Il lieve calo del rapporto fra spesa pubblica e PIL osservato nell'area dell'euro dopo l'avvio della Terza fase della UEM va ricondotto principalmente alla diminuzione della spesa per interessi, a sua volta conseguenza dei minori tassi di interesse a lunga sul debito pubblico successivamente all'ingresso nell'Unione monetaria (il

Tavola 1 Spesa complessiva delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)					
	1960	1980	1998	2004	Livello massimo (anno)
Belgio	33,2	56,1	51,2	50,2	61,0 (1983)
Germania	31,8	47,1	48,7	47,5	50,2 (1996)
Grecia	20,6	29,0	49,5	49,9	52,0 (2000)
Spagna	20,3 ¹⁾	31,5	41,0	39,0	47,6 (1993)
Francia	33,4	45,7	53,5	54,0	55,4 (1996)
Irlanda	26,0	46,1	34,8	34,2	49,8 (1982)
Italia	28,1	43,0	49,6	48,6	57,1 (1993)
Lussemburgo	25,4	48,4	42,1	45,6	51,7 (1981)
Paesi Bassi	29,3	53,3	46,0	47,1	57,1 (1983)
Austria	34,1	46,8	53,9	50,4	56,7 (1995)
Portogallo	14,7	34,8	42,3	46,5	46,5 (2004)
Finlandia	26,3	39,1	52,8	51,5	61,0 (1993)
Area dell'euro	30,4	45,0	49,0	47,7	51,9 (1993)
Regno Unito	36,1	43,2	40,0	44,1	45,4 (1984)
Giappone	16,6	31,5	42,5	38,6	42,5 (1998)
Stati Uniti	28,2	33,8	33,0	34,3	37,2 (1992)

Fonte: Commissione europea, OCSE per la Spagna nel 1964 e BCE per i dati sull'area dell'euro.

1) Il dato si riferisce al 1964.

Tavola 2 Composizione della spesa
delle amministrazioni pubbliche
nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

	1998	2004
Spesa complessiva	49,0	47,7
Spesa per interessi	4,6	3,2
Spesa primaria	44,4	44,5
Redditi	10,6	10,5
Trasferimenti correnti	25,4	25,3
di cui: sussidi	2,1	1,8
Investimenti	2,4	2,5
Trasferimenti in conto capitale	1,4	1,4
Altre spese	4,6	4,8
Per memoria: consumi finali	19,7	20,3

Fonte: BCE.

cosiddetto premio UEM). Per contro, l'incidenza della spesa primaria sul prodotto è rimasta sostanzialmente stabile.

Nell'analizzare il nesso fra la spesa pubblica e l'impatto delle finanze pubbliche sulla stabilità e la crescita economica, risulta utile esaminare la relazione esistente fra la dinamica della spesa e quella del disavanzo e del debito. Negli anni settanta e agli inizi degli anni ottanta, l'emergere di disavanzi cronici in Europa ha coinciso con forti aumenti delle uscite di bilancio (cfr. figura 1). Soltanto durante la seconda metà degli anni novanta, quando il rapporto tra spesa e PIL ha

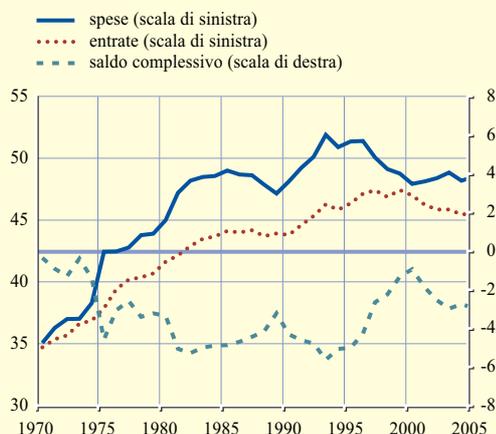
iniziato a diminuire in misura più consistente, anche i disavanzi hanno subito una correzione significativa. L'inversione di tendenza nella dinamica dei disavanzi osservata dopo il 2000 è intervenuta nel momento in cui alla riduzione delle imposte non ha fatto riscontro un corrispondente ridimensionamento della spesa in rapporto al prodotto.

La spesa pubblica influisce indirettamente anche sul debito. Come mostra la figura 2, nell'area dell'euro il rapporto tra debito pubblico e PIL ha continuato a crescere finché la spesa si è mantenuta in forte espansione e i disavanzi sono rimasti elevati; ha subito una breve inversione di tendenza durante la seconda metà degli anni novanta e nel periodo recente è tornato a salire.

Nel discutere di spesa pubblica e delle sfide connesse con essa, risulta fondamentale anticipare andamenti futuri che potrebbero influire in misura considerevole sugli impegni di spesa delle amministrazioni pubbliche. A questo proposito, il fattore più importante è rappresentato dal costo fiscale dell'invecchiamento demografico, che potrebbe gravare sui bilanci pubblici europei dei prossimi decenni sotto forma di spesa per pensioni, assistenza sanitaria e cure a lungo termine. Le proiezioni

Figura 1 Spese, entrate e saldo complessivo
delle amministrazioni pubbliche
nell'area dell'euro

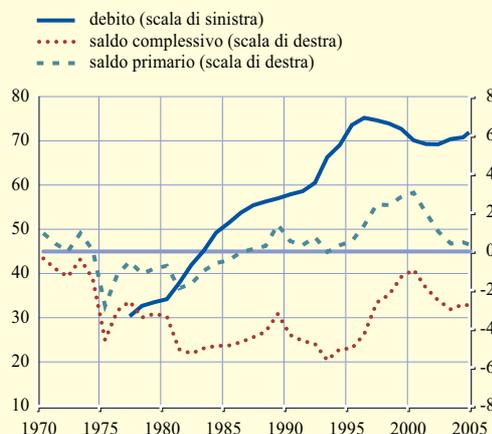
(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

Figura 2 Debito, saldo complessivo e saldo
primario delle amministrazioni pubbliche
nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

Tavola 3 Variazione attesa nel rapporto tra alcune spese legate all'invecchiamento della popolazione e PIL tra il 2004 e il 2050

	Pensioni (1)	Assistenza sanitaria (2)	Lungo-degenza (3)	Totale ¹⁾ (1+2+3)
Belgio	5,1	1,4	1,0	7,5
Germania	1,7	1,2	1,0	3,9
Grecia	na	1,7	na	na
Spagna	7,1	2,2	0,2	9,5
Francia	2,0	1,8	na	na
Irlanda	6,4	2,0	0,6	9,0
Italia	0,4	1,3	0,7	2,4
Lussemburgo	7,4	1,2	0,6	9,2
Paesi Bassi	3,5	1,3	0,6	5,4
Austria	-1,2	1,6	0,0	0,4
Portogallo	9,7	0,5	na	na
Finlandia	3,1	1,4	1,8	6,3
EU12	2,6	1,5	0,5	4,6

Fonte: *Economic Policy Committee, Ageing Working Group*, gennaio 2006.

Nota: na = non disponibile.

(1) A causa di minori spese per istruzione e disoccupazione, è attesa una lieve flessione della spesa totale.

sulla spesa legata all'invecchiamento indicano che la componente rappresentata dalle pensioni crescerà fra il 3 e l'8 per cento del PIL nella maggior parte delle economie e presumibilmente in misura superiore in alcuni Stati

membri appartenenti all'area dell'euro (cfr. tavola 3). Se non saranno tenuti sotto controllo, questi obblighi determineranno una nuova e significativa ascesa della spesa pubblica nei prossimi decenni.

Riquadro I

QUESTIONI DI RAFFRONTABILITÀ DELLA SPESA PUBBLICA

Una serie di limiti nella misurazione delle finanze pubbliche e l'assenza di informazioni coerenti per i vari paesi rendono difficile un confronto completo della dinamica della spesa pubblica, in termini sia di livelli, sia di composizione, nelle diverse economie¹⁾. In particolare:

- alcuni paesi sostituiscono la spesa diretta con agevolazioni fiscali, ad esempio offrendo sgravi fiscali invece che trasferimenti diretti alle coppie sposate e ai minori;
- mentre in alcuni paesi i trasferimenti sociali sono sottoposti al medesimo regime impositivo previsto per i redditi da lavoro, in altri sono parzialmente o totalmente esenti da imposta; di conseguenza, nel primo gruppo di paesi i livelli della spesa e delle entrate in questa categoria sono mediamente più elevati;
- regimi assicurativi privati obbligatori a copertura delle prestazioni pensionistiche, sanitarie e di disoccupazione riducono le principali voci di spesa pubblica in alcune economie; viceversa, i contributi statali ai versamenti volontari ai fondi previdenziali accrescono i livelli di spesa;
- le partecipazioni miste pubblico-privato (PPP), che possono ridurre temporaneamente la spesa pubblica per investimenti (soprattutto quando la contabilizzazione dei costi del progetto

1) Cfr., ad esempio, Joumard, I., Kongsrud, P., Nam, Y.-S., e Price, R. (2004), *Enhancing the Effectiveness of Public Spending: Experience in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Paper n. 380.

PPP è distribuita su un periodo più lungo rispetto a quello previsto per un investimento pubblico tradizionale), sono sottoposte a regimi diversi nei vari paesi;

- le potenziali passività (ad esempio le garanzie statali sui prestiti), possono a volte non trovare riflesso nei dati sulla spesa pubblica; ciò potrebbe determinare una sottovalutazione dei potenziali impegni di spesa futuri. Inoltre, l'entità di queste passività varia notevolmente da un paese all'altro.

Le differenze fra i vari paesi in termini di incidenza sul PIL della spesa complessiva e di determinate componenti della stessa possono essere riconducibili (fino a vari punti percentuali) ai suddetti fattori. Inoltre, la loro evoluzione nel tempo può risentire degli effetti delle riforme fiscali. Ciò nonostante, non sono disponibili dati di spesa corretti per tali effetti nel tempo e nei vari paesi.

3 NESSI FRA SPESA PUBBLICA, CRESCITA ECONOMICA E SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE

Le politiche di spesa sono fondamentali per promuovere la crescita economica e mantenere un contesto macroeconomico stabile, che richiede finanze pubbliche sostenibili. In questo senso, esse sono di buona qualità se: (i) forniscono i beni e i servizi essenziali; (ii) svolgono tale compito utilizzando in modo efficiente le risorse pubbliche; (iii) contribuiscono alla stabilità macroeconomica grazie a un orientamento di medio periodo, prevedibile e sostenibile. Mentre le prime due condizioni riguardano obiettivi di efficacia ed efficienza, la terza costituisce un presupposto fondamentale per il conseguimento delle altre. Inoltre, le politiche di spesa possono sostenere il quadro istituzionale in cui opera un'economia, il quale rappresenta di per sé un requisito essenziale per la crescita e la stabilità.

Un minimo di spesa pubblica è necessario per il funzionamento di un'economia di mercato. Vincoli di legge e norme che garantiscano i diritti di proprietà e l'efficienza dei mercati limitano al massimo l'incertezza politica, promuovono la concorrenza, assicurano un'informazione adeguata e consentono un'efficiente gestione dei rischi. Questo induce a sua volta gli operatori economici a lavorare, risparmiare, investire, specializzarsi e innovare e, di conseguenza, influisce in senso po-

sitivo sull'occupazione e la crescita. Politiche di spesa che, ad esempio, destinano fondi sufficienti alla sicurezza interna ed esterna e alla pubblica amministrazione, favoriscono il raggiungimento di un grado elevato di qualità nella funzione pubblica e si astengono da sussidi inopportuni, contribuiscono anche a far sì che le istituzioni e i mercati privati funzionino ordinatamente e che gli ingranaggi dell'economia siano ben oliati.

Fra le spese essenziali figurano principalmente quelle fondamentali per i servizi amministrativi e la giustizia, la ricerca di base, l'istruzione, la sanità, le infrastrutture pubbliche e la sicurezza interna ed esterna. I fondi erogati per tali categorie possono aumentare il potenziale di crescita di un'economia, non soltanto mediante il canale istituzionale summenzionato, ma anche incrementando l'offerta di lavoro e la qualità e la quantità di capitale umano e fisico. La spesa per infrastrutture, oltre a rappresentare un beneficio di per sé, potrebbe inoltre fare spazio a ulteriori investimenti privati. I vantaggi di un aumento della spesa vanno tuttavia soppesati anche alla luce dei costi dell'imposizione fiscale necessaria, un aspetto che viene spesso trascurato.

Risulta difficile delimitare con esattezza l'ambito delle spese essenziali. Se si ipotizza che siano approssimate dall'insieme dei consumi pubblici, durante l'ultimo decennio esse hanno raggiunto circa il 20 per cento del PIL nell'area dell'euro (cfr. la tavola 2, sopra). Tuttavia, non tutte le

uscite per le suddette categorie possono essere ritenute “essenziali”. Non è, infatti, scontato che lo Stato debba essere il principale erogatore di servizi quali l’istruzione superiore o la fornitura di energia elettrica. Inoltre, parte della spesa pubblica per investimenti potrebbe essere destinata a progetti che rispondono a finalità politiche diverse, ad esempio di prestigio, più che a effettive esigenze in termini di infrastrutture.

La rimanente categoria di spesa è costituita da trasferimenti e sussidi. Di natura redistributiva, viene di norma considerata “non produttiva” (in quanto non stimola la crescita) e può comportare costi economici notevoli dovuti agli effetti di incentivi e imposte distorsive. A tale proposito risultano particolarmente degne di nota le spese per i prepensionamenti o per il mantenimento di industrie inefficienti, che riducono gli incentivi a lavorare e investire in attività produttive. Ciò nonostante, gli esborsi intesi ad assicurare un sistema fondamentale di sicurezza sociale possono essere considerati produttivi in quanto rendono meno necessario il ricorso al risparmio precauzionale e consentono agli operatori di assumersi maggiori rischi. Come è stato rilevato in precedenza, negli ultimi decenni la spesa sociale redistributiva ha costituito la componente di spesa in più rapida crescita e ha raggiunto una media di circa il 20 per cento del PIL nell’area dell’euro.

L’efficienza nella gestione della spesa pubblica è massima quando, per perseguire un determinato obiettivo sul piano delle politiche, viene ridotta al minimo la necessità di finanziamento. Essa può essere accresciuta, ad esempio, mediante tecniche di *performance budgeting*, strumenti per la gestione delle risorse umane e meccanismi di determinazione dei prezzi analoghi a quelli utilizzati dal mercato. Un contributo in questo senso può provenire anche dalle regole per la revisione dei conti, dai regolamenti sugli appalti pubblici e dall’analisi costi-benefici. Taluni servizi possono essere erogati dal settore privato con un finanziamento (o un sostegno finanziario) pubblico, se ciò consente un migliore utilizzo delle risorse. Nell’ambito della spesa sociale, l’efficienza può essere accresciu-

ta orientando meglio gli stanziamenti verso le fasce più povere della popolazione.

Per poter promuovere la crescita e la stabilità, le politiche di spesa devono essere sostenibili. La sostenibilità accresce la fiducia degli operatori nella stabilità del contesto economico futuro e la propensione degli stessi a investire. Questo sostiene a sua volta la crescita, che contribuisce a determinare maggiori livelli di sostenibilità. Se i governi desiderano aumentare la sostenibilità riducendo il disavanzo e l’indebitamento senza aumentare il carico impositivo, devono necessariamente impegnarsi sul fronte del contenimento e della riforma della spesa pubblica. Sgravi fiscali aggiuntivi, ove ritenuti giustificati, richiederebbero un’ulteriore azione di ridimensionamento della spesa. Inoltre, in periodi di fluttuazioni economiche, la spesa pubblica può stabilizzare la domanda mediante gli stabilizzatori automatici. I maggiori disavanzi che ne risulterebbero, tuttavia, possono esercitare un’efficace azione stabilizzatrice soltanto se i conti pubblici sono ritenuti sostenibili. In questo caso, infatti, è meno probabile che gli operatori reagiscano all’ampliarsi dello squilibrio con un aumento del risparmio tale da rendere inefficace l’effetto stabilizzatore.

Esistono abbondanti evidenze empiriche del fatto che un maggiore livello della spesa pubblica non si traduce di per sé in risultati migliori ¹⁾. Oltre un certo livello, la spesa può addirittura nuocere alla crescita e alla sostenibilità. Esistono inoltre chiari riscontri del fatto che i disavanzi di bilancio indotti dalla spesa ostacolano il perseguimento di tali obiettivi. La letteratura esistente non consente di determinare una classificazione obiettiva e univoca delle voci di spesa “di alta qualità”, del livello ottimale delle stesse e del loro esatto effetto sulla sostenibilità e la crescita. Ciò nonostante, gli studi empirici e i modelli di simulazione hanno contribuito a una migliore comprensione dei meccanismi di trasmissione e degli effetti delle politiche di spesa

1) Per una rassegna dei risultati, cfr. Afonso A., Ebert W., Schuknecht L. e Thöne M. (2005), *Quality of public finances and growth*, Working Paper della BCE, n. 438.

sull'economia. Gli indicatori di qualità per le finanze pubbliche e le metodologie comunemente utilizzate per la loro valutazione e per un confronto su base internazionale possono essere illustrativi e utili nella determinazione del grado di efficienza della spesa (cfr. riquadro 2).

Riquadro 2

MISURAZIONE E VALUTAZIONE DELL'EFFICIENZA DELLA SPESA PUBBLICA

Dal punto di vista empirico risulta difficile misurare e valutare adeguatamente l'efficienza del settore pubblico; inoltre, gli studi sulla materia che includono raffronti internazionali sono pochi. Un possibile approccio consiste nel calcolare degli indicatori di risultato del settore pubblico, che possono poi essere valutati rispetto alla quantità utilizzata di risorse pubbliche. Gli indicatori di efficienza che ne derivano consentono un confronto tra paesi¹⁾. Tali indicatori, che sono in grado di misurare risultati ed efficienza in termini sia di offerta di opportunità e di condizioni di parità concorrenziale nel processo di mercato sia dei tradizionali compiti "musgraviani" del governo (stabilizzazione macroeconomica, redistribuzione dei redditi e allocazione efficiente delle risorse), possono essere successivamente aggregati per ottenere misure composite di performance e di efficienza.

Gran parte degli studi sull'analisi di efficienza della spesa pubblica segue un'impostazione non parametrica (ad esempio mediante la tecnica di *Data Envelopment Analysis*), esaminando le misure degli output/risultati del settore pubblico e raffrontandole con gli input calcolati in termini monetari oppure quantitativi. Paesi, comuni o scuole sono visti ad esempio come unità decisionali che utilizzano input (numero di insegnanti o spesa pubblica per l'istruzione) e forniscono servizi educativi la cui qualità è misurabile attraverso il livello di successo scolastico degli studenti (ad esempio sulla base di test condotti dal *Programme for International Student Assessment – PISA*)²⁾. Con tali approcci è possibile derivare una frontiera di produzione teorica e utilizzare la distanza di ciascuna osservazione (unità decisionale) dalla frontiera per ricavare i valori di efficienza.

Nell'insieme, tali studi rilevano alcune differenze in termini di efficacia e grandi disparità in termini di efficienza della spesa pubblica fra i paesi industrializzati. Le performance migliori del settore pubblico non sono generalmente correlate con livelli più elevati di spesa. Ciò indica la presenza di rendimenti marginali decrescenti per la spesa e la possibilità di ottenere risultati favorevoli per obiettivi-chiave con livelli di spesa molto inferiori rispetto a quelli attualmente esistenti in numerose economie.

1) Cfr. Afonso, A., Schuknecht, L., e Tanzi, V. (2005), *Public Sector Efficiency: An International Comparison*, Public Choice, n. 123 (3-4), pagg. 321-347.

2) Cfr. ad esempio Afonso, A. e St. Aubyn, M. (2005), *Non-Parametric Approaches to Public Education and Health Efficiency in OECD Countries*, Journal of Applied Economics n. 8 (2), pagg. 227-246.

4 ESPERIENZE IN MATERIA DI RIFORMA DELLA SPESA PUBBLICA

L'esperienza maturata negli ultimi decenni dai vari paesi dell'area dell'euro in materia di riforma della spesa pubblica è estremamente eterogenea. Alcuni hanno ridotto notevolmen-

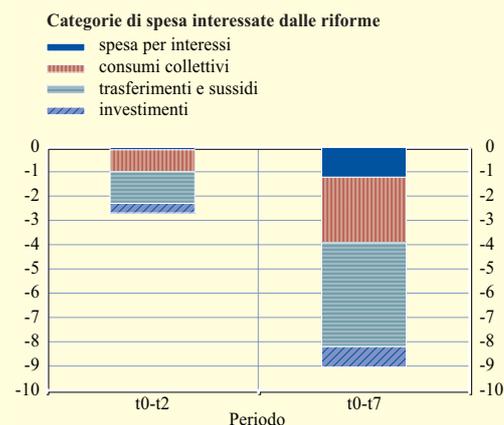
te l'incidenza sia della spesa complessiva sia di quella primaria sul PIL. Altri hanno compiuto scarsi progressi visibili su questa strada, nonostante la flessione significativa della spesa per interessi a partire dagli inizi degli anni novanta per il calo strutturale dei tassi (il "premio UEM").

Sette paesi dell'area hanno avviato consistenti programmi di ridimensionamento e riforma della spesa pubblica, riducendo di oltre 5 punti percentuali l'incidenza della spesa primaria sul PIL nel confronto con i rispettivi massimi storici. In generale, tuttavia, ciò non è avvenuto in isolamento bensì nel contesto di piani di revisione più ampi e articolati. Storicamente possono essere individuate due "ondate" di riforme, che hanno preso rispettivamente le mosse agli inizi degli anni ottanta e nella prima metà degli anni novanta (nel contesto del processo di convergenza verso la UEM e a seguito della firma del trattato di Maastricht). Belgio, Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi appartengono alla prima ondata, mentre Spagna, Austria e Finlandia alla seconda, durante la quale anche i Paesi Bassi e l'Irlanda hanno posto in essere una seconda revisione fondamentale dei rispettivi sistemi. Nei rimanenti cinque paesi dell'area dell'euro, invece, i progressi in materia di riforme della spesa primaria sono stati scarsi o inesistenti e la spesa in rapporto al PIL si è mantenuta su livelli corrispondenti o prossimi ai massimi storici. Incidentalmente, questi paesi sono gli stessi che, al momento della stesura di questo Bollettino, risultano sottoposti a una procedura per disavanzi eccessivi. Con l'intento di illustrare sia l'azione di riforma nel breve periodo sia gli interventi attuati nell'ambito di un'intera "ondata", la figura 3 riporta i livelli di riduzione delle uscite conseguiti dal suddetto gruppo di paesi (escluso il Lussemburgo) due e sette anni dopo il raggiungimento dei rispettivi massimi di spesa.

L'evidenza empirica mostra come, in tali economie, l'incidenza della spesa complessiva sul PIL sia stata mediamente ridotta di quasi il 3 per cento entro due anni e di circa il 9 per cento entro sette anni. La riduzione ha riguardato soprattutto la spesa primaria. Il generale ridimensionamento delle uscite di bilancio nel tempo, benché in qualche misura riconducibile ai minori esborzi per interessi, è infatti dovuto in gran parte al calo della spesa discrezionale nell'ambito dei consumi finali e in quello dei trasferimenti e dei sussidi. Ciò è indicativo di un notevole sforzo di razionalizzazione degli impegni di spesa. Il con-

Figura 3 Risparmi di spesa dei paesi riformatori 2 e 7 anni dopo il livello massimo, per categoria di spesa

(variazioni nel rapporto tra spesa e PIL)

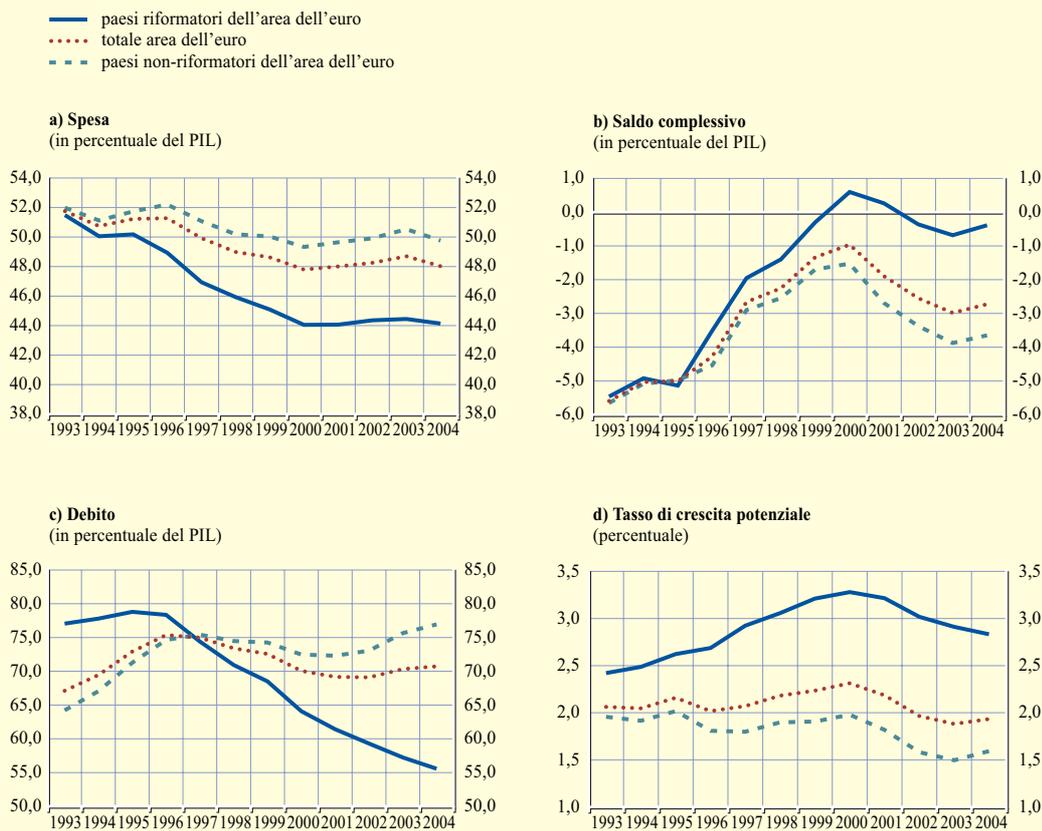


Fonte: Commissione europea.
Nota: il Lussemburgo non è incluso per mancanza di dati.

tenimento dei consumi pubblici è stato spesso ottenuto mediante un ridimensionamento della spesa per il pubblico impiego, conseguito a sua volta tramite l'effetto congiunto di una moderazione salariale e di una contrazione dell'organico, mentre i trasferimenti di reddito sono stati ridotti adeguando le prestazioni sociali e/o erogandole in maniera più mirata. Nonostante un lieve calo, la spesa produttiva in ambiti quali gli investimenti e l'istruzione non è stata di norma interessata in misura sproporzionata dalle riforme, che quindi hanno migliorato anche la composizione della spesa pubblica. Grazie all'azione di riforma è stato inoltre possibile, in media, introdurre riduzioni delle imposte consistenti e interamente finanziate.

In generale, se si considera l'evoluzione degli indicatori macroeconomici successiva alle riforme, i paesi che hanno ridimensionato in misura sensibile la spesa pubblica nel contesto di piani di revisione più ampi hanno registrato risultati estremamente positivi. La figura 4 presenta gli indicatori fiscali ed economici di questo gruppo rispetto, sia alle altre economie dell'area dell'euro, sia all'area nel suo insieme nel periodo successivo all'adozione del trattato di Maastricht.

Figura 4 Indicatori nei paesi riformatori, non riformatori e nel totale dell'area dell'euro



Fonte: Commissione europea.

Nota: le medie sono pesate in base al PIL. Il Lussemburgo non è incluso. Il rapporto tra spesa e prodotto esclude i proventi delle licenze UMTS. La Commissione europea stima il prodotto potenziale con il metodo della funzione di prodotto.

Dal 1993, il rapporto tra spesa pubblica e PIL è sceso dal 52 a circa il 44 per cento nella media dei paesi che hanno adottato le riforme e si è mantenuto mediamente superiore o prossimo al 50 per cento negli altri cinque Stati membri appartenenti all'area. Durante gli ultimi anni, tuttavia, è rimasto sostanzialmente stabile in entrambi i gruppi.

Le riforme hanno coinciso in generale con un più consistente e persistente miglioramento complessivo dei saldi di bilancio, come emerge con chiarezza dal confronto fra i due gruppi di paesi mostrato nella figura 4b. Se la loro introduzione ha per lo più concorso a correggere squilibri fiscali a volte gravi, in alcuni casi è stata accom-

pagnata da sorprendenti inversioni di tendenza delle dinamiche del debito, che hanno a loro volta determinato un'ulteriore evoluzione positiva del rapporto tra debito e PIL (cfr. figura 4c). Le figure disegnano inoltre un quadro interessante degli ultimi anni. Durante la recente fase di debolezza economica, i paesi nei quali sono state attuate le riforme hanno registrato in media un lieve peggioramento dei rispettivi saldi di bilancio per il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici, ma sono riusciti a mantenere i disavanzi entro livelli ragionevolmente bassi che hanno consentito al debito di continuare a scendere. Nelle altre cinque economie, invece, sono riemersi forti squilibri e una nuova crescita del debito. Ciò sta a indicare che il ridimensiona-

mento della spesa può costituire un mezzo estremamente efficace per garantire un risanamento duraturo delle finanze pubbliche²⁾.

Il contenimento e la riforma della spesa pubblica hanno coinciso con una ripresa significativa sia dell'occupazione sia della crescita potenziale. Durante il periodo di riforme compreso fra l'inizio e la fine degli anni novanta, quest'ultima è aumentata di quasi un punto percentuale (fino a ben oltre il 3 per cento) nei paesi interessati (cfr. figura 4d), mentre si è mantenuta stabilmente prossima al 2 per cento negli altri cinque. Il differenziale di crescita potenziale fra i due gruppi di economie è rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi anni.

Esistono, inoltre, due caratteristiche comuni di rilievo quanto ai tempi di attuazione delle riforme. In primo luogo, gli sforzi di aggiustamento sono stati per lo più concentrati verso l'inizio dell'orizzonte di previsione. Una quota signifi-

cativa delle misure di ridimensionamento è stata di norma attuata entro i primi due anni, con una riduzione media del rapporto tra spesa primaria e PIL pari all'1,5 per cento l'anno. In secondo luogo, l'azione di riforma ha preso le mosse in un contesto di crescita economica debole o di recessione. Tali caratteristiche appaiono comprensibili in un'ottica di *political economy* se si considera che le riforme sono ritenute più urgenti nei momenti difficili e che, una volta accertata la volontà politica di procedere a consistenti riduzioni della spesa, appare naturale agire rapidamente e in una fase precoce del processo di riforma.

2) Per ulteriori approfondimenti ed evidenze empiriche su questioni connesse, cfr. ad esempio: Alesina A. e Perotti R. (1997), *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*, IMF Staff Papers, n. 44 (2), pp. 210-248; Giudice G., Turrini A. e in 't Veld J. (2004), *Non-Keynesian fiscal consolidation in the EU? Ex post evidence and ex ante analysis*, CEPR Discussion Paper n. 4388; Schuknecht L. e Tanzi V. (2005), *Reforming Public Expenditure in Industrialised Countries. Are there Trade-Offs?*, Working Paper della BCE, n. 435.

Riquadro 3

ESEMPI DI RIFORME EFFICACI DELLA SPESA PUBBLICA

Agli inizi degli anni ottanta l'**Irlanda** ha registrato una riduzione persistente della crescita del PIL, cui si è accompagnato, sia un aumento della disoccupazione e dell'inflazione, sia l'ampliarsi dei disavanzi di bilancio. Dopo una prima azione di contenimento nel periodo successivo al 1982, dal 1987 il paese ha avviato un articolato piano di miglioramento che, nel contesto del "Programme for National Recovery", si è incentrato su una profonda riforma della spesa pubblica. Ne è conseguito un calo della spesa primaria fino al 1989 superiore all'11 per cento del PIL, rispetto al massimo del 41,6 per cento registrato nel 1982, e un abbassamento durevole di quella complessiva che tra il 1982 e il 2004 ha subito una contrazione di oltre 15 punti percentuali (dal 49,8 al 34,2 per cento).

Nell'ambito della riforma, l'Irlanda si è impegnata nel risanamento delle finanze pubbliche e ha attuato una serie completa di misure di riforma strutturale. In materia fiscale, ha ridotto i consumi finali grazie all'effetto congiunto di una moderazione salariale e di una riduzione significativa (quasi il 14 per cento tra il 1982 e il 1989) dell'organico nella pubblica amministrazione. Inoltre, ha sensibilmente decurtato i trasferimenti e i sussidi, questi ultimi di quasi due terzi nel solo 1988. Anche la spesa sociale, soprattutto in campo sanitario e previdenziale, è stata notevolmente ridimensionata. Le prestazioni sociali sono oggi erogate in modo maggiormente mirato e secondo criteri di idoneità più rigorosi, mentre il loro valore in termini reali è stato congelato. Ciò ha accresciuto gli incentivi sul mercato del lavoro. L'intensificazione della crescita economica successiva alla riforma ha determinato avanzi di bilancio e consentito sia il rapido calo del debito pubblico sia l'introduzione di sgravi fiscali significativi.

In **Spagna** l'economia ha iniziato a perdere slancio nel 1992 e l'anno successivo è entrata in recessione. Questo ha concorso a determinare cospicui disavanzi di bilancio e un tasso di disoccupazione prossimo al 24 per cento. Alla metà degli anni novanta il governo ha attuato un programma di riforma ambizioso e completo. La spesa complessiva e quella primaria sono entrambe scese di quasi il 3 per cento del PIL nei primi due anni di correzione e in misura rispettivamente pari a oltre l'8 per cento e a quasi il 6 per cento entro il 2004.

Gran parte delle riforme è stata attuata fra il 1994 e il 1997. Il bilancio biennale per il 1994 e il 1995 si è concentrato su una moderazione dei salari e su una riduzione dell'organico del settore pubblico, nonché su un abbassamento della spesa per sussidi e trasferimenti sociali (soprattutto con riferimento alle prestazioni di disoccupazione, pensionistiche e di invalidità). Nel 1996 e nel 1997 la spesa discrezionale è stata ulteriormente ridotta, in particolare nell'ambito dei consumi pubblici e dei sussidi. La decisa azione di riforma della spesa, assieme alle significative riforme strutturali, ha gettato le basi per un risanamento fiscale generalizzato, un migliore funzionamento del mercato del lavoro e una ripresa dell'economia. Tali risultati sono stati agevolati dall'introduzione di miglioramenti istituzionali, nonché da un impegno costruttivo verso il processo di convergenza definito dal Trattato di Maastricht.

5 IMPORTANZA DEL QUADRO ISTITUZIONALE PER LA RIFORMA DELLA SPESA PUBBLICA

Benché offrano dei vantaggi economici, le riforme della spesa pubblica sono spesso politicamente difficili da attuare. Da un punto di vista di *political economy*, sia il tempo necessario perché i vantaggi si concretizzino, sia le resistenze dei portatori di interessi particolari (che temono di risultare danneggiati dalle riforme) possono influire sul processo politico a scapito di un intervento di razionalizzazione. Una possibile soluzione al problema può essere rappresentata dalle istituzioni fiscali, la cui adeguatezza è fondamentale per mantenere un elevato grado di efficacia, efficienza e sostenibilità della spesa pubblica e contrastare politiche di spesa opportunistiche (vale a dire orientate alle elezioni). All'interno dell'area dell'euro, sia le istituzioni europee sia quelle nazionali sono chiamate a svolgere un ruolo di sostegno nell'attuazione di riforme e politiche rigorose in materia di spesa pubblica.

La struttura dell'Unione monetaria ha mantenuto la spesa pubblica e il relativo quadro istituzionale di riferimento nell'ambito della sovranità nazionale. A livello europeo esistono tuttavia

regole e istituzioni che sostengono i vari sistemi nazionali nel rafforzamento della "qualità" delle finanze pubbliche. Il Patto di stabilità e crescita, basato sul Trattato, non soltanto specifica un valore di riferimento del 3 per cento del PIL come limite per il disavanzo pubblico, ma fornisce sostanzialmente un quadro di medio termine per la sorveglianza multilaterale delle posizioni di bilancio. Esso prevede il monitoraggio delle variabili fiscali (compresa la spesa pubblica) in tutta la UE e offre agli Stati membri una metodologia e un processo strutturato per la definizione di una prospettiva pluriennale in materia di politica fiscale e per l'impegno verso obiettivi di bilancio. Questo, almeno indirettamente, influisce anche sulla spesa pubblica e contribuisce a contenerla.

Nella sua nuova formulazione, il Patto di stabilità e crescita pone l'accento sulla necessità di migliorare ulteriormente la *governance* della politica fiscale a livello nazionale. In una relazione intitolata "Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita", il Consiglio Ecofin ha dichiarato che "le regole di bilancio nazionali dovrebbero essere complementari agli impegni degli Stati membri nel quadro del Patto di stabilità e crescita". La relazione segnala inoltre la possibilità di estendere il processo di sorveglian-

za multilaterale alle modalità di attuazione e di miglioramento delle norme nazionali esistenti e comprende riferimenti specifici alla qualità complessiva delle finanze pubbliche quale elemento da prendere in considerazione nel valutare gli andamenti fiscali all'interno della UE³⁾.

A livello strutturale, gli Indirizzi di massima per le politiche economiche e gli Orientamenti per le politiche a favore dell'occupazione, oggi confluiti negli Orientamenti integrati, formulano nell'insieme una strategia completa e integrata di politiche macroeconomiche, microeconomiche e per l'occupazione rivolta a intensificare la crescita negli Stati membri. In tale ambito rientra l'azione di consulenza sulle politiche di spesa e sul rispettivo quadro istituzionale di sostegno. Nella nuova serie di Orientamenti integrati per il periodo 2005-08, gli Stati membri sono invitati a privilegiare le voci di spesa che contribuiscono alla crescita economica, adeguare il sistema fiscale e quello dei trasferimenti affinché rafforzino la crescita potenziale e valutare correttamente il nesso fra la spesa pubblica e il conseguimento degli obiettivi delle politiche. È stato inoltre convenuto che "in vista dei costi previsti dell'invecchiamento demografico, gli Stati membri dovrebbero [...] riformare [...] i regimi pensionistici e sanitari per assicurarne l'efficienza finanziaria". Ciò risulta pienamente in linea con la cosiddetta "strategia basata su tre dimensioni" intesa ad affrontare le conseguenze dell'invecchiamento demografico sul bilancio, che invita gli Stati membri ad aumentare l'occupazione, ridurre il debito pubblico e riformare i sistemi pensionistici⁴⁾.

Più di recente, il Consiglio Ecofin del 24 gennaio di quest'anno ha dichiarato che "il miglioramento della qualità delle finanze pubbliche può contribuire a rafforzare la crescita e l'occupazione" e ha sottolineato l'importanza di un ulteriore aumento dell'efficienza e dell'efficacia della spesa pubblica. Inoltre, il Consiglio ha invitato ad effettuare un'analisi generale delle norme e delle istituzioni fiscali nella UE e a compiere ulteriori sforzi per quanto riguarda la disponibilità dei dati di bilancio. Infine, ha invitato a sviluppare ulteriormente la mi-

surazione dell'efficienza della spesa pubblica e il contenuto informativo dei bilanci. Gli Stati membri possono pertanto avvalersi del quadro di riferimento della UE per inserire l'azione di riforma della spesa pubblica nazionale in un contesto multilaterale, traendo beneficio dai meccanismi di verifica reciproca e di valutazione comparativa.

In parallelo, e con il sostegno del quadro per la politica di bilancio a livello europeo, le istituzioni fiscali nazionali possono e devono essere rafforzate per il tramite di norme che introducano la disciplina e l'efficienza della spesa a tutti i livelli della pubblica amministrazione. Tali norme sono già diffuse nell'area dell'euro e offrono ulteriori strumenti per il controllo della spesa pubblica, integrando pertanto il sistema di regole in materia di politiche di bilancio del quadro di riferimento della UE. In gran parte dei casi consentono la fissazione *ex ante* di obiettivi di spesa nel processo di formazione del bilancio, ma la loro efficacia è subordinata all'esistenza di meccanismi attuativi chiari e a un'azione *ex post* di controllo e applicazione.

In vari paesi dell'area dell'euro le riforme della spesa pubblica sono state presumibilmente favorite dall'introduzione di un quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio. La convergenza fiscale richiesta per l'ingresso nell'Unione monetaria e la necessità di ottemperare alle regole contenute nel Patto di stabilità e crescita hanno successivamente indotto i governi a riconsiderare i rispettivi impegni di spesa. Negli Stati membri che hanno proceduto a riforme significative della spesa pubblica, tuttavia, gli incentivi derivanti dalle regole europee sono stati di norma affiancati da miglioramenti istituzionali alle procedure di bilancio nazionali. Ciò ha comportato fra l'altro: (i) l'introduzione di meccanismi di controllo dei bilanci e massimali di spesa efficaci in Spagna e Finlandia;

3) "Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita", Conclusioni della presidenza del Consiglio europeo di Bruxelles, 22-23 marzo 2005.

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

(ii) il rafforzamento della normativa fiscale in Belgio, nei Paesi Bassi e in Austria; (iii) la conclusione di un ambizioso contratto fiscale all'interno del governo di coalizione nei Paesi Bassi; (iv) modifiche normative al processo legislativo di approvazione del bilancio e un aumento del controllo sulla spesa in Finlandia; (v) l'introduzione di un Consiglio fiscale in Belgio; (vi) un approccio pluriennale alle questioni di bilancio nei Paesi Bassi; (vii) un'ampia delega in materia di controllo fiscale al Ministro delle finanze in Irlanda.

Tali esperienze mostrano come le innovazioni sul piano istituzionale siano di norma diverse da paese a paese e come, per risultare efficaci, debbano essere concepite specificamente per l'assetto nazionale delle procedure di bilancio. Tuttavia, nonostante i notevoli progressi compiuti in alcuni Stati membri, l'evoluzione complessiva della spesa pubblica nell'area dell'euro continua a evidenziare la chiara necessità di introdurre miglioramenti, soprattutto nei paesi che non hanno ancora adottato sufficienti misure di riforma (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4

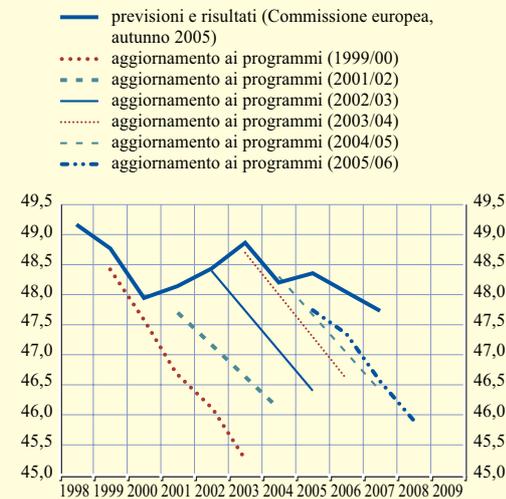
RIDIMENSIONAMENTO DELLA SPESA NEI PROGRAMMI DI STABILITÀ

Tutti i paesi dell'area dell'euro comunicano i propri obiettivi di bilancio di medio periodo, che comprendono le politiche di spesa, nell'ambito degli aggiornamenti annuali dei rispettivi programmi di stabilità. Ciò nonostante, l'attuazione dei piani di spesa nell'area dell'euro è stata costantemente insoddisfacente. Gli andamenti effettivi in termini di riduzione del rapporto fra spesa pubblica e PIL su base annua restano molto al di sotto delle previsioni ambiziose contenute nei Programmi di stabilità (cfr. la figura).

La deludente discrepanza tra gli obiettivi e i risultati effettivi è principalmente riconducibile ai paesi che non hanno attuato una riforma significativa della spesa pubblica. Un ulteriore fattore è rappresentato da previsioni di crescita eccessivamente ottimistiche. Misure di correzione della spesa insufficienti e sconfinamenti rispetto agli obiettivi hanno tuttavia svolto un ruolo ancora più consistente.

Spesa complessiva delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: obiettivi e risultati

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea e programmi di stabilità e convergenza dei Paesi membri.

6 CONCLUSIONI

Politiche di spesa compatibili con finanze pubbliche sane sono fondamentali per promuovere la crescita e preservare la stabilità macroeconomica. La spesa pubblica sostiene la crescita per il tramite dei servizi pubblici erogati in ambiti

quali la sicurezza, le infrastrutture, l'istruzione e la sicurezza sociale. Se influisce in senso positivo sulla crescita, ed è adeguatamente finanziata, essa garantisce anche la sostenibilità dei conti pubblici e può contenere gli effetti delle fluttuazioni economiche attraverso gli stabilizzatori automatici.

Questo articolo mostra come il rapporto tra la spesa pubblica e il prodotto nell'area dell'euro sia aumentato costantemente a partire dagli anni sessanta fino a raggiungere un punto di massimo e, in alcuni casi, scendere in anni più recenti. Inoltre, nel confronto con gran parte degli altri paesi industrializzati, quelli dell'area dell'euro registrano nel loro insieme livelli di spesa molto più elevati e, stando a numerosi osservatori, superiori a quelli necessari per un'erogazione efficiente dei servizi pubblici essenziali. I crescenti livelli di spesa hanno coinciso con un aumento del carico impositivo e dei disincentivi a lavorare e investire, oltreché con un ampliamento degli squilibri fiscali. Più di recente, l'invecchiamento demografico lascia presagire ulteriori pressioni sulla spesa che rischiano di minare la sostenibilità fiscale.

L'articolo illustra la necessità, per molti paesi, di attuare ulteriori riforme in materia di spesa pubblica al fine di ridurre il livello delle uscite per le funzioni non fondamentali del settore pubblico, accrescere gli effetti della spesa in termini di efficienza e di incentivi, privilegiare

gli obiettivi produttivi nel contesto dell'attività del settore pubblico. Il ridimensionamento della spesa attenuerebbe inoltre gli squilibri di bilancio, consentendo nel contempo una riduzione delle imposte. Tali misure favorirebbero la stabilità macroeconomica, promuovrebbero la crescita e contribuirebbero a creare un contesto migliore per la stabilità dei prezzi.

Le esperienze positive di alcuni paesi dell'area dell'euro in materia di riforme della spesa pubblica hanno richiamato un'attenzione insufficiente in passato. Esse dimostrano che una strategia ambiziosa e articolata è in grado di innescare un circolo virtuoso di riforma, crescita e sostenibilità. I casi illustrati evidenziano inoltre che le riforme istituzionali delle procedure di bilancio a livello nazionale e l'ottemperanza con il quadro di riferimento europeo per la *governance* delle politiche fiscali e strutturali possono fornire un sostegno determinante al processo di riforma della spesa. In tali paesi, i conti pubblici e la crescita economica hanno registrato un'evoluzione molto positiva.

LA GESTIONE DI PORTAFOGLIO PRESSO LA BCE

La BCE detiene e gestisce tre tipi di portafogli: il portafoglio di riserve ufficiali, il portafoglio dei fondi propri e i portafogli corrispondenti al fondo pensione. Questo articolo descrive l'approccio seguito nella loro gestione e fornisce informazioni su tale attività, delineandone brevemente i principali aspetti operativi, informatici e giuridici.

I DESCRIZIONE GENERALE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO PER LA GESTIONE DEI PORTAFOGLI

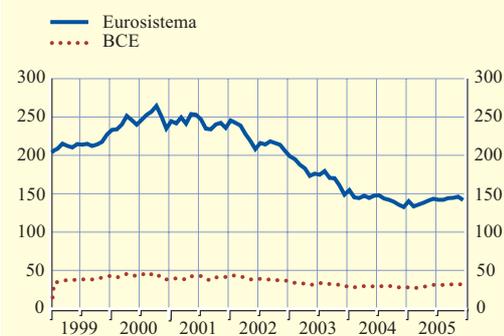
La BCE detiene attualmente tre tipi di portafogli. Il primo e maggiore comprende le riserve ufficiali della BCE, che a fine 2005 avevano un valore di mercato equivalente a circa 41 miliardi di euro, di cui circa 31 miliardi rappresentati da valute estere (dollaro statunitense e yen giapponese) e 10 miliardi di circa da oro e diritti speciali di prelievo (DSP). Le riserve ufficiali della BCE, insieme a quelle delle banche centrali nazionali (BCN) dell'euro, compongono le riserve ufficiali dell'Eurosistema. A fine 2005 queste ammontavano a circa 320 miliardi di euro, di cui 142 miliardi di attività in valuta e 178 di oro, DSP e posizioni di riserva presso l'FMI. Principalmente per effetto delle scelte di portafoglio delle BCN, al netto delle variazioni del cambio, le riserve ufficiali dell'Eurosistema sono costantemente diminuite fra il 1999 e il 2005. Nello stesso periodo, per contro, senza tener conto degli effetti *una tantum* degli interventi sul mercato dei cambi nel settembre e nel novembre 2000, le riserve ufficiali della BCE sono rimaste approssimativamente stabili, con variazioni dovute principalmente alle oscillazioni dei tassi di cambio e ai rendimenti di portafoglio cumulati (cfr. figura 1).

Scopo del portafoglio di riserve ufficiali della BCE è quello di garantire che, ogniqualvolta necessario, l'Eurosistema disponga di un ammontare di risorse liquide sufficiente per effettuare operazioni sul mercato dei cambi in valute diverse da quelle dell'UE, come nel caso degli interventi messi in atto nel settembre e novembre 2000¹⁾. Va tuttavia notato che la capacità di intervento della BCE sul mercato dei cambi non è limitata alle sue riserve ufficiali, dal momento che:

- le BCN si sono impegnate a fornire alla BCE un ammontare addizionale di riserve ufficiali in caso di necessità;

Figura 1 Riserve in valuta della BCE e dell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: riserve ufficiali in valuta esclusi oro, DSP e posizioni di riserva presso l'FMI; valori di mercato.

- la BCE potrebbe finanziare gli interventi senza ricorrere alle riserve ufficiali, ad esempio attraverso swap di valuta con controparti di mercato o con le banche centrali del caso;
- le operazioni in riserve in valute dell'UE, compresi gli interventi collegati ai Nuovi accordi europei di cambio (AEC II), possono essere finanziate all'interno del SEBC²⁾.

La distribuzione delle attività fra il dollaro USA e lo yen giapponese riflette sia le esigenze stimate per gli interventi sul mercato sia l'ottimizzazione del profilo di rischio. A inizio 1999 il rapporto fra attività in dollari e in yen era di 90/10, mentre a fine 2005, in seguito alle oscillazioni sul mercato dei cambi e ad alcune

1) Ulteriori informazioni sulle operazioni dell'Eurosistema sul mercato dei cambi sono disponibili su Internet all'indirizzo seguente: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

2) Il SEBC è formato dalla BCE e dalle BCN di tutti i 25 Stati membri dell'UE.

operazioni di ribilanciamento, esso era di circa 85/15 (cfr. figura 2).

Il secondo portafoglio è quello dei fondi propri, costituito dalla quota di capitale versata e investita e dal fondo di riserva generale della BCE. A fine 2005 esso ammontava a 6,4 miliardi di euro circa. Il portafoglio di fondi propri è finalizzato a fornire alla BCE un margine di riserva per far fronte a eventuali perdite. Esso è investito in attività denominate in euro.

Il terzo portafoglio, di gran lunga il più esiguo, è quello del fondo pensione della BCE, in cui

sono investite le risorse del suo piano pensionistico. A fine 2005 tale fondo ammontava a 161 milioni di euro, 20 dei quali sono i contributi complessivamente versati dalla BCE e dal suo personale nel 2005. Le attività del fondo sono di proprietà diretta della BCE ma vengono destinate al piano pensionistico; i proventi finanziari degli investimenti del portafoglio sono tratti all'interno del fondo stesso.

I tre portafogli differiscono notevolmente non solo per le loro dimensioni, ma anche per composizione, finalità, obiettivi e gestione. Tuttavia, per tutti e tre la BCE si ispira ad alcuni principi e regole generali di gestione:

- innanzitutto, la BCE applica un principio di “*market neutrality*”: essa cerca cioè nella sua attività di gestione di non causare distorsioni nei prezzi di mercato. In pratica, ciò significa che le attività di gestione dei portafogli della BCE sono condotte solo in mercati sufficientemente spessi e liquidi da assicurare che le relative transazioni siano assorbite agevolmente ai prezzi determinati dal mercato;
- secondariamente, la BCE applica i principi di comportamento indicati nel suo *Codice di condotta* e nelle *Regole in materia di condotta professionale e segreto d'ufficio*, documenti che definiscono le linee di indirizzo in materia di etica professionale per l'intera compagine del personale della BCE. In quest'ambito, le regole in materia di *insider trading*, tese a evitare che le persone coinvolte nella gestione dei portafogli utilizzino informazioni privilegiate per attività di investimento private, hanno naturalmente una particolare rilevanza³⁾;
- infine, la BCE osserva una netta separazione fra la gestione dei portafogli e le altre attività: un concetto di “*Chinese Wall*”, cui si conforma la struttura organizzativa della

Figura 2 Composizione delle riserve in valuta della BCE

a) Ammontare dei portafogli in dollari USA e yen giapponesi
(valori di mercato)



b) Percentuale delle riserve in valuta della BCE investite in dollari USA
(valori di mercato convertiti in euro)



Fonte: BCE.

Nota: ammontare dei portafogli dato da riserve ufficiali in valuta, depositi in valuta verso residenti, al netto dei previsti deflussi di valuta connessi a operazioni *repo* e *forward*.

3) Ulteriori informazioni sul governo societario della BCE sono disponibili su Internet al seguente indirizzo: <http://www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.en.html>.

BCE, assicura che le persone coinvolte nelle attività di gestione dei portafogli non ricevano informazioni privilegiate di alcun tipo da altri settori della BCE; l'idea sottostante essendo quella di prevenire eventuali conflitti di interessi fra l'attività di investimento e la politica monetaria e del cambio della BCE.

2 ASPETTI ORGANIZZATIVI

La BCE ha organizzato le attività di gestione dei suoi vari portafogli (riserve ufficiali, fondi propri e fondo pensione) in modo differenziato, considerando i diversi obiettivi assegnati a ciascuno di essi.

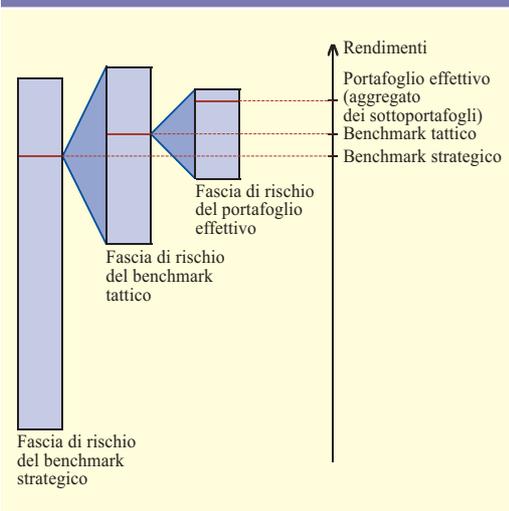
Per quanto riguarda le riserve ufficiali della BCE, l'obiettivo della gestione è quello di massimizzare i rendimenti attraverso un'amministrazione prudente, soggetta ai requisiti stringenti di sicurezza e liquidità che discendono dalla finalità del portafoglio stesso. Le linee guida di investimento e i relativi *benchmark* sono definiti in seno alla BCE utilizzando metodi elaborati internamente (cfr. sezioni 3 e 4 rispettivamente).

Mentre alcune funzioni, come quelle di gestione dei rischi e di contabilità, sono accentrate presso la BCE, gran parte delle funzioni di *front* e *back office* vengono svolte in maniera decentrata attraverso l'Eurosistema.

Per riflettere questo approccio decentrato sono stati definiti due mandati di gestione delle riserve valutarie della BCE⁴⁾:

- il primo mandato prevede che venga superato il rendimento dei relativi *benchmark* strategici (uno in dollari USA e l'altro in yen giapponesi), nel rispetto di specifiche linee guida di investimento, nonché evitando di cambiare frequentemente le posizioni (di norma queste ultime sono riconsiderate ed eventualmente modificate soltanto una volta al mese). Questo mandato è stato affidato al Comitato per gli investimenti della BCE, che riferisce al Comitato esecutivo. I risulta-

Figura 3 Struttura di gestione del portafoglio di riserve in valuta della BCE



Fonte: BCE.

Nota: i rettangoli illustrano le fasce di rischio per il *benchmark* strategico, per quello tattico e per il portafoglio effettivo; le linee rosse orizzontali rappresentano i livelli di rischio prescelti, rispettivamente ottenuti dal processo di definizione del *benchmark* strategico, del posizionamento del *benchmark* tattico e del portafoglio effettivo; l'asse verticale indica i rendimenti corrispondenti alle decisioni di portafoglio.

ti delle posizioni proposte dal Comitato per gli investimenti e approvate dal Comitato esecutivo costituiscono i *benchmark* tattici (uno in dollari e l'altro in yen) per le riserve valutarie della BCE;

- il secondo mandato prevede il superamento del rendimento dei *benchmark* tattici; esso contempla altresì il regolamento delle transazioni di mercato connesse alle riserve valutarie della BCE, conformemente a specifiche linee guida di investimento. Ne risultano la struttura di gestione del portafoglio e l'attribuzione dei compiti delineate nella figura 3 e nella tavola 1.

Sino a fine 2005 il secondo mandato era affidato nei medesimi termini a ciascuna BCN. Dal 1°

4) In questo contesto il termine "mandato" si riferisce all'assegnazione delle responsabilità di gestione di un portafoglio a un'unità operativa o a un fornitore esterno. Il mandato esplicita il portafoglio di riferimento (*benchmark*) rispetto al quale saranno valutati i risultati della gestione, nonché l'obiettivo della gestione stessa e le linee guida di investimento pertinenti, quali la lista di strumenti idonei e una serie di limiti di rischio.

Tavola 1 Attribuzione dei compiti di gestione del portafoglio di riserve in valuta

(* = piena responsabilità del compito; o = responsabilità parziale nel contribuire al compito)

Attività	BCE	BCN
Decisioni di investimento	•	•
Esecuzione		•
Regolamento	Invio degli "eseguiti" e riscontro	•
	Istruzioni ai depositari e ai corrispondenti	•
Riconciliazione	Saldi dei sottoconti del sistema di gestione del portafoglio	•
	Saldi dei sottoconti di contabilità	•
Rilevazione contabile	•	
Registrazione ordini e sistema di gestione del rischio	•	o
Gestione del rischio (ad es. attribuzione del rendimento, limiti, selezione dei paesi/controparti/emittenti)	•	
Quadro di riferimento per la gestione delle riserve valutarie	•	(Comitato SEBC)

Fonte: BCE.

gennaio 2006 le BCN dell'area dell'euro hanno tuttavia la facoltà di rinunciare ai mandati di gestione delle riserve valutarie della BCE. Le BCN che esercitano tale facoltà non prendono parte alle attività operative connesse con la gestione delle riserve della BCE, ma continuano a essere coinvolte nelle attività strategiche, quali quelle concernenti i *benchmark* e le linee guida di investimento. Le BCN che invece accettano l'incarico di gestione delle riserve valutarie della BCE ricevono un mandato corrispondente a un sottoportafoglio in dollari USA o in yen giapponesi. Alla Deutsche Bundesbank e alla Banque de France sono affidati entrambi i mandati. L'attribuzione dei mandati sarà riveduta di regola ogni tre anni oppure in caso di specifica necessità. Rispetto all'assetto adottato sino a fine 2005, il nuovo quadro di riferimento dovrebbe apportare guadagni in termini di efficienza. L'attribuzione iniziale dei mandati di gestione è riportata qui a fianco (cfr. tavola 2). Essa ricalca approssimativamente lo schema di sottoscrizione del capitale della BCE, ossia le quote delle varie BCN nel capitale versato della BCE⁵⁾.

Per quanto concerne i fondi propri della BCE, l'obiettivo della gestione è di generare nel lungo periodo rendimenti superiori alla media del tasso di rifinanziamento principale della BCE. Le linee guida di investimento e il *benchmark* sono specificati in modo da conseguire tale obiettivo. La Divisione Investimenti della BCE

Tavola 2 Attribuzione dei sottoportafogli delle riserve in valuta della BCE

(al 31 gennaio 2006)

Portafoglio in dollari USA (milioni di USD)		Portafoglio in yen giapponesi (centinaia di milioni di yen)	
BE	1.398	DE	628
DE	11.039	FR	442
GR	1.040	NL	2.510
ES	4.262	AT	1.307
FR	7.765	PT	1.109
IE	505	FI	810
IT	7.153		
LU	121		

Fonte: BCE.

ha ricevuto il mandato di superare il rendimento del *benchmark* per il portafoglio di fondi propri, nell'osservanza di specifiche linee guida di investimento.

Quanto al fondo pensione della BCE, l'obiettivo della gestione è quello di massimizzare il valore delle attività del fondo, minimizzando nel contempo il rischio che le passività del piano pensionistico eccedano le sue attività. La gestione dell'intero portafoglio del fondo pensione è attualmente affidata a un gestore esterno selezionato dalla BCE.

5) Ulteriori informazioni sul capitale versato della BCE sono disponibili su Internet all'indirizzo seguente: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

3 LINEE GUIDA DI INVESTIMENTO

Le linee guida di investimento traducono gli obiettivi generali della gestione dei portafogli in principi e regole specifici, che comprendono requisiti di idoneità degli emittenti e delle controparti, così come uno schema per la gestione

dei rischi di mercato e di credito. Vi sono differenze significative tra il fondo pensione e gli altri due tipi di portafogli per quanto riguarda le linee guida di investimento. Nel riquadro 1 sono presentate anche le informazioni relative al fondo pensione, mentre la trattazione che segue si riferisce unicamente agli altri due portafogli.

Riquadro 1

ASPETTI GIURIDICI DELLA GESTIONE DEI PORTAFOGLI DELLA BCE

Questo riquadro delinea i principali aspetti giuridici della gestione dei portafogli della BCE relativamente alle riserve ufficiali, ai fondi propri e al fondo pensione della BCE, nonché il quadro di riferimento recentemente predisposto per la prestazione a terzi di servizi di gestione di riserve in euro da parte dell'Eurosistema.

Gestione delle riserve ufficiali

Per documentare le operazioni aventi a oggetto le attività di riserva ufficiale la BCE utilizza:

- il *FBE Master Agreement for Financial Transaction*, edizione 2004, (*European Master Agreement* o “EMA”) con le controparti costituite in base alle leggi di 15 giurisdizioni dell'UE e della Svizzera per: a) le operazioni di riporto (*repo*) e di pronti contro termine (*buy/sell back*) e b) le operazioni *over the counter* in derivati e sul mercato dei cambi;
- il *Master Repurchase Agreement* della Bond Market Association (“TBMA”), versione 1996, per le operazioni di riporto (*repo*) e di pronti contro termine (*buy/sell back*) con controparti costituite in base alle leggi federali o dei singoli Stati degli Stati Uniti;
- il *TBMA ISMA Global Master Repurchase Agreement*, versione 2000, per le operazioni di riporto (*repo*) e di pronti contro termine (*buy/sell back*) con controparti costituite in base alle leggi di giurisdizioni terze rispetto a UE, Svizzera e Stati Uniti;
- il *Master Agreement* (multivaluta e multigiurisdizione) dell'International Swaps and Derivatives Association (“ISDA”), versione 1992, per le operazioni *over the counter* in derivati e sul mercato dei cambi con tutte le controparti, eccetto quelle costituite in base alle leggi di 15 giurisdizioni dell'UE e della Svizzera;
- l'*ECB Master Netting Agreement* per documentare le operazioni con tutte le controparti, eccetto quelle con cui la BCE ha firmato un EMA e che sono costituite in base alle leggi di 14 giurisdizioni dell'UE o della Svizzera.

Gestione dei fondi propri

Per documentare le operazioni concernenti i fondi propri, la BCE ricorre all'EMA e al proprio *Master Netting Agreement*. La cornice contrattuale della BCE per le operazioni di prestito titoli relative al portafoglio di fondi propri mira a conseguire gli obiettivi seguenti:

- minimizzare i rischi relativi al prestito del portafoglio;
- facilitare l'attività di prestito titoli;
- garantire la riservatezza della composizione del portafoglio della BCE.

A tal fine, l'accordo per il prestito titoli e i connessi servizi di agenzia assicura, fra l'altro, che la BCE sia indennizzata a fronte di perdite che possono originarsi durante le operazioni, sia di raccolta che di impiego, previste nel quadro del programma di prestito titoli. Un altro aspetto di rilievo di tale schema è la presenza di un rapporto contrattuale con un soggetto insediato nell'area dell'euro, che svolge attività di prestito titoli sia in proprio che come agente della BCE, la quale beneficia nel contempo della garanzia di indennizzo offerta dalla casa madre di tale soggetto. Allo scopo di garantire che la composizione del portafoglio della BCE sia mantenuta confidenziale, la BCE richiede che gli agenti di prestito titoli e le varie controparti idonee sottoscrivano fra loro accordi di riservatezza. Sono attualmente al vaglio disposizioni simili per le attività in dollari USA del portafoglio delle riserve ufficiali.

Gestione del fondo pensione

Il fondo pensione è investito in obbligazioni, azioni e strumenti del mercato monetario. La BCE opera in qualità di rappresentante del fondo pensione nei rapporti con i fornitori di servizi strumentali alla gestione. Fino a poco tempo addietro, sussisteva un contratto con un unico soggetto che svolgeva sia la funzione di gestore degli investimenti, sia quella di depositario (*custodian*). In seguito le due funzioni sono state separate e affidate a due soggetti distinti mediante specifici contratti.

Per il fondo pensione della BCE sono utilizzati i contratti standard del settore, opportunamente adattati alle esigenze specifiche del caso. I profili di responsabilità sono ovviamente di primaria importanza per i contratti di questo tipo. Inoltre, è stato necessario garantire il vaglio della BCE sul sistema di gestione accentrata e sugli strumenti finanziari utilizzati. A causa della separazione fra depositario e gestore, è stato poi necessario definire la ripartizione esatta delle responsabilità fra i due fornitori di servizi. Nel caso del gestore, il contratto doveva contemplare limiti al rischio di mercato, definiti in base al concetto di *tracking error*, che assicurassero risultati dei portafogli in gestione non significativamente distanti da quelli del relativo *benchmark*. Per alcune categorie di attività è stato previsto il ricorso a fondi comuni di investimento amministrati dal gestore stesso. Al fine di soddisfare le esigenze della BCE è stato necessario apportare alcune modifiche alle caratteristiche di tali fondi. Anche il particolare regime fiscale della BCE ha richiesto adattamenti della struttura dei fondi, con appropriati interventi del depositario per gli aspetti tributari e societari. Questa struttura relativamente complessa ha reso altresì necessario identificare e rendere trasparenti tutte le spese di gestione da imputare direttamente alla BCE.

REQUISITI DI IDONEITÀ DEGLI EMITTENTI E DELLE CONTROPARTI

Le riserve valutarie e i fondi propri della BCE sono investiti in strumenti a reddito fisso, ossia in strumenti di mercato monetario, buoni del Tesoro, obbligazioni e relativi strumenti derivati.

Nella selezione degli emittenti idonei per l'investimento delle riserve valutarie la principale considerazione è quella di assicurare che le riserve siano investite coerentemente con i loro obiettivi

operativi principali, ossia sicurezza e liquidità. In particolare, sono considerati idonei gli emittenti seguenti: le amministrazioni centrali di Stati Uniti, Giappone e Canada; alcune agenzie con elevato merito di credito e organizzazioni internazionali o sovranazionali in cui i paesi membri dell'UE non sono azionisti di maggioranza; la BRI.

Gli emittenti idonei per i fondi propri della BCE sono raggruppati in tre categorie: enti governativi, enti non governativi ed emittenti di *covered bond*. Fra i primi figurano in partico-

lare gli Stati membri dell'UE e le amministrazioni regionali, a condizione che il loro *rating* sia superiore a una certa soglia. Gli emittenti non governativi comprendono invece alcune agenzie e società con elevato merito di credito e la BRI. Inoltre, i titoli di queste due categorie sono utilizzati nella gestione dei fondi propri della BCE solo se trattati in mercati spessi e liquidi, ossia in mercati in cui le transazioni della BCE possono essere assorbite senza provocare effetti indesiderati sui prezzi. Gli enti non governativi sono inoltre soggetti a una soglia minima di *rating* e ad altri criteri, come quello di un patrimonio netto di certe dimensioni.

Le controparti per le operazioni di gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE sono selezionate sulla base di criteri di prudenza ed efficienza operativa. Esse devono: (i) essere sottoposte alla supervisione di un'autorità di vigilanza riconosciuta; (ii) essere costituite in uno dei paesi idonei; (iii) soddisfare requisiti minimi definiti dalla BCE in materia di merito di credito; e (iv) essere singolarmente approvate dalla BCE. I criteri minimi in materia di merito di credito delle controparti sono differenziati a seconda del rischio di credito connesso con i diversi strumenti, risultando più elevati per le transazioni che danno luogo a un'esposizione diretta al rischio, come i depositi non garantiti, rispetto a quelle consegna-contro-pagamento (*delivery-versus-payment*, DVP). Nel caso dei fondi propri, le operazioni di deposito non garantito sono consentite unicamente nei confronti della BRI. Per le controparti prive di *rating* viene richiesta come condizione di idoneità una garanzia formale scritta della società controllante, che deve disporre di un *rating* adeguato. Al momento la valutazione minima richiesta per le controparti alle transazioni non garantite è A (ossia il secondo livello più elevato di *rating* assegnato da varie agenzie internazionali specializzate).

La tavola 3 presenta una sintesi del numero di controparti, emittenti e paesi idonei per le operazioni di gestione delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE.

Tavola 3 Numero di controparti, emittenti e paesi idonei

(al 31 gennaio 2006)

	Riserve valutarie	Fondi propri
Controparti totali	119 ¹⁾	26 ²⁾
di cui: per transazioni DVP	81	26
di cui: per depositi	45	1 (BRI)
Emittenti del settore privato	1	52
Emittenti del settore pubblico	8	35
Paesi	21	26

Fonte: BCE.

1) Per le riserve valutarie, 53 controparti sono idonee per depositi e transazioni DVP.

2) Per i fondi propri, la BRI è idonea per depositi e transazioni DVP.

Va inoltre ricordato che le transazioni effettuate nel contesto della gestione dei portafogli della BCE sono sottoposte a un altro vincolo, ovvero al divieto di finanziamento monetario contenuto nel Trattato dell'UE e nel connesso Regolamento del Consiglio ⁶⁾. In particolare, sono strettamente proibiti gli acquisti sul mercato primario di strumenti di debito emessi dagli Stati membri o da istituzioni o enti della Comunità Europea, mentre tali acquisti sul mercato secondario, sebbene permessi, non devono essere utilizzati per eludere il divieto. Per questo motivo, gli acquisti sul mercato secondario di strumenti di debito emessi dagli Stati membri sono soggetti a soglie di monitoraggio. Tuttavia, nel caso specifico del portafoglio delle riserve valutarie sussiste un'esenzione che consente alla BCE di acquistare sul mercato primario strumenti di debito emessi dagli Stati membri non partecipanti, purché tali acquisti siano effettuati unicamente ai fini della gestione delle riserve valutarie ⁷⁾.

6) A tale divieto fa riferimento l'articolo 101 del Trattato, cui si ricollega il Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93 del 13 dicembre 1993.

7) Questa esenzione specifica è menzionata nell'articolo 2 del Regolamento del Consiglio (CE) n. 3603/93. Come già accennato, la BCE non si avvale di tale esenzione, avendo deciso di escludere dalla lista degli emittenti idonei per la gestione delle sue riserve valutarie gli Stati membri dell'UE e le organizzazioni internazionali o sovranazionali nelle quali gli Stati membri sono azionisti di maggioranza.

GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO

Le prime restrizioni all'investimento delle riserve valutarie e dei fondi propri della BCE imposte da considerazioni legate al rischio di credito sono i criteri di idoneità delle controparti e degli emittenti descritti nella sezione precedente, ma la gestione del rischio di credito rende necessari strumenti più puntuali, ossia limiti volti ad assicurare che vengano evitate un'assunzione e una concentrazione di rischio eccessive. Le varie categorie di limiti applicati e monitorati all'interno del sistema di gestione del rischio di credito della BCE sono le seguenti:

- *limiti di rischio paese.* L'esposizione al rischio paese risulta dalle posizioni verso emittenti e controparti, allorché viene considerata la loro giurisdizione di appartenenza o di insediamento. I limiti applicati ai singoli paesi dipendono dalla rilevanza che questi ultimi hanno per le attività di investimento della BCE, dal loro merito di credito e dalle loro dimensioni in termini di PIL.
- *limiti di rischio emittente.* Si riferiscono alla esposizione derivante dall'investimento in titoli di emittenti o gruppi di emittenti. I limiti applicati ai singoli emittenti dipendono dalla loro rilevanza, dal loro merito di credito e dalle dimensioni delle loro emissioni in essere.
- *limiti di rischio di controparte.* Sono applicabili, nella gestione delle riserve valutarie, sottolimiti specifici per il rischio di controparte collegato con depositi non garantiti. Tali limiti sono determinati in funzione del merito di credito della controparte (o del suo garante) e del suo patrimonio. Si applica inoltre un tetto massimo alle esposizioni verso ogni singola controparte.
- *limiti di esposizione nei confronti delle controparti.* Si applicano alla esposizione derivante da transazioni che non siano regolate in base a un meccanismo DVP. Essi non concernono pertanto le operazioni riguardanti i fondi propri della BCE, che vengono tutte regolate su base DVP.

Nel caso delle riserve valutarie della BCE, i limiti complessivi sono assegnati alle BCN che curano la gestione dei sottoportafogli in modo decentralizzato, in base a un criterio di distribuzione che riflette le dimensioni dei vari portafogli.

GESTIONE DEL RISCHIO DI MERCATO

Il rischio di mercato dei portafogli di riserve valutarie e fondi propri della BCE viene contenuto grazie a un sistema a più livelli basato su *benchmark* e fasce di deviazione da questi *benchmark* per le attività di gestione dei portafogli. Essenzialmente, il rischio di mercato complessivo è gestito garantendo che i singoli portafogli di investimento possano non subire perdite con determinati intervalli di confidenza prudenziali.

L'esposizione al rischio di mercato che comporta l'attività di gestione dei portafogli e il rispetto delle norme per la gestione dei rischi connessi sono controllati quotidianamente per mezzo dei sistemi informatici descritti nel riquadro 2. L'esposizione al rischio di mercato è misurata da vari indicatori, fra cui misure di *Value at Risk* (VaR) degli investimenti espresse in moneta locale e in euro, di *duration* modificata, misure di scostamento dai *benchmark* (*tracking error*) e di esposizione per specifiche classi di strumento finanziario⁸⁾. I dati sul VaR sono calcolati sia in termini assoluti, sia relativamente ai corrispondenti *benchmark*.

All'interno di questa cornice, i margini di scostamento rispetto ai *benchmark*, espressi in termini di *duration* modificata e VaR relativo, forniscono una certa flessibilità nella gestione dei portafogli. Mentre i dati sul VaR sono tenuti sotto controllo da vari anni, i limiti di

8) La *duration* modificata è un indicatore dell'esposizione di un portafoglio al rischio di tasso di interesse e corrisponde alla media ponderata della vita residua degli strumenti in portafoglio. Il VaR è una stima della perdita massima potenziale a un dato livello di confidenza (ad esempio, del 95%) su un orizzonte di investimento determinato (ad esempio, un anno). Il *tracking error* è la deviazione standard delle differenze fra i rendimenti del portafoglio e quelli del *benchmark* rilevata a una data frequenza (ad esempio, giornaliera) in un determinato periodo di tempo (ad esempio, tre mesi).

VaR relativo diventeranno vincolanti soltanto quest'anno e quelli di *duration* modificata saranno di conseguenza abbandonati. I limiti di rischio di mercato sono specificati in modo da garantire la possibilità di assumere posizioni e al tempo stesso contenere su livelli prudenziali l'esposizione potenziale al rischio. In passato, gli investimenti sono rimasti in media significativamente all'interno dei margini di scostamento, a dimostrazione dell'atteggiamento cauto dei gestori della BCE e delle BCN

nell'assunzione del rischio. I *benchmark* e i margini di scostamento sono rivisti periodicamente al fine di garantirne la conformità con le preferenze di rischio-rendimento complessive della BCE.

L'andamento del rischio di liquidità sulle riserve valutarie della BCE viene anch'esso controllato quotidianamente al fine di garantire che un ammontare adeguato di attività sia mantenuto in contanti o in titoli altamente liquidi.

Riquadro 2

I SISTEMI INFORMATICI PER LA GESTIONE DEI PORTAFOGLI DELLA BCE

Tutte le attività di gestione dei portafogli della BCE, salvo quelle concernenti il fondo pensione, fanno affidamento su un sistema unico e integrato di gestione. Esso garantisce che tutti gli strumenti idonei alle operazioni di gestione delle riserve ufficiali e dei fondi propri della BCE siano trattati e monitorati in conformità con i requisiti della BCE nelle aree di *front*, *middle* e *back office*. Un modulo contabile personalizzato è stato elaborato e integrato al sistema al fine di rispondere alle specifiche esigenze contabili del SEBC.

Il sistema è stato commissionato nel 1997 tramite una gara d'appalto pubblica. Nel corso di un processo accurato di selezione sette sistemi sono stati scelti e valutati sulla base di una serie concordata di requisiti, al fine di individuare quello che più si avvicinava alle esigenze tecniche e funzionali della BCE. Il sistema prescelto è stato messo in atto nel 1998 ed è divenuto operativo il 1° gennaio 1999.

Da allora sono state introdotte varie nuove versioni del sistema per assicurare che questo continui a rispondere alle mutevoli esigenze della BCE, ad esempio incorporando le funzioni o gli strumenti nuovi introdotti in conseguenza di cambiamenti del quadro di riferimento per gli investimenti della BCE.

A partire dal 1997 varie BCN del SEBC hanno deciso di adottare lo stesso sistema per la gestione dei propri portafogli. Il numero crescente di banche centrali utilizzatrici della medesima piattaforma informatica ha offerto opportunità uniche per intraprendere progetti comuni, sfruttare sinergie e meglio gestire i rapporti con il fornitore.

L'architettura tecnica del sistema garantisce che ogni BCN coinvolta nella gestione delle riserve ufficiali della BCE, coerentemente con la configurazione decentrata adottata, sia collegata agli stessi *server* centrali, pur avendo accesso unicamente alle transazioni connesse con i portafogli di investimento e con gli interventi di sua pertinenza. Ciò fa sì che non siano necessarie interfacce o trasferimenti in blocco delle transazioni.

Sebbene il sistema preveda anche funzionalità di *back office*, nell'installazione della BCE sono utilizzate solo quelle di *front* e *middle office*, mentre ciascuna BCN è responsabile del regolamento delle transazioni che intraprende in qualità di agente della BCE tramite il proprio sistema.

La BCE utilizza inoltre vari altri sistemi nelle sue attività di gestione dei portafogli. Fra di essi figurano un sistema di amministrazione del fondo pensione, un sistema per la riconciliazione di contante e titoli, una piattaforma di contrattazione elettronica per le operazioni in titoli e un sistema di analisi del rischio. Attualmente è in corso di elaborazione una base di dati per l'analisi delle serie storiche relative al rischio e alla *performance*.

4 DEFINIZIONE DEI BENCHMARK

Nel caso delle riserve valutarie della BCE la scelta dell'*asset allocation* strategica avviene in due fasi. La prima consiste nel determinare la composizione delle riserve per valuta, e quindi nel calcolare le quote ottimali per il dollaro USA e lo yen giapponese, tenendo conto in primo luogo di esigenze di *policy* e quindi di considerazioni di rischio. La seconda fase è quella di proporre un'*asset allocation* ottimale nell'ambito di ciascuna valuta. Al momento, le preferenze di rischio-rendimento sono specificate separatamente per l'allocazione valutaria e per la gestione dei sottoportafogli in dollari e in yen.

Per quanto riguarda i fondi propri della BCE, il processo di *asset allocation* strategica è simile alla seconda fase sopra descritta, con alcuni parametri diversamente impostati per riflettere il più lungo orizzonte temporale di investimento e i più bassi requisiti di liquidità del portafoglio dei fondi propri.

Data l'importanza della selezione di adeguate *benchmark* di investimento, comprovata da numerosi studi teorici ed empirici, vengono dedicate risorse considerevoli all'elaborazione di metodologie impiegate per la definizione dei *benchmark*. La funzione della BCE addetta all'investimento ha sviluppato un apposito modello econometrico che si basa sulle previsioni macroeconomiche pubblicamente disponibili per estrarre previsioni sui rendimenti attesi per le singole categorie di attività dell'universo investibile per le riserve in valuta e i fondi propri. L'impiego dei rendimenti attesi in luogo di quelli storici nel processo di definizione dei *benchmark* rappresenta un considerevole passo avanti. L'approccio standard di ottimizzazione media-varianza è affiancato da tecniche di otti-

mizzazione alternative sviluppate per accrescere la robustezza dell'analisi. Il processo di definizione dei *benchmark* è costantemente riesaminato al fine di affinarlo ulteriormente.

5 RISULTATI DELLA GESTIONE DEI PORTAFOGLI

La BCE pubblica i suoi risultati economici nel Rapporto annuale. Nel 2005 il risultato d'esercizio è stato pari a zero, dopo che nel 2004 si erano registrate perdite per 1,6 miliardi di euro (tavola 4). L'andamento dei risultati economici della BCE è pesantemente influenzato da movimenti avversi dei tassi di cambio: ad esempio, l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro USA è stato all'origine delle perdite per il 2003 e il 2004, dal momento che un'ampia parte delle attività della BCE consiste in riserve in valuta non coperte. In linea con le prudenti politiche contabili della BCE, che tengono conto di questa significativa esposizione, le plusvalenze da valutazione non sono contabilizzate come ricavi ma vengono registrate nei conti di rivalutazione, mentre le minusvalenze da valutazione sono rilevate come costi. Questo trattamento asimmetrico delle plusvalenze e delle minusvalenze non rea-

Tavola 4 Risultati d'esercizio della BCE dal 1999

(milioni di euro)

Anno	Utile/perdita
1999	-247
2000	1.990
2001	1.822
2002	1.220
2003	-477
2004	-1.636
2005	0

Fonte: BCE.

lizzate ha l'effetto di differire gli utili fino al momento della vendita o della scadenza delle corrispondenti attività. Ne consegue che il risultato d'esercizio è differente rispetto quello calcolato pienamente sulla base di valori di mercato.

Gli shock di tasso di cambio spiegano solo una parte dell'evoluzione dell'utile annuo della BCE, che nel 2001 e nel 2002 è stato ad esempio determinato soprattutto dall'andamento del mercato obbligazionario: il notevole calo dei rendimenti obbligazionari su livelli estremamente bassi era stato all'origine di plusvalenze significative. Il livello contenuto dei tassi di interesse, tuttavia, non ha permesso al reddito da interessi di compensare le perdite sul cambio nel 2003 e nel 2004. Dal 2004, il rischio di tasso di interesse cui sono esposti i tre portafogli è stato ridotto significativamente, considerato il livello esiguo raggiunto dai tassi di interesse e dalla loro volatilità.

I mandati di gestione dei portafogli definiti dalla BCE per le riserve valutarie e i fondi propri attribuiscono un ruolo importante alla massimizzazione dei risultati del portafoglio rispetto al rendimento del *benchmark*. Ciò rispecchia l'idea che, nel rispetto dei vincoli stringenti imposti dai ruoli e dagli obiettivi dei portafogli e nel quadro della gestione del rischio, i gestori possano nel tempo aggiungere valore ai portafogli. Sebbene a tratti negativi, specie nel 2002, i risultati della gestione dei portafogli sono stati positivi e non trascurabili nella maggior parte degli anni fra il 1999 e il 2005, e quindi su base cumulativa, grazie principalmente all'attività quotidiana dei vari gestori.

I gestori aggiungono valore ai portafogli della BCE anche formulando proposte per ampliare a nuovi strumenti l'universo investibile. Col tempo, tale universo si è esteso a nuove categorie di strumenti, quali i *covered bond*, a nuovi emittenti nell'ambito delle categorie di strumenti ammessi, o ancora agli strumenti derivati, come i *futures* sui tassi a breve e a lungo termine. I gestori hanno inoltre suggerito l'adozione di nuovi mandati, come quelli sopra menzionati concernenti il prestito titoli per il portafoglio di

fondi propri e per quello delle riserve ufficiali in dollari USA.

In aggiunta, i gestori dei portafogli svolgono un ruolo importante nell'attività di monitoraggio della BCE e dell'Eurosistema sui mercati finanziari. Essi devono infatti seguire da vicino e analizzare l'andamento sia corrente sia strutturale di tali mercati con vari gradi di dettaglio, che vanno dalle più ampie categorie di attività fino ai singoli strumenti finanziari. I gestori fanno uso di numerose fonti informative, fra cui, in particolare, i lavori di ricerca e le opinioni fornite dalle controparti di mercato.

Il *corpus* costantemente aggiornato di conoscenze sull'andamento del mercato finanziario che ne risulta è considerato di notevole valore per la BCE e per l'Eurosistema. Al fine di diffondere tali conoscenze, i gestori sono incaricati di predisporre note periodiche sull'andamento dei mercati finanziari dal punto di vista dell'investitore. Essi rispondono inoltre a richieste occasionali di informazione sui mercati. In questo ambito le analisi degli andamenti, nonché delle innovazioni e dei cambiamenti strutturali nei mercati finanziari beneficiano in misura significativa dell'esperienza maturata nel corso del processo di gestione dei portafogli.

6 SCHEMI DI REGOLAMENTO

Per i vari tipi di portafogli di proprietà della BCE vigono diversi schemi in materia di regolamento. Mentre le BCN dell'area dell'euro che decidono di prendere parte alla gestione delle riserve valutarie della BCE (attualmente tutte le 12 BCN dell'area) provvedono al regolamento delle operazioni ordinarie di gestione delle riserve della BCE, quest'ultima regola l'insieme delle transazioni relative al suo portafoglio di fondi propri. Il trattamento delle operazioni relative al fondo pensione è attualmente affidato a un soggetto esterno.

La BCE si preoccupa di applicare gli standard più elevati nel trattamento delle operazioni relative ai portafogli di fondi propri e di riserve

valutarie. In cooperazione con le controparti si cerca inoltre di rendere ancora più sicuro ed efficiente il regolamento delle transazioni dell'industria finanziaria, in particolare per quanto riguarda l'applicazione delle migliori prassi per lo scambio delle conferme di eseguito.

Le BCN svolgono operazioni sulle riserve valutarie della BCE in rappresentanza della BCE stessa. Pertanto, nei rapporti con le controparti ai fini della gestione dei portafogli, le BCN segnalano le operazioni condotte per conto proprio e quelle effettuate in nome e per conto della BCE, notificando così il loro ruolo di agenti. Per semplificare questo schema, sono stati aperti presso intermediari finanziari – fra cui istituti corrispondenti, sistemi di custodia/deposito in titoli e oro e controparti centrali per i derivati negoziati in borsa – conti a nome della BCE su cui le singole BCN hanno l'autorizzazione a operare. Sono stati inoltre definiti requisiti e procedure comuni per le operazioni della BCE e delle BCN al fine di garantire che venga mantenuta la separazione fra le attività della BCE e quelle delle BCN. Queste linee guida comuni assicurano inoltre che le transazioni per la gestione delle riserve in valuta della BCE ricevano un trattamento armonizzato in tutto l'Eurosistema, in linea con le migliori prassi e i più elevati standard di sicurezza. A livello sia di BCE sia di BCN è stato adottato un sistema globale di controlli che prevede, fra l'altro, la riconciliazione dettagliata fra i saldi dei conti liquidità, titoli, oro e *futures* di proprietà della BCE e i vari sistemi utilizzati. Dati dettagliati sulle transazioni non giunte a buon fine sono raccolti e analizzati dalla BCE e rapporti periodici in materia vengono fatti pervenire ai suoi organi decisionali.

La BCE e le BCN gestiscono attivamente le garanzie ricevute nel quadro delle transazioni di gestione dei fondi propri e delle riserve in valuta della BCE. Una volta raggruppate/compen-

sate le operazioni garantite, vengono calcolate le esposizioni nei confronti delle controparti e valutata la necessità di richiedere eventuali margini⁹⁾.

7 CONCLUSIONI

La BCE detiene e gestisce tre tipi di portafogli: le riserve ufficiali, i fondi propri e il fondo pensione. Ciascuno di essi persegue finalità particolari, che trovano riflesso nelle modalità della loro gestione. Le attività di gestione dei portafogli della BCE sono soggette a norme stringenti che garantiscono il principio di “*market neutrality*”, la correttezza nei comportamenti e una rigorosa separazione fra la gestione dei portafogli e la conduzione della politica monetaria e del cambio. Esistono linee guida di investimento dettagliate volte ad assicurare che i rischi di mercato e di credito siano strettamente controllati e a fornire criteri chiari ed equi per la selezione degli emittenti e delle controparti idonei.

Un ammontare significativo di risorse è destinato alla definizione dei *benchmark*, principali determinanti dei rendimenti e dei rischi di portafoglio. I mandati di gestione sono definiti e attribuiti in modo da massimizzare, nel rispetto dei vincoli prefissati, il rendimento del portafoglio rispetto al *benchmark*, al tempo stesso mantenendo i costi amministrativi e di altra natura al più basso livello possibile. Per quanto riguarda le riserve valutarie della BCE, nel gennaio 2006 è entrata in vigore una modifica del processo di attribuzione dei sottoportafogli che dovrebbe produrre guadagni in termini di efficienza.

Informazioni aggiornate saranno pubblicate ove opportuno, in particolare all'interno del Rapporto annuale della BCE.

9) Le richieste di margini sono domande di costituzione di garanzie aggiuntive rivolte alle controparti.

REGIMI MONETARI E DI CAMBIO TRA L'AREA DELL'EURO E ALCUNI PAESI TERZI E TERRITORI

Sin dalla sua istituzione, l'area dell'euro ha instaurato strette relazioni monetarie e di cambio con alcuni paesi terzi e territori. In Europa, pur non essendo Stati membri dell'Unione europea, il Principato di Monaco, la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano utilizzano l'euro come valuta ufficiale ed emettono anche le proprie monete metalliche in euro. Al di fuori del continente, l'euro è impiegato nei due territori francesi d'oltremare di Mayotte e di Saint-Pierre-et-Miquelon, che non fanno parte dell'Unione europea. L'uso dell'euro da parte di questi paesi e territori non costituisce una scelta di "eurizzazione unilaterale", ma avviene con l'approvazione ufficiale della Comunità europea. Inoltre, alcuni Stati e territori storicamente legati a un paese dell'area dell'euro da intense relazioni economiche e politiche (Polinesia Francese, Nuova Caledonia, Isole Wallis e Futuna, Capo Verde, Isole Comore e paesi dell'area del franco CFA¹⁾) hanno ancorato la propria valuta all'euro con il consenso ufficiale della Comunità europea.

Questo articolo di carattere prevalentemente descrittivo presenta i regimi monetari e di cambio esistenti tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori²⁾. Dopo un breve richiamo alle motivazioni della loro istituzione e al loro fondamento giuridico, vengono illustrati per sommi capi i diversi assetti, con particolare attenzione ai casi in cui l'euro è ufficialmente utilizzato in ambito extracomunitario oppure funge da valuta di riferimento in regimi di cambio fisso. Vengono, inoltre, discussi regimi monetari e di cambio che in futuro potrebbero coinvolgere l'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

Il Trattato che istituisce la Comunità europea (di seguito "Trattato") prevede in modo esplicito la conclusione di accordi monetari e di cambio con paesi terzi e organizzazioni internazionali. L'articolo 111 distingue tre diverse forme di regimi: ai sensi del paragrafo 1, la Comunità può stipulare, a determinate condizioni e secondo procedure specifiche, accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute non comunitarie (un esempio è stato il regime di cambio fisso ma aggiustabile di Bretton Woods); il paragrafo 2 stabilisce che, in mancanza di un sistema di questo tipo, la Comunità può formulare gli "orientamenti generali" di politica del cambio dell'area dell'euro nei confronti di dette valute; infine, in conformità del paragrafo 3, la Comunità può concludere accordi in materia di regime monetario o del cambio con uno o più Stati oppure organizzazioni internazionali. Il coinvolgimento della BCE in ogni possibile azione della Comunità è esplicitamente assicurato dall'articolo 111.

La portata degli accordi di cambio di cui all'articolo 111, paragrafo 3, del Trattato si estende, per esclusione, a tutti i casi non contemplati ai paragrafi 1 e 2. Va comunque precisato che i

nuovi accordi europei di cambio (AEC II) non ricadono in nessuna delle categorie definite dall'articolo 111, poiché riguardano le relazioni di cambio fra l'euro e altre valute comunitarie, mentre l'articolo in questione si riferisce esclusivamente alle monete di Stati non appartenenti alla Comunità.

Finora la Comunità ha instaurato unicamente regimi del terzo tipo³⁾, ossia disciplinati dall'articolo 111, paragrafo 3, del Trattato⁴⁾. È su questi che verte, quindi, la presente trattazione. La sezione 2 ricorda brevemente le motivazioni della loro istituzione, mentre la sezione 3 ne descrive il fondamento giuridico comunitario. La sezione 4 traccia, infine, un quadro più det-

- 1) CFA è l'acronimo di Communauté Financière Africaine.
- 2) L'articolo non considera i casi di "eurizzazione ufficiale unilaterale", vale a dire in cui le autorità di un paese hanno attribuito corso legale all'euro (o, prima del 1999, a una delle precedenti monete nazionali) con decisione unilaterale e senza il coinvolgimento dell'Unione europea. I due paesi interessati sono stati la Repubblica di Montenegro e il Kosovo.
- 3) Ai fini del presente articolo, il termine "regime" (monetario e/o di cambio) fa riferimento sia alle convenzioni bilaterali, sia alle decisioni unilaterali adottate dal Consiglio dell'UE.
- 4) Sul piano formale, i regimi monetari e di cambio riguardanti l'euro sono concordati o stabiliti dalla Comunità europea. Tuttavia, le decisioni relative a tali regimi sono assunte esclusivamente dagli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro. In questo senso, i regimi descritti sono definiti come regimi applicati dall'area dell'euro.

tagliato dei regimi vigenti e ne prende in esame possibili altri che in futuro potrebbero coinvolgere l'area dell'euro.

2 MOTIVAZIONI ALLA BASE DELL'ISTITUZIONE DI REGIMI MONETARI E DI CAMBIO NEI CONFRONTI DI ALCUNI PAESI TERZI E TERRITORI

Tutti i paesi e i territori attualmente coinvolti in accordi monetari e di cambio con la Comunità europea avevano una motivazione immediata per introdurre l'euro: prima della sua adozione, utilizzavano come valuta ufficiale una delle precedenti monete nazionali ⁵⁾. Il Principato di Monaco, Mayotte e Saint-Pierre-et-Miquelon usavano il franco francese, mentre nella Repubblica di San Marino e nello Stato della Città del Vaticano circolava la lira italiana. La soluzione più diretta al venir meno di queste valute consisteva nel passare a quella che le ha sostituite, l'euro, assicurando in tal modo la continuità delle relazioni esistenti fra i paesi terzi e territori interessati e la Comunità europea.

L'uso delle precedenti monete nazionali in questi paesi e territori affondava ampie radici nel passato. L'elemento comune era rappresentato dall'esistenza di stretti legami storici sul piano economico e politico fra ciascuno di essi e lo Stato di riferimento. Nel caso del Principato di Monaco, della Repubblica di San Marino e dello Stato della Città del Vaticano, la collocazione geografica e le dimensioni hanno inciso notevolmente nello sviluppo di tali legami.

Per quanto riguarda i vantaggi derivanti dall'introduzione dell'euro di comune accordo con la Comunità europea, un importante beneficio tangibile consiste nell'eliminazione dei costi connessi con il cambio delle valute. Questo vantaggio sarà maggiore per le piccole economie aperte, poiché una maggiore quota delle transazioni totali condotte dai residenti avviene con soggetti non residenti. Fra le altre implicazioni favorevoli dell'adozione della moneta di un altro paese, spesso menzionate nella letteratura economica, figurano gli effetti positivi in

termini di stabilità macroeconomica, premi al rischio per i prenditori di fondi, sviluppo del settore finanziario interno e integrazione sul piano economico e finanziario internazionale.

La principale motivazione all'origine dei regimi di cambio discussi in questo articolo è stata il proseguimento delle relazioni esistenti. Più in generale, per i paesi che li adottano si ritiene che il vantaggio di regimi di cambio a parità fissa consista nel contributo derivante in termini di stabilità economica. Nei casi descritti, quest'ultima è connessa non tanto con il tasso di cambio fisso, quanto con gli ingenti trasferimenti fiscali effettuati dal paese garante, necessari per finanziare il disavanzo corrente nel paese beneficiario. Inoltre, la stabilità del cambio favorisce in genere l'integrazione economica e finanziaria con il paese o l'area valutaria di riferimento.

L'introduzione dell'euro in paesi terzi e territori e l'istituzione di regimi di ancoraggio garantito possono anche comportare una serie di potenziali vantaggi per l'area dell'euro. L'adozione dell'euro oltre i confini della Comunità accrescerà i redditi da signoraggio. Nei casi in esame, è tuttavia ipotizzabile che tale beneficio risulti molto esiguo, date le modeste dimensioni delle economie e il fatto che il Principato di Monaco, la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano hanno titolo a determinati volumi di emissione delle proprie monete in euro, come di seguito illustrato. Inoltre, gli accordi con i paesi terzi potrebbero essere utilizzati anche per assicurare la loro collaborazione in ambiti di interesse per l'area dell'euro, quali la lotta alla contraffazione, al riciclaggio di denaro e all'evasione fiscale, nonché la regolamentazione e la vigilanza bancaria. Infine, l'introduzione dell'euro in paesi terzi e territori può aiutare la Comunità a confermare e ulteriormente rafforzare i legami storici, economici e finanziari esistenti con questi ultimi.

Pur motivata da potenziali benefici, va rilevato che l'instaurazione di regimi monetari e di cam-

5) Il termine "moneta nazionale precedente" si riferisce alle valute degli Stati membri dell'UE che sono state sostituite dall'euro.

bio non è esente da costi e da rischi. Ad esempio, per i paesi terzi l'obbligo di assicurare l'applicabilità della legislazione comunitaria pertinente costituisce certamente un onere. Inoltre, la rinuncia alla possibilità di adeguare il proprio tasso di cambio può essere percepita come un costo per tali paesi ⁶⁾.

3 QUADRO GIURIDICO

Come illustrato in precedenza, risulta definito in modo piuttosto netto l'ambito di applicazione dei paragrafi 1 e 2 dell'articolo 111 del Trattato, concernenti i sistemi di tassi di cambio e gli orientamenti generali per la politica del cambio dell'area dell'euro. Lo stesso non può dirsi, tuttavia, per il paragrafo 3, soprattutto per quanto riguarda la conclusione di accordi monetari. Di conseguenza, si tratta essenzialmente di vedere se il Trattato contenga un fondamento giuridico per la definizione di tali accordi. Di fatto, se da un lato prevede la moneta unica come valuta della Comunità europea (ossia entro i suoi confini), dall'altro non menziona la sua introduzione al di fuori di essa. Nel frattempo, tuttavia, è emerso un consenso riguardo all'espressione "accordi in materia di regime monetario", utilizzata all'articolo 111, paragrafo 3, che deve essere intesa anche con riferimento all'adozione dell'euro in paesi extracomunitari. Questa interpretazione ha fatto sì che l'articolo 111, paragrafo 3, sia divenuto la base giuridica generalmente accettata a tal fine. Ad oggi è stato invocato soltanto per gli accordi monetari sottoscritti con paesi che utilizzavano una precedente moneta nazionale prima della sostituzione con l'euro.

Nondimeno, riflettendo l'iniziale incertezza riguardo al fondamento giuridico appropriato, l'euro è stato introdotto nei territori francesi d'oltremare di Mayotte e di Saint-Pierre-et-Miquelon il 1° gennaio 1999 (nello stesso momento in cui è divenuto la valuta della Comunità) ai sensi dell'articolo 123, paragrafo 4, che consente al Consiglio dell'UE di adottare misure "per la rapida introduzione dell'euro" ⁷⁾.

L'ambito di applicazione degli accordi monetari stipulati con paesi terzi e territori può spingersi

molto al di là del semplice uso dell'euro come valuta ufficiale, estendendosi a una serie di aspetti connessi, quali la lotta alla contraffazione e questioni di competenza dell'Eurosistema (ad esempio operazioni di politica monetaria, sistemi di pagamento e banconote).

Per quanto concerne i regimi di cambio istituiti sulla base dell'articolo 111, paragrafo 3, la loro portata, come spiegato in precedenza, è definibile per esclusione: si applicano a tutte le fattispecie non disciplinate dai paragrafi 1 e 2 del medesimo articolo. Finora i casi più pertinenti hanno riguardato l'ancoraggio di valute terze all'euro.

Per la conclusione di accordi monetari e di cambio, l'articolo 111, paragrafo 3, del Trattato stabilisce una procedura a cui partecipano il Consiglio dell'UE, la Commissione europea e la BCE. In concreto, essa può essere suddivisa in tre fasi: in quella iniziale il Consiglio, sulla base di una raccomandazione della Commissione e previa consultazione della BCE, definisce il mandato per la negoziazione e la conclusione degli accordi; nella seconda vengono condotti i negoziati, fino alla redazione di un progetto di accordo che copre tutti gli aspetti inclusi nel mandato; in questa fase, oltre alla Commissione, che per legge deve essere associata a pieno titolo ai negoziati, interviene anche la BCE. Infine, il Consiglio stipula l'accordo (a tal fine può conferire a un Stato membro l'incarico di agire in sua vece).

Deviando dalla procedura per la conclusione di accordi monetari e di cambio bilaterali, l'articolo 111, paragrafo 3, del Trattato consente anche l'adozione di decisioni unilaterali da parte del Consiglio in materia di relazioni monetarie e di cambio dell'area dell'euro nei confronti di paesi

6) Un quadro d'insieme dei costi e dei rischi potenziali connessi con l'applicazione di regimi monetari e di cambio è descritto negli articoli *Regimi di cambio per i paesi emergenti e Il ruolo internazionale dell'euro: principali andamenti dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria*, pubblicati rispettivamente nei numeri di febbraio e novembre 2003 di questo Bollettino.

7) Decisione del Consiglio, del 31 dicembre 1998, relativa al regime monetario nelle collettività territoriali francesi di Saint-Pierre-et-Miquelon e Mayotte (1999/95/CE); GU L 30 del 4.2.1999, pag. 29.

terzi. Prima di prendere tale decisione il Consiglio consulta anche la BCE.

4 REGIMI MONETARI E DI CAMBIO VIGENTI

Sono di seguito illustrati i regimi monetari e di cambio attualmente applicati dalla Comunità europea. La prima sezione riguarda gli accordi conclusi con il Principato di Monaco, la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano, in quanto paesi europei indipendenti, per la sostituzione della precedente moneta nazionale con l'euro; in questo contesto si fa inoltre riferimento ai negoziati in corso con Andorra. La seconda sezione descrive i regimi istituiti per l'introduzione dell'euro nei territori francesi di Mayotte e di Saint-Pierre-et-Miquelon, che fanno parte della Francia ma non della Comunità europea; vengono inoltre forniti alcuni chiarimenti in merito all'uso dell'euro nei dipartimenti francesi d'oltremare, che formano parte integrante dell'area dell'euro. La terza sezione verte sui regimi di cambio a parità fissa fra l'euro e rispettivamente l'escudo capoverdiano, il franco CFA e il franco delle Comore, mentre la quarta tratta separatamente quello con il franco CFP, utilizzato nella Polinesia Francese, nella Nuova Caledonia e dipendenze e nelle Isole Wallis e Futuna, data la specificità del suo fondamento giuridico⁸⁾. Infine, la quinta sezione presenta in sintesi i potenziali futuri regimi monetari e di cambio, qualora la Danimarca e il Regno Unito aderissero all'area dell'euro. Sarebbero interessati sia la Groenlandia e le Isole Fær Øer, che costituiscono regioni autonome del Regno di Danimarca, sia le Isole del Canale (Jersey e Guernsey), l'Isola di Man, Gibilterra, le Isole Falkland e Sant'Elena e dipendenze, legate al Regno Unito da speciali relazioni.

4.1 ACCORDI MONETARI CON IL PRINCIPATO DI MONACO, LA REPUBBLICA DI SAN MARINO E LO STATO DELLA CITTÀ DEL VATICANO E NEGOZIATI CON ANDORRA

In seguito all'introduzione dell'euro nel 1999, la Comunità europea ha avviato la rinegoziazione dei regimi esistenti con il Principato di Mo-

naco, la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano. Fino alla fine del 2001 il franco francese è stato utilizzato nel Principato di Monaco sulla base di una convenzione monetaria stipulata con la Francia, mentre la lira italiana è stata la valuta ufficiale della Repubblica di San Marino e dello Stato della Città del Vaticano conformemente agli accordi conclusi con l'Italia. Con la Dichiarazione n. 6 allegata al Trattato, la Comunità ha assunto l'impegno a rinegoziare tali accordi in vista dell'adozione dell'euro. A nome della Comunità, la Francia ha condotto i negoziati con il Principato di Monaco, mentre l'Italia ha fatto altrettanto con la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano. Anche la BCE vi ha preso parte con riferimento ad aspetti di sua competenza. Alla fine del 2000 sono stati stipulati accordi con la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano e nel 2001, poco prima dell'immissione in circolazione delle banconote e monete in euro, anche con il Principato di Monaco⁹⁾. Queste convenzioni hanno una serie di caratteristiche comuni.

In primo luogo, i tre accordi consentono ai rispettivi paesi di usare l'euro come valuta ufficiale, obbligandoli a conferire corso legale alle banconote e monete in euro a decorrere dal 1° gennaio 2002. In secondo luogo, tali paesi non hanno la facoltà di emettere banconote, ma soltanto uno specifico ammontare di monete in euro su base annua. Nel caso della Repubblica di San Marino e dello Stato della Città del Vaticano il contingente annuo è definito come valore assoluto, mentre quello assegnato al

8) CFP è l'acronimo di Change Franc Pacifique.

9) Convenzione monetaria tra la Repubblica italiana, per conto della Comunità europea, e la Repubblica di San Marino (2001/C 209/01 del 27.7.2001, firmata il 29.11.2000); Convenzione monetaria tra la Repubblica italiana, per conto della Comunità europea, e lo Stato della Città del Vaticano e per esso la Santa Sede (2001/C 299/01 del 25.10.2001, firmata il 29.12.2000); Decisione del Consiglio, del 7 ottobre 2003, che approva alcune modifiche agli articoli 3 e 7 della convenzione monetaria tra la Repubblica italiana, per conto della Comunità europea, e lo Stato della Città del Vaticano e per esso la Santa Sede e che autorizza la Repubblica italiana a dare esecuzione a tali modifiche (2003/738/CE); Convenzione monetaria tra il governo della Repubblica francese, per conto della Comunità europea, e il governo di Sua Altezza Serenissima il Principe di Monaco (2001/L 142/59 del 31.05.2002, firmata il 24.26.12.2001).

Principato di Monaco corrisponde a una quota del volume di monete coniate in Francia nello stesso anno. I contingenti stabiliti per la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano sono soggetti ad adeguamenti periodici sulla base di un indice dei prezzi al consumo dell'Italia, laddove la convenzione con il Principato di Monaco non prevede questo tipo di intervento. La tavola 1 presenta l'ammontare di monete in euro che i tre paesi possono attualmente emettere su base annua. Le differenze metodologiche nel calcolo degli importi per la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano, da una parte, e il Principato di Monaco, dall'altra, hanno origini storiche: anche i precedenti accordi bilaterali fra i primi due paesi e l'Italia definivano i contingenti mediante un valore assoluto, mentre quello fra la Francia e il Principato di Monaco applicava un rapporto fra volumi di emissione.

Le monete in euro emesse dai tre paesi devono essere identiche a quelle degli Stati aderenti all'area dell'euro in termini di valore nominale, corso legale, specifiche tecniche, caratteristiche artistiche della faccia comune e caratteristiche artistiche condivise della faccia nazionale. Sono riportate in figura le facce nazionali delle monete da 1 euro destinate alla circolazione emesse dal Principato di Monaco, dalla Repubblica di San Marino e dallo Stato della Città del Vaticano.

Questi tre paesi hanno titolo a coniare monete destinate alla circolazione, monete da collezione e monete celebrative o commemorative. Le

Facciate nazionali delle monete da un euro emesse da Monaco, San Marino e Città del Vaticano



prime presentano i valori unitari decisi per le monete in euro (1, 2, 5, 10, 20 e 50 centesimi, 1 e 2 euro) e hanno corso legale in tutti i paesi che utilizzano l'euro come propria valuta ufficiale. Le monete da collezione, prodotte in occasione di eventi di rilevanza nazionale, recano valori nominali diversi da quelli vigenti per le monete destinate alla circolazione e hanno corso legale unicamente nel paese di emissione. Infine, al pari degli Stati aderenti all'area dell'euro, questi paesi possono anche emettere monete commemorative o celebrative destinate alla circolazione. Queste monete hanno un valore nominale di 2 euro e sono emesse per commemorare avvenimenti di portata storica. Come qualsiasi altra moneta destinata alla circolazione, hanno corso legale in tutti i paesi che utilizzano l'euro come propria valuta ufficiale. Il valore nominale complessivo delle monete destinate alla circolazione, celebrative o commemorative e da collezione emesse dal Principato di Monaco, dalla Repubblica di San Marino e dallo Stato della Città del Vaticano non può superare i contingenti annui loro assegnati. La Repubblica di San Marino conserva il diritto di emettere, senza effetti sull'ammontare annuo stabilito per l'euro, monete in oro denominate in "scudi"¹⁰⁾, non aventi corso legale al di fuori dei confini nazionali. Lo Stato della Città del Vaticano ha la facoltà di emettere monete da collezione denominate in valuta diversa dall'euro, che non avrebbero però corso legale nella Comunità europea.

Le monete metalliche in euro del Principato di Monaco e quelle della Repubblica di San Ma-

10) La Repubblica di San Marino ha emesso per la prima volta nel 1974 monete in oro con valore espresso in "scudi".

Tavola 1 Ammontare massimo di euro che il Principato di Monaco, la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano sono attualmente autorizzati a emettere

Principato di Monaco	Repubblica di San Marino	Stato della Città del Vaticano
1/500 dell'ammontare di monete coniate nello stesso anno dalla Francia	Euro 1.944.000	Euro 1.000.000 più euro 300.000 per anno quando: - il seggio pontificio è vacante; - è indetto un Giubileo; - si apre un anno Ecumenico

rino e dello Stato della Città del Vaticano sono coniate presso gli istituti incaricati di fabbricare rispettivamente quelle francesi e italiane¹¹⁾. I costi di produzione sono a carico dei tre paesi, ma ogni reddito derivante dall'emissione confluisce nei rispettivi bilanci nazionali.

In terzo luogo, per enfatizzare la responsabilità comune in materia di banconote e monete in euro si è stabilito che questi paesi collaboreranno strettamente con la Comunità nella lotta alla contraffazione della valuta europea, con l'impegno a reprimere e punire tale reato.

Nel caso del Principato di Monaco è stato concordato l'accesso degli enti creditizi locali ai sistemi di pagamento dell'area dell'euro e alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. L'accordo riprende completamente il regime monetario applicato fra la Francia e il Principato fino alla fine del 2001, in base al quale tutti gli enti creditizi ubicati in territorio monegasco, in concreto, venivano trattati al pari di quelli situati in Francia: erano soggetti alla vigilanza delle autorità francesi competenti, avevano accesso alle operazioni di politica monetaria della Banque de France alle medesime condizioni vigenti per le banche francesi e rispondevano agli stessi obblighi di riserva e di segnalazione statistica. Le statistiche monetarie, bancarie e di bilancia dei pagamenti francesi includono anche i dati monegaschi. Inoltre, gli enti creditizi residenti nel Principato partecipano a pieno titolo ai sistemi di pagamento francesi, al pari delle banche francesi. La convenzione monetaria siglata dalla Comunità europea e dal Principato di Monaco alla fine del 2001 prevede il protrarsi di tale situazione nel nuovo contesto dell'UEM. A tal fine, sancisce che gli enti creditizi monegaschi avranno accesso ai sistemi di pagamento e regolamento interbancari e di regolamento delle transazioni in titoli dell'Unione europea alle condizioni vigenti per gli enti creditizi con sede in Francia; inoltre saranno soggetti alle stesse misure previste dalla Banque de France con riferimento a questi ultimi per l'attuazione delle disposizioni della BCE in materia di strumenti e procedure di politica monetaria. Per agevolare il proseguimento di tale regime dopo l'introduzione dell'euro, la

convenzione con il Principato di Monaco enuncia le condizioni di accesso per gli enti creditizi monegaschi ai sistemi di pagamento dell'area dell'euro e alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema: le banche monegasche continueranno a essere sottoposte alla vigilanza delle autorità francesi competenti e il quadro giuridico dell'UE relativo all'UEM, inclusi gli atti giuridici della BCE, avrà parimenti validità nel Principato di Monaco. Estendendo a questo paese l'applicabilità della disciplina dell'UE sugli enti creditizi, la Comunità europea mira a salvaguardare il principio della "parità concorrenziale" nel settore finanziario.

Gli accordi con la Repubblica di San Marino e lo Stato della Città del Vaticano prevedono la possibilità di un futuro accesso degli enti creditizi che operano nei rispettivi territori ai sistemi di pagamento dell'area dell'euro, ma finora ciò non è avvenuto.

Per agevolare l'attuazione della convenzione monetaria fra la Comunità europea e il Principato di Monaco, è stato istituito un comitato congiunto formato da rappresentanti del Principato, della Francia, della Commissione europea e della BCE, che si riunisce di regola con cadenza annuale.

Dagli inizi del 2002 Andorra utilizza l'euro come propria valuta. Tuttavia, diversamente dai tre paesi menzionati, non ha sottoscritto un accordo monetario con la Comunità europea in tal senso. Andorra, che fino alla fine del 2001 usava il franco francese e la peseta spagnola, ha unilateralmente conferito corso legale all'euro a decorrere dal 1° gennaio 2002¹²⁾. Nel 2003 ha avanzato alla Comunità formale richiesta riguardo alla conclusione di un accordo monetario e, l'anno seguente, la Comunità ha deciso che era pronta ad aprire i negoziati. Questi sono stati quindi avviati nel 2004 e proseguono tuttora.

11) In Francia il conio delle monete in euro è affidato all'"Hôtel de la Monnaie de Paris", mentre in Italia questo compito viene svolto dall'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.

12) Andorra ha adottato unilateralmente l'euro con una legge dell'11 ottobre 2000.

4.2 UTILIZZO DELL'EURO A MAYOTTE, A SAINT-PIERRE-ET-MIQUELON E NEI DIPARTIMENTI FRANCESI D'OLTREMARE

Quattro Stati membri dell'UE, ossia Danimarca, Francia, Paesi Bassi e Regno Unito, intrattengono speciali relazioni con paesi e territori d'oltremare (PTOM), che non sono indipendenti bensì fanno parte del rispettivo Stato membro¹³⁾. Inoltre, questi PTOM non fanno parte della Comunità, ma godono di un particolare regime di "associazione", la cui sostanza è precisata nella Parte quarta del Trattato. La finalità generale dell'associazione consiste nel "promuovere lo sviluppo economico e sociale dei paesi e territori e l'instaurazione di strette relazioni economiche tra essi e la Comunità nel suo insieme". L'Allegato 1 contiene un quadro completo dei regimi monetari e di cambio applicabili ai ventuno PTOM associati alla Comunità.

Dei ventuno PTOM ufficialmente associati alla Comunità, sette fanno parte di paesi dell'area dell'euro: cinque della Francia (Polinesia Francese, Mayotte, Nuova Caledonia e dipendenze, Saint-Pierre-et-Miquelon, Isole Wallis e Futuna) e due al Regno dei Paesi Bassi (Aruba e Antille Olandesi)¹⁴⁾.

Nel 1998 cinque di questi PTOM avevano la propria moneta, mentre il franco francese era la valuta ufficiale di Mayotte e di Saint-Pierre-et-Miquelon. Poiché questi due ultimi territori non facevano parte della Comunità europea, senza uno specifico provvedimento l'euro non avrebbe automaticamente sostituito il franco il 1° gennaio 1999. Il 31 dicembre 1998 il Consiglio dell'UE decise esplicitamente che l'euro sarebbe subentrato al franco come valuta ufficiale di Mayotte e di Saint-Pierre-et-Miquelon a decorrere dal 1° gennaio 1999 e che la Francia avrebbe conferito corso legale alle banconote e monete in euro in questi territori dal 1° gennaio 2002. A differenza del Principato di Monaco, della Repubblica di San Marino e dello Stato della Città del Vaticano, Mayotte e Saint-Pierre-

et-Miquelon non hanno la facoltà di emettere le proprie monete in euro.

Nella sua decisione, il Consiglio ha anche affrontato due aspetti attinenti. Fino alla fine del 1998 le banche che operavano a Saint-Pierre-et-Miquelon avevano accesso alle operazioni di rifinanziamento offerte dall'Institut d'Emission des Départements d'Outre-Mer (IEDOM), una pubblica istituzione francese dotata di personalità giuridica e autonomia finanziaria. Le autorità francesi avevano previsto che l'IEDOM avrebbe continuato a svolgere la stessa funzione dal 1° gennaio 1999, sia a Mayotte sia a Saint-Pierre-et-Miquelon, per assicurare l'accesso delle banche di questi territori alle operazioni di rifinanziamento. Inoltre, l'IEDOM sarebbe stato incaricato di immettere in circolazione le banconote e monete in euro entro i confini dei due PTOM. Tuttavia, poiché l'IEDOM non aveva lo status di una banca centrale nazionale dell'area dell'euro, soprattutto in termini di indipendenza, fu giudicato incompatibile con il Trattato e lo Statuto del SEBC e della BCE consentirgli di svolgere i due compiti menzionati dell'Euro sistema nei territori francesi in questione. Nella sua decisione del 31 dicembre 1998 il Consiglio ha, pertanto, rilevato che la Francia avrebbe riformato lo status e il ruolo dell'IEDOM al fine di assicurarne la compatibilità con il Trattato. L'obiettivo è stato quindi conseguito trasformando l'IEDOM in un'agenzia della Banque de France.

Inoltre, la necessità di garantire condizioni di parità concorrenziale nel settore finanziario, ha posto il problema di come assicurare che tutti gli atti giuridici dell'UE concernenti l'UEM si applicassero anche a Mayotte e a Saint-Pierre-et-Miquelon, data la non appartenenza di questi ultimi alla Comunità europea. La decisione del Consiglio risolve il problema obbligando la Francia a far in modo che tutte le parti rilevanti della legislazione comunitaria trovino applicazione nei due territori.

13) Pur non essendo indipendenti, la maggior parte dei PTOM gode di un certo grado di autonomia.

14) Il Regno dei Paesi Bassi è formato da Aruba, dalle Antille Olandesi e dai Paesi Bassi.

Le relazioni specifiche instaurate con i territori francesi di Mayotte e di Saint-Pierre-et-Miquelon non vanno confuse con lo status di dipartimenti francesi proprio della Guyana Francese, della Guadalupa, della Martinica e della Riunione, che formano parte integrante sia della Francia sia della Comunità europea e hanno quindi introdotto l'euro nello stesso momento e alle medesime condizioni della Francia continentale.

4.3 REGIMI DI CAMBIO A PARITÀ FISSA DELL'ESCUDO CAPOVERDIANO, DEL FRANCO CFA E DEL FRANCO DELLE COMORE NEI CONFRONTI DELL'EURO

Con l'avvio dell'UEM, la competenza per le politiche non solo monetaria ma anche del cambio è stata trasferita alla Comunità europea. Di conseguenza, gli Stati membri dell'UE aderenti all'area dell'euro non possono più concludere accordi di cambio con paesi terzi e, inoltre, il mantenimento degli accordi siglati prima del 1999 è soggetto all'approvazione della Comunità.

Nel 1998 la Francia e il Portogallo hanno chiesto che i loro accordi di cambio vigenti fossero mantenuti. Nel caso della Francia si trattava di tre accordi: il primo stipulato con l'Unione economica e monetaria dell'Africa occidentale (comprendente Benin, Burkina Faso, Guinea-Bissau, Costa d'Avorio, Mali, Niger, Senegal e Togo); il secondo sottoscritto con la Comunità economica e monetaria dell'Africa centrale (composta da Camerun, Repubblica Centrafricana, Ciad, Congo, Guinea Equatoriale e Gabon). Le valute di queste due unioni monetarie hanno lo stesso nome: il franco CFA. Il terzo accordo francese riguarda le Isole Comore. Gli accordi erano finalizzati ad assicurare la convertibilità del franco CFA e del franco delle Comore con quello francese a una parità fissa. Quanto al Portogallo, era stato siglato un accordo con Capo Verde per consentire la convertibilità dell'escudo capoverdiano nei confronti dell'escudo portoghese a una parità fissa. Per garantire la parità del franco CFA e di quello delle Comore nei confronti di quello francese e dell'escudo capoverdiano nei confronti di quello portoghese, Francia e Portogallo avevano concesso linee di finanziamento limitate; le contro-

parti degli accordi di cambio potevano attingervi per sopperire a un'eventuale mancanza di valuta estera, necessaria per cambiare la moneta nazionale in quella di riferimento.

La richiesta di prorogare gli accordi di cambio e di sostituire al franco francese e all'escudo portoghese l'euro quale moneta ancora è stata approvata dal Consiglio dell'UE. Pertanto, il franco CFA, il franco delle Comore e l'escudo capoverdiano sono agganciati all'euro dal 1° gennaio 1999¹⁵⁾. Tuttavia, nelle decisioni del 23 novembre 1998 (riguardante il franco CFA e quello delle Comore) e del 21 dicembre 1998 (concernente l'escudo capoverdiano) il Consiglio ha precisato che, malgrado il consenso dato all'ancoraggio di queste tre valute all'euro, né la Comunità, né la BCE, né eventuali partecipanti all'Eurosistema avrebbero assunto il ruolo di parte ai sensi degli accordi. In particolare, le decisioni escludono qualsiasi obbligo finanziario o di altra natura a carico dell'Unione europea e dell'Eurosistema in virtù dei regimi di cambio istituiti e, soprattutto, qualsiasi intervento della BCE o dell'Eurosistema. Tutti gli obblighi derivanti dagli accordi bilaterali stipulati ricadono sulla Francia e sul Portogallo, compresi i connessi oneri di bilancio. A questo proposito entrambi i paesi hanno assicurato che le potenziali implicazioni finanziarie delle garanzie assunte non sarebbero state significative.

La Francia e il Portogallo devono far fronte a questi impegni e tuttavia continuano a dipendere dalla Comunità per eventuali emendamenti da apportare agli accordi di cambio. Pertanto, se le parti intendono modificare la natura o la portata degli accordi vigenti, devono innanzitutto sottoporre le rispettive proposte alla Commissione, alla BCE e al Comitato economico e finanziario per avviare la procedura stabilita all'articolo 111, paragrafo 3, del Trattato (cfr. la sezione sul quadro giuridico). Inoltre, se le parti concordassero di modificare la parità tra l'euro e una o più valute terze interessate, dovrebbero informarne il Comitato economico e finanziario.

15) I tassi di cambio fissi sono rispettivamente: 1 = XAF 655,957, 1 = KMF 491,96775 e 1 = CVE 110,265.

4.4 REGIME DI CAMBIO A PARITÀ FISSA DEL FRANCO CFP NEI CONFRONTI DELL'EURO

Oltre ai regimi descritti nella sezione precedente è stato istituito un sistema di ancoraggio all'euro del franco CFP, utilizzato nella Polinesia Francese, nella Nuova Caledonia e dipendenze e nelle Isole Wallis e Futuna. Questi territori, che appartengono alla Francia ma non fanno parte della Comunità ¹⁶⁾, avevano in precedenza aganciato la loro valuta al franco francese.

Diversamente dai casi già illustrati, non è stata necessaria alcuna specifica decisione del Consiglio per far subentrare al franco francese l'euro ¹⁷⁾ quale valuta di riferimento, il 1° gennaio 1999. Infatti, la questione era già stata affrontata nel Protocollo sulla Francia allegato al Trattato, il quale sancisce che questo paese "manterrà il privilegio dell'emissione monetaria nei suoi territori d'oltremare alle condizioni fissate dalla sua legislazione nazionale e avrà il diritto esclusivo di fissare la parità del franco CFP". Ne consegue inoltre che qualora la Francia intenda modificare la parità del franco CFP con l'euro, può liberamente agire in tal senso senza l'obbligo di coinvolgere alcuna istituzione comunitaria.

Il compito di emettere le banconote e le monete denominate in franchi CFP è stato assegnato all'Institution d'Emission d'Outre-Mer (IEOM) che al pari dell'IEDOM, come spiegato in precedenza, costituisce una istituzione pubblica della Repubblica Francese avente personalità giuridica e autonomia finanziaria. Pur non essendovi legami finanziari fra l'IEOM e la Banque de France o qualsiasi altro partecipante all'Eurosistema, il governatore della Banque de France interviene nella gestione dell'IEOM in veste di presidente del comitato di vigilanza dell'istituzione.

4.5 POSSIBILI REGIMI MONETARI E DI CAMBIO FUTURI

Tutti i regimi monetari e di cambio finora instaurati dalla Comunità derivano da assetti bilaterali dello stesso tipo preesistenti, ai quali partecipavano alcuni Stati membri dell'UE prima

di aderire all'area dell'euro. Per quanto riguarda gli Stati membri che ancora non hanno adottato l'euro, soltanto la Danimarca e il Regno Unito applicano ancora regimi speciali di natura comparabile. Conseguentemente, l'eventuale ingresso di questi due paesi nell'area potrebbe comportare la necessità di istituire regimi analoghi. Per chiarire le possibili implicazioni future di un tale sviluppo, viene di seguito presentata una sintesi delle relazioni attualmente vigenti. Queste ultime interessano la Groenlandia e le Isole Fær Øer, nel caso della Danimarca, e le Isole del Canale, l'Isola di Man, le Isole Falkland, Sant'Elena e dipendenze e Gibilterra, nel caso del Regno Unito.

La Groenlandia e le Fær Øer sono regioni autonome nell'ambito del Regno di Danimarca. Al tempo stesso, non fanno parte della Comunità europea, ma la Groenlandia è ricompresa fra i paesi e territori d'oltremare ad essa associati.

Nel territorio delle Fær Øer hanno corso legale sia le banconote denominate in corone faroesi, sia la valuta danese ¹⁸⁾. Le prime presentano tagli e dimensioni identici ai biglietti in corone danesi e il rapporto di cambio è di 1 a 1. Le sole monete metalliche in circolazione, per contro, sono quelle danesi, in quanto non se ne producono nella valuta locale. L'autorità competente per l'emissione delle banconote nelle Fær Øer è il Primo ministro danese, che agisce di concerto con il governo locale; le banconote in corone faroesi sono stampate dalla Danmarks Nationalbank. Le banche faroesi hanno accesso alle operazioni di politica monetaria della Danmarks Nationalbank al pari di quelle danesi e sono, inoltre, sottoposte all'autorità danese di vigilanza finanziaria.

Le relazioni monetarie fra Danimarca e Groenlandia sono ancora più strette, poiché quest'ultima costituisce parte integrante dell'area va-

16) Questi territori appartengono al gruppo dei PTOM, che, come spiegato nei paragrafi precedenti, godono di uno speciale regime di "associazione" con la Comunità europea.

17) Il tasso di cambio fisso è $1 = \text{XPF } 119,332$.

18) A differenza della Groenlandia, le Isole Fær Øer non fanno parte dei ventuno PTOM associati alla Comunità.

lutaria danese. L'unica moneta ad avere corso legale in Groenlandia è la corona danese. Sotto i rimanenti aspetti, la situazione è paragonabile a quella delle Fær Øer.

Se la Danimarca dovesse adottare l'euro, tale cambiamento lascerà "impregiudicato il diritto della Banca nazionale di Danimarca di svolgere le sue attuali attività nei territori del Regno di Danimarca che non fanno parte della Comuni-

tà", come sancisce il protocollo relativo a questo paese allegato al Trattato.

Il Regno Unito intrattiene, in Europa, relazioni monetarie speciali con le Isole del Canale (Jersey e Guernsey), l'Isola di Man e Gibilterra. Al di fuori del continente sono, invece, interessate le Isole Falkland e Sant'Elena e dipendenze. Le Isole Del Canale hanno uno specifico regime costituzionale: in quanto dipendenze della Co-

Allegato I: Regimi monetari e di cambio vigenti nei paesi e territori d'oltremare (PTOM) associati alla Comunità europea

PTOM (Sato membro associato)	Valuta	Regime monetario e di cambio
1. PTOM dove è stato introdotto l'euro		
Mayotte (FR) Saint-Pierre-et-Miquelon (FR)	Euro	Si applicano il regime monetario e le politiche dell'Eurosistema
2. PTOM con valute ancorate all'euro		
Polinesia Francese (FR) Nuova Caledonia (FR) Isole di Wallis e Futuna (FR)	Franco CFP (Change Franc Pacifique)	La parità con l'euro è garantita dal Tesoro francese (FCFP 1000 = EURO 8.38)
3. PTOM che sono parte di unioni monetarie con Paesi membri non partecipanti all'UME		
Groenlandia (DK)	Corona danese	La Groenlandia è parte dell'area monetaria danese
4. PTOM con un currency board ancorato a una valuta di Paesi membri non partecipanti all'UME		
Isole Falkland (UK)	Sterlina delle Falkland (FKP) e Sterlina Inglese	Currency board con la Sterlina inglese (FKP e SHP: GBP = 1:1)
Isole Georgia del sud e Sandwich australi (UK)	Sterlina delle Falkland (FKP) e Sterlina Inglese	
Sant'Elena e dipendenze (UK)	Sterlina di Sant'Elena (SHP) e Sterlina inglese	
5. PTOM che hanno ancorato la loro valuta al dollaro USA		
Aruba (NL)	Fiorino di Aruba	Ancoraggio unilaterale al dollaro USA
Antille Olandesi (NL)	Fiorino delle Antille	Ancoraggio unilaterale al dollaro USA
Bermuda (UK)	Dollaro di Bermuda	Ancoraggio unilaterale al dollaro USA
Isole Cayman (UK)	Dollaro delle Isole Cayman	Currency board con ancoraggio al dollaro USA
6. PTOM che fanno parte di unioni monetarie con paesi terzi		
Anguilla (UK) Montserrat (UK)	Dollaro dei Caraibi orientali	Parte dell'Unione valutaria dei Caraibi orientali, che prevede un currency board con il dollaro USA ¹⁾
7. PTOM che hanno adottato unilateralmente una valuta non Europea		
Isole Pitcairn (UK)	Dollaro neozelandese	Dollarizzazione unilaterale (Nuova Zelanda)
Isole Turks e Caicos (UK)	Dollaro USA	Dollarizzazione unilaterale
Isole Vergini Britanniche (UK)		
8. PTOM senza una valuta		
Territori Australi e Antartici Francesi (FR) ²⁾ Territorio Antartico Britannico (UK) Territorio Britannico dell'Oceano Indiano (UK)	Senza valuta	-

1) I seguenti paesi sono membri dell'Unione valutaria dei Caraibi orientali: Anguilla, Antigua e Barbuda, Dominica, Grenada, Montserrat, St. Kitts e Nevis, St. Lucia e St. Vincent & the Grenadines.

2) Il Trattato Antartico, firmato l'1 dicembre 1959 ed entrato in vigore il 23 giugno 1961, fissa il quadro legale per l'amministrazione dell'Antartica. A fine 2003, 45 nazioni erano parti del trattato: 28 consultive e 17 non-consultive. I membri consultivi includono sette nazioni che rivendicano parti dell'Antartica come territori nazionali. Tali nazioni sono: Argentina, Australia, Cile, Francia, Nuova Zelanda, Norvegia e Gran Bretagna (fonte: CIA, The World Factbook). Queste rivendicazioni non sono riconosciute dal Trattato.

rona britannica, non sono territori indipendenti, bensì possedimenti, e non fanno parte né del Regno Unito né dell'Unione europea. Ciascuna delle dipendenze della Corona ha autorità di emettere moneta e agisce in tal senso (le valute sono la sterlina di Jersey, la sterlina di Guernsey e la sterlina di Man). Sia le valute locali sia la sterlina britannica hanno corso legale nelle rispettive isole, dove mantengono un regime di parità.

Gibilterra ha uno statuto speciale; è un territorio d'oltremare del Regno Unito e, al tempo stesso, fa parte dell'Unione europea¹⁹⁾. Tuttavia, alcune disposizioni comunitarie non si applicano a Gibilterra. Sia la sterlina britannica sia la sterlina di Gibilterra, emessa dalle autorità locali, hanno corso legale sul territorio. Il cambio è alla pari.

Le Isole Falkland e Sant'Elena e dipendenze sono territori britannici d'oltremare e godono del regime di associazione alla Comunità europea in quanto PTOM. Esse emettono la propria valuta (sterlina delle Falkland e sterlina di Sant'Elena) che ha corso legale nei rispettivi territori insieme alla sterlina britannica, con la quale vige un tasso di conversione di 1 a 1. La sterlina delle Falkland e la sterlina britannica hanno,

inoltre, corso legale nelle isole Georgia del Sud e Sandwich Australi.

5 OSSERVAZIONI FINALI

L'instaurazione di relazioni monetarie e di cambio non costituisce un obiettivo specifico della Comunità, ma risulta piuttosto da circostanze ed esigenze contingenti, come spiegato in questo articolo. La finalità principale di tali regimi è stata di assicurare la continuità rispetto a quelli esistenti, per non interrompere, per effetto dell'introduzione dell'euro, le relazioni precedenti. I regimi istituiti, finora in numero limitato, hanno funzionato ordinatamente e non hanno intralciato il perseguimento delle politiche economiche dell'Unione europea e, in particolare, la conduzione delle politiche monetarie e del cambio della BCE. Al tempo stesso, i regimi di cambio hanno aiutato i paesi e i territori interessati a potenziare, sulla base di tassi di cambio stabili, i legami economici con la Comunità, soprattutto per quanto riguarda gli scambi commerciali. Ciò vale tanto più per quei paesi e territori con cui la Comunità ha instaurato un accordo monetario.

19) Gibilterra non fa parte dei ventuno PTOM associati alla Comunità.

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

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
2004	10,0	6,3	5,9	-	6,1	10,0	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,5	2,18	3,44
2005 2° trim.	9,8	7,5	7,1	-	7,6	13,1	2,12	3,41
3° trim.	11,2	8,4	8,0	-	8,4	13,2	2,13	3,26
4° trim.	10,9	8,5	7,8	-	8,9	14,6	2,34	3,42
2006 1° trim.	.	.	.	-	.	.	2,61	3,56
2005 ott.	11,1	8,6	7,9	8,0	8,9	14,8	2,20	3,32
nov.	10,5	8,2	7,6	7,6	9,0	14,1	2,36	3,53
dic.	11,3	8,4	7,3	7,5	9,1	15,7	2,47	3,41
2006 gen.	10,2	8,4	7,6	7,6	9,6	15,8	2,51	3,39
feb.	9,9	8,6	8,0	.	10,3	.	2,60	3,55
mar.	.	.	.	.	.	.	2,72	3,73

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
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	1,9	81,6	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,6	1,3	1,2	81,2	.	8,6
2005 2° trim.	2,0	3,9	2,5	1,2	0,7	81,0	0,8	8,7
3° trim.	2,3	4,2	2,3	1,6	1,5	81,0	0,8	8,5
4° trim.	2,3	4,4	2,4	1,7	2,0	81,4	.	8,4
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 ott.	2,5	4,2	-	-	0,3	81,1	-	8,3
nov.	2,3	4,2	-	-	3,0	-	-	8,4
dic.	2,2	4,7	-	-	2,8	-	-	8,3
2006 gen.	2,4	5,2	-	-	2,6	81,7	-	8,3
feb.	2,3	5,4	-	-	.	-	-	8,2
mar.	2,2	.	-	-	.	-	-	.

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)	
							7		8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-15,8	58,5	-153,8	144,7	320,2	103,0	105,2	1,2441
2005 2° trim.	-9,7	18,4	-11,6	103,3	302,3	103,4	105,6	1,2594
3° trim.	-0,9	16,3	-97,6	92,6	310,9	101,9	104,1	1,2199
4° trim.	-9,9	8,3	-24,6	-55,0	320,2	100,9	103,2	1,1884
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	101,2	103,5	1,2023
2005 ott.	-6,8	3,2	-6,4	-6,6	310,5	101,4	103,5	1,2015
nov.	-6,4	2,5	-12,9	-34,7	322,7	100,7	103,0	1,1786
dic.	3,2	2,5	-5,3	-13,8	320,2	100,7	103,1	1,1856
2006 gen.	-10,3	-6,8	5,1	-38,2	332,0	101,4	103,6	1,2103
feb.	.	.	.	.	332,1	100,7	103,0	1,1938
mar.	.	.	.	.	.	101,5	103,9	1,2020

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

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema (milioni di euro)

1. Attività

	10 marzo 2006	17 marzo 2006	24 marzo 2006	31 marzo 2006
Oro e crediti in oro	163.289	163.182	163.088	180.785
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	151.609	150.140	151.044	144.696
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	25.329	25.827	26.880	25.763
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	11.166	11.942	11.784	11.389
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	408.027	400.566	408.028	404.053
Operazioni di rifinanziamento principali	298.000	290.501	298.001	284.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	110.018	110.018	110.018	120.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	9	47	0	53
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	9	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	4.335	5.113	5.120	5.914
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	94.592	93.830	95.315	94.845
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.587	40.587	40.587	40.570
Altre attività	153.322	152.811	154.281	159.462
Attività totali	1.052.256	1.043.998	1.056.127	1.067.477

2. Passività

	10 marzo 2006	17 marzo 2006	24 marzo 2006	31 marzo 2006
Banconote in circolazione	555.480	554.745	553.259	557.150
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	159.729	160.253	159.926	156.118
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	159.696	160.241	159.915	155.762
Depositi overnight	32	12	11	355
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	0	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	158	158	158	136
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	59.950	52.036	66.134	63.071
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	13.231	13.665	13.835	14.709
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	257	157	147	148
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.306	9.578	11.827	9.178
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.920	5.920	5.920	5.825
Altre passività	66.133	66.307	63.739	66.706
Rivalutazioni	119.113	119.113	119.113	132.437
Capitale e riserve	61.979	62.066	62.069	61.999
Passività totali	1.052.256	1.043.998	1.056.127	1.067.477

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2005 6 dic.	354.476	300	333.500	2,25	2,29	2,31	8
14	378.799	345	308.500	2,25	2,29	2,30	7
21	391.591	393	314.000	2,25	2,30	2,31	8
29	315.797	386	315.000	2,25	2,25	2,42	6
2006 4 gen.	359.312	353	316.000	2,25	2,30	2,31	7
11	378.353	368	309.000	2,25	2,30	2,31	7
18	400.188	409	324.000	2,25	2,30	2,31	7
25	392.854	408	316.000	2,25	2,30	2,31	7
1 feb.	387.275	389	290.000	2,25	2,30	2,31	7
8	421.394	384	293.500	2,25	2,31	2,31	7
15	414.904	394	295.000	2,25	2,31	2,31	7
22	402.410	393	308.000	2,25	2,31	2,32	6
28	370.255	346	301.500	2,25	2,32	2,34	8
8 mar.	379.105	393	298.000	2,50	2,56	2,57	7
15	366.649	411	290.500	2,50	2,56	2,57	7
22	395.001	419	298.000	2,50	2,56	2,57	7
29	362.447	391	284.000	2,50	2,57	2,58	7
5 apr.	380.014	397	280.000	2,50	2,57	2,58	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 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
1 dic.	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 ⁵⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁵⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 gen.	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 feb.	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98
30 mar.	56.708	170	40.000	-	2,73	2,75	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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
5 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 gen.	Operazione temporanea	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 feb.	Operazione temporanea	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1

Fonte: BCE.

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

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	
2° trim.	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9	
3° trim.	13.562,1	7.125,7	498,5	1.697,7	1.085,4	3.154,9	
2005 ott.	13.712,6	7.184,5	503,4	1.712,0	1.127,0	3.185,8	
nov.	13.972,9	7.250,1	508,2	1.721,2	1.286,6	3.206,8	
dic.	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	
2006 gen.	14.165,7	7.451,5	517,8	1.766,1	1.215,4	3.215,0	

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
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 17 gen.	153,3	154,1	0,8	0,0	2,29
7 feb.	154,7	155,4	0,7	0,0	2,30
7 mar.	157,7	158,3	0,6	0,0	2,30
11 apr.	158,9	.	.	.	.

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'Euro-sistema 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 1° trim.	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9	
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	
3° trim.	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8	
4° trim.	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9	
2006 17 gen.	317,6	316,4	89,6	0,2	0,2	0,1	0,0	559,2	44,2	-33,5	154,1	713,3	
7 feb.	325,2	310,0	96,2	0,0	0,3	0,1	0,0	548,4	56,6	-28,7	155,4	703,9	
7 mar.	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2	

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	294,1	14,0	173,8
2005 1° trim.	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	301,0	12,5	179,3
2° trim.	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	319,6	13,3	191,3
3° trim.	1.351,1	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	328,9	13,3	200,4
2005 ott.	1.370,1	630,5	21,2	0,6	608,6	184,2	166,4	2,1	15,7	-	14,4	326,9	13,3	200,8
nov.	1.386,9	630,8	21,2	0,6	608,9	184,3	167,7	2,0	14,6	-	14,4	339,0	13,4	204,9
dic.	1.404,8	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,1
2006 gen.	1.445,5	664,4	20,7	0,6	643,1	187,4	167,5	2,2	17,6	-	14,9	349,5	14,8	214,6
feb. ^(p)	1.445,2	657,6	20,7	0,6	636,3	187,1	167,2	2,2	17,8	-	15,1	353,6	14,7	217,2
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	811,3	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.	22.026,3	13.050,2	805,4	7.669,3	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,0	3.182,3	156,5	1.299,1
2° trim.	22.769,9	13.255,2	807,3	7.918,5	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.478,7
3° trim.	23.052,0	13.430,5	814,9	8.068,2	4.547,4	3.373,5	1.360,6	505,8	1.507,2	81,4	1.013,6	3.517,2	164,2	1.471,5
2005 ott.	23.294,3	13.589,9	811,0	8.133,4	4.645,4	3.434,5	1.399,9	522,0	1.512,5	83,7	990,1	3.577,3	165,1	1.453,9
nov.	23.762,4	13.697,7	805,4	8.217,6	4.674,7	3.551,3	1.483,9	543,5	1.523,9	87,1	1.009,4	3.717,0	165,3	1.534,7
dic.	23.601,5	13.682,8	831,2	8.283,1	4.568,5	3.504,7	1.439,7	552,1	1.512,9	84,9	1.006,9	3.643,7	165,6	1.513,0
2006 gen.	23.913,0	13.800,3	826,5	8.383,0	4.590,7	3.547,5	1.459,1	555,8	1.532,6	87,0	1.032,1	3.745,6	164,5	1.536,0
feb. ^(p)	24.135,2	13.882,4	817,4	8.461,6	4.603,4	3.586,8	1.466,4	567,5	1.552,9	84,6	1.048,8	3.787,7	164,7	1.580,1

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
2° trim.	1.353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
3° trim.	1.351,1	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
2005 ott.	1.370,1	554,7	413,6	46,3	17,5	349,7	-	0,6	184,2	27,3	189,8
nov.	1.386,9	558,9	409,6	47,9	17,9	343,8	-	0,6	194,1	28,1	195,7
dic.	1.404,8	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	201,9	27,6	207,2
2006 gen.	1.445,5	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	208,1	30,7	203,4
feb. ^(p)	1.445,2	568,6	429,2	56,5	19,7	353,0	-	0,1	210,8	29,7	206,8
IFM escluso l'Eurosistema											
2003	19.795,4	-	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	-	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.	22.026,3	-	11.653,2	126,3	6.706,2	4.820,7	687,6	3.614,8	1.213,5	3.085,7	1.771,5
2° trim.	22.769,9	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,8	1.258,7	3.228,0	1.976,0
3° trim.	23.052,0	-	11.905,5	135,1	6.986,7	4.783,7	712,9	3.807,0	1.277,3	3.353,7	1.995,6
2005 ott.	23.294,3	-	12.058,9	133,1	7.029,7	4.896,1	712,6	3.843,7	1.276,3	3.419,3	1.983,4
nov.	23.762,4	-	12.130,7	137,2	7.056,3	4.937,2	716,7	3.872,2	1.295,4	3.609,2	2.138,2
dic.	23.601,5	-	12.207,6	150,2	7.201,5	4.855,9	698,9	3.858,7	1.309,2	3.510,1	2.017,1
2006 gen.	23.913,0	-	12.216,6	133,7	7.212,7	4.870,2	695,4	3.889,3	1.341,1	3.608,1	2.162,6
feb. ^(p)	24.135,2	-	12.261,0	143,1	7.234,6	4.883,2	695,5	3.955,8	1.355,8	3.689,1	2.178,1

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005 1° trim.	16.259,8	8.496,9	827,0	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,6	3.483,3	169,0	1.433,8
2° trim.	17.038,8	8.747,6	828,4	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.625,7
3° trim.	17.317,9	8.904,9	836,1	8.068,8	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,1	177,5	1.628,8
2005 ott.	17.452,5	8.966,3	832,3	8.134,0	2.090,4	1.566,3	524,1	702,7	3.904,2	178,4	1.610,5
nov.	17.880,2	9.044,9	826,6	8.218,2	2.197,2	1.651,6	545,6	708,3	4.056,1	178,6	1.695,2
dic.	17.843,4	9.135,6	851,9	8.283,8	2.159,4	1.605,3	554,1	707,1	3.980,7	180,3	1.680,3
2006 gen.	18.116,9	9.230,8	847,2	8.383,7	2.184,6	1.626,6	558,0	719,9	4.095,1	179,3	1.707,2
feb. ^(p)	18.315,1	9.300,3	838,1	8.462,2	2.203,2	1.633,5	569,7	737,4	4.141,2	179,4	1.753,6
Transazioni											
2003	794,4	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,8	-0,2
2004	1.268,0	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	437,6	2,7	201,5
2005 1° trim.	448,3	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,2	16,4	15,4	187,2	-4,1	60,5
2° trim.	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,5	126,4	1,0	132,7
3° trim.	256,6	160,5	7,8	152,7	-14,7	-12,6	-2,1	2,9	107,2	1,0	-0,4
2005 ott.	134,4	61,2	-3,8	65,0	31,5	15,8	15,7	7,9	56,3	0,9	-23,4
nov.	217,6	77,7	-5,7	83,4	62,5	44,0	18,4	1,4	25,4	0,3	50,4
dic.	-49,8	88,7	23,7	65,0	-37,9	-46,2	8,3	-4,5	-81,6	2,1	-16,7
2006 gen.	291,2	86,0	-4,6	90,6	32,6	26,9	5,7	10,6	130,6	-1,3	32,6
feb. ^(p)	158,0	68,3	-9,7	77,9	18,6	6,9	11,7	15,1	10,6	0,1	45,3

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari 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.	16.259,8	471,8	187,4	6.723,8	614,5	2.145,5	1.063,0	3.110,5	1.942,9	0,4
2° trim.	17.038,8	496,6	211,5	6.939,3	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.156,5	-14,2
3° trim.	17.317,9	507,1	182,4	7.002,0	631,5	2.284,1	1.162,1	3.381,1	2.185,4	-17,8
2005 ott.	17.452,5	510,5	179,4	7.047,2	629,0	2.316,0	1.158,7	3.446,6	2.173,3	-8,2
nov.	17.880,2	514,5	185,1	7.074,2	629,7	2.334,3	1.174,0	3.637,3	2.333,9	-2,6
dic.	17.843,4	532,9	174,6	7.216,1	614,0	2.327,8	1.196,5	3.537,7	2.224,3	19,7
2006 gen.	18.116,9	520,9	191,6	7.230,3	608,4	2.339,2	1.222,1	3.638,7	2.365,9	-0,3
feb. ^(p)	18.315,1	524,9	199,6	7.254,3	610,8	2.385,2	1.240,1	3.718,8	2.384,9	-3,5
Transazioni										
2003	794,4	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	36,8	130,8	-31,5	60,3
2004	1.268,0	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,4	37,7
2005 1° trim.	448,3	3,3	25,0	57,3	9,7	65,2	13,2	212,0	106,9	-44,4
2° trim.	533,0	24,8	24,1	175,2	6,7	80,3	24,5	61,4	169,2	-33,2
3° trim.	256,6	10,6	-29,4	66,0	10,0	37,7	19,0	127,9	18,9	-4,2
2005 ott.	134,4	3,4	-3,0	44,9	-6,0	31,2	1,8	62,9	-11,8	11,1
nov.	217,6	4,0	5,7	24,6	-9,3	10,8	4,0	69,0	106,4	2,4
dic.	-49,8	18,4	-10,5	121,0	-16,0	-6,2	17,5	-96,1	-101,0	23,2
2006 gen.	291,2	-11,9	17,0	18,6	8,3	7,7	5,8	131,6	124,4	-10,3
feb. ^(p)	158,0	4,0	8,0	19,9	3,9	36,7	16,6	45,8	26,6	-3,6

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		Attività nette sull'estero ²⁾				
	1	2	3	4	5				6	7		8	9	Prestiti	11
														10	
Consistenze															
2003	2.678,5	2.554,0	5.232,4	909,2	6.141,6	-	4.137,9	2.222,3	8.152,2	7.095,3	237,2				
2004	2.908,7	2.660,5	5.569,2	963,8	6.533,0	-	4.460,8	2.294,0	8.686,6	7.549,3	385,4				
2005 1° trim.	3.008,1	2.680,1	5.688,3	949,6	6.637,9	-	4.575,4	2.331,1	8.833,4	7.677,2	381,8				
2° trim.	3.257,9	2.559,8	5.817,7	981,9	6.799,6	-	4.790,2	2.360,6	9.110,1	7.892,5	468,2				
3° trim.	3.346,1	2.626,1	5.972,2	996,1	6.968,3	-	4.871,3	2.371,1	9.338,3	8.083,5	454,6				
2005 ott.	3.368,1	2.631,4	5.999,5	989,3	6.988,8	-	4.902,2	2.406,6	9.393,3	8.148,6	442,4				
nov.	3.385,0	2.638,2	6.023,1	1.002,2	7.025,4	-	4.944,9	2.473,1	9.478,1	8.214,7	409,3				
dic.	3.421,3	2.650,1	6.071,5	994,9	7.066,3	-	4.992,7	2.482,8	9.543,1	8.277,1	435,5				
2006 gen.	3.446,1	2.672,0	6.118,1	995,4	7.113,5	-	5.037,8	2.480,5	9.648,5	8.372,7	455,9				
feb. (p)	3.466,6	2.694,9	6.161,5	995,1	7.156,6	-	5.095,1	2.473,0	9.770,7	8.470,0	421,9				
Transazioni															
2003	258,4	113,6	372,0	33,1	405,1	-	235,8	132,3	443,9	371,0	98,5				
2004	238,6	110,7	349,3	57,2	406,5	-	342,6	54,2	574,7	506,4	165,9				
2005 1° trim.	96,6	13,4	110,0	-19,0	91,0	-	96,6	32,0	145,5	128,1	-6,5				
2° trim.	85,3	36,1	121,4	32,6	154,0	-	123,3	12,6	227,7	173,1	52,7				
3° trim.	89,1	66,0	155,1	14,8	169,9	-	69,1	14,6	220,2	194,1	-27,8				
2005 ott.	22,5	4,5	27,0	-10,7	16,3	-	35,7	11,0	86,6	64,9	-11,4				
nov.	15,8	6,0	21,8	-1,1	20,7	-	27,6	25,4	76,7	65,4	-37,8				
dic.	27,4	12,2	39,6	-7,3	32,3	-	30,5	8,3	61,0	61,9	16,3				
2006 gen.	26,3	24,0	50,2	8,4	58,6	-	28,6	3,4	95,8	86,3	6,1				
feb. (p)	19,0	21,1	40,1	0,7	40,8	-	46,4	-8,0	119,2	96,6	-35,2				
Variazioni percentuali															
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,9	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	98,5				
2004 dic.	8,9	4,3	6,7	6,3	6,6	6,5	8,3	2,4	7,1	7,2	165,9				
2005 mar.	9,2	4,9	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,6	96,6				
giu.	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,1				
set.	11,1	6,4	8,8	6,0	8,4	8,2	8,7	1,4	9,1	8,8	76,9				
2005 ott.	11,1	5,9	8,6	4,0	7,9	8,0	8,9	1,9	9,4	8,9	51,0				
nov.	10,5	5,9	8,2	3,9	7,6	7,6	8,7	3,3	9,4	9,0	0,4				
dic.	11,3	5,4	8,4	1,0	7,3	7,5	8,5	4,5	9,4	9,1	-14,4				
2006 gen.	10,2	6,4	8,4	3,3	7,6	7,6	8,6	3,4	9,9	9,6	-1,2				
feb. (p)	9,9	7,3	8,6	4,0	8,0	.	8,6	2,3	10,6	10,3	-51,3				

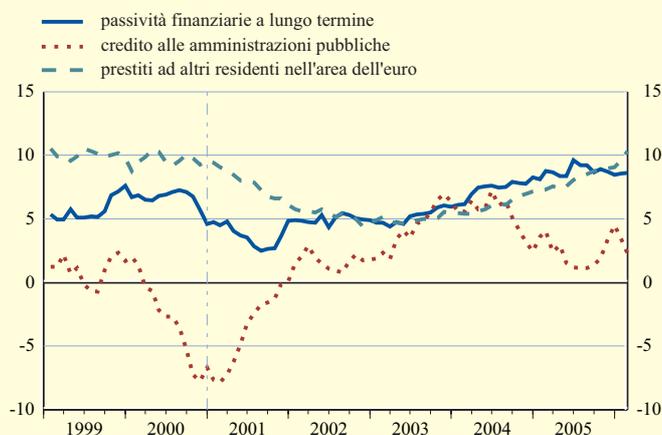
F1 Aggregati monetari

(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

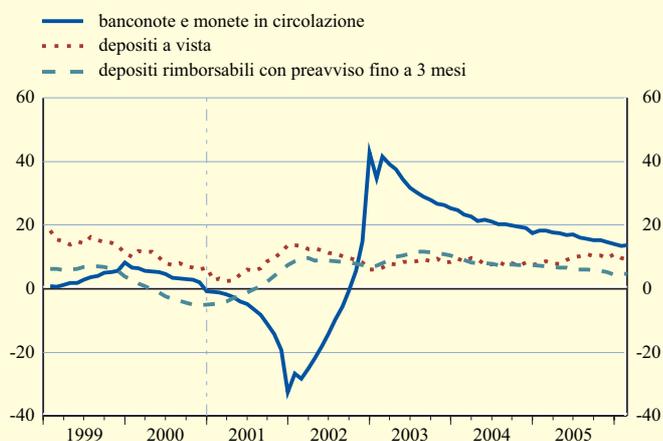
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	388,7	2.289,8	1.030,5	1.523,4	219,5	597,0	92,7	1.791,2	91,1	1.251,5	1.004,0
2004	456,4	2.452,3	1.024,5	1.636,0	241,4	620,1	102,3	1.964,9	90,2	1.359,5	1.046,3
2005 1° trim.	476,7	2.531,5	1.022,0	1.658,1	229,2	614,3	106,0	2.038,9	90,7	1.383,9	1.061,8
2° trim.	493,1	2.764,8	1.040,7	1.519,2	239,4	624,0	118,5	2.120,6	90,9	1.448,9	1.129,8
3° trim.	507,4	2.838,7	1.084,5	1.541,6	242,8	633,4	120,0	2.159,6	88,4	1.466,0	1.157,3
2005 ott.	513,7	2.854,4	1.084,9	1.546,4	238,1	629,8	121,4	2.182,3	87,5	1.475,0	1.157,4
nov.	518,4	2.866,5	1.089,4	1.548,8	238,4	633,8	130,0	2.196,2	87,3	1.484,9	1.176,6
dic.	520,4	2.900,9	1.107,4	1.542,7	234,8	629,0	131,1	2.204,2	87,0	1.506,0	1.195,5
2006 gen.	528,3	2.917,8	1.117,4	1.554,6	239,4	611,6	144,4	2.208,9	88,0	1.518,5	1.222,3
feb. (p)	535,2	2.931,4	1.136,0	1.558,9	226,8	611,8	156,5	2.235,1	87,9	1.531,6	1.240,6
Transazioni											
2003	78,7	179,7	-30,7	144,2	-9,7	57,9	-15,1	149,8	-13,0	62,5	36,5
2004	67,7	170,9	-2,2	112,9	24,1	21,9	11,2	185,8	-0,9	107,2	50,5
2005 1° trim.	20,3	76,4	-8,6	21,9	-12,3	-5,6	-1,1	60,3	0,1	23,5	12,7
2° trim.	16,5	68,8	13,1	23,0	10,1	9,5	13,0	64,0	-0,6	37,0	22,9
3° trim.	14,2	74,9	43,6	22,5	3,3	9,2	2,2	34,8	-2,5	19,8	17,0
2005 ott.	6,4	16,1	-0,3	4,8	-4,7	-7,1	1,0	22,3	-0,7	8,9	5,2
nov.	4,7	11,1	3,7	2,2	0,3	-6,0	4,6	10,5	-0,2	9,4	8,0
dic.	2,0	25,4	18,3	-6,1	-3,7	-5,1	1,5	7,8	-0,3	9,1	13,9
2006 gen.	7,9	18,3	11,9	12,0	4,7	-3,3	6,9	7,4	1,0	13,1	7,0
feb. (p)	6,9	12,1	16,9	4,2	-12,7	1,6	11,8	17,1	-0,1	12,4	16,9
Variazioni percentuali											
2003 dic.	25,2	8,5	-2,9	10,5	-4,3	11,1	-14,9	9,0	-12,5	5,3	3,7
2004 dic.	17,4	7,5	-0,2	7,4	11,1	3,7	12,3	10,3	-1,0	8,6	5,0
2005 mar.	17,7	7,8	1,9	6,8	4,0	1,8	6,4	10,6	0,5	9,1	5,4
giu.	17,1	9,8	3,4	6,1	10,1	2,3	10,4	11,7	1,3	9,4	6,8
set.	15,3	10,3	7,0	5,8	8,6	3,6	14,5	10,3	-2,2	8,8	6,5
2005 ott.	15,2	10,4	6,0	5,7	5,3	1,3	17,5	10,9	-3,7	8,7	6,5
nov.	14,6	9,7	6,6	5,2	6,7	0,6	17,0	10,9	-4,3	8,3	6,3
dic.	14,0	10,8	6,6	4,3	-2,9	-0,8	20,3	10,0	-4,7	7,9	7,4
2006 gen.	13,5	9,7	8,5	4,8	3,6	-1,4	31,1	9,6	-3,8	8,4	8,0
feb. (p)	13,6	9,2	11,1	4,6	2,8	-0,4	30,2	9,0	-4,1	8,7	8,8

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⁾

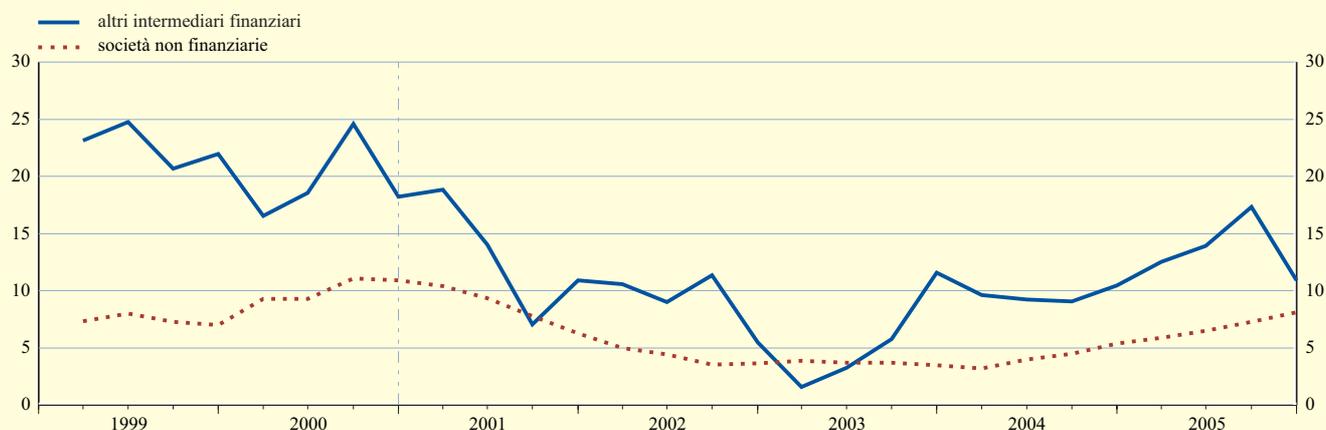
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,8	973,8	547,8	1.631,2
2005 1° trim.	58,2	39,7	560,8	351,1	3.189,9	983,8	555,2	1.650,9
2° trim.	63,8	43,9	581,1	362,9	3.282,3	1.025,1	564,4	1.692,7
3° trim.	65,2	42,8	601,1	370,2	3.322,5	1.011,2	576,4	1.734,8
2005 ott.	68,9	45,6	601,7	369,1	3.342,6	1.018,2	586,4	1.738,0
nov.	75,4	50,7	617,0	377,4	3.374,0	1.027,6	589,7	1.756,7
dic.	64,4	41,5	619,9	369,6	3.406,3	1.036,1	592,8	1.777,5
2006 gen.	76,4	52,9	640,7	391,7	3.443,3	1.044,5	601,1	1.797,7
feb. ^(p)	78,6	52,7	664,8	413,7	3.479,2	1.055,1	611,9	1.812,3
Transazioni								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,7	-6,9	16,1	93,4
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,0	23,7	31,1	108,2
2005 1° trim.	8,6	7,9	10,9	14,9	37,6	7,8	8,1	21,7
2° trim.	5,5	4,2	16,5	9,5	82,4	34,6	9,8	37,9
3° trim.	1,4	-1,0	19,7	7,3	41,7	-13,2	12,0	42,9
2005 ott.	3,7	2,8	-1,9	-2,7	27,2	8,9	10,6	7,7
nov.	6,4	5,1	13,3	7,7	31,9	9,5	3,8	18,6
dic.	-11,0	-9,3	2,0	-7,9	35,9	6,1	6,9	22,9
2006 gen.	12,0	11,5	25,3	25,1	28,2	9,1	8,3	10,8
feb. ^(p)	2,1	-0,3	22,9	21,2	36,0	10,6	11,1	14,3
Variazioni percentuali								
2003 dic.	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,7	3,2	6,4
2004 dic.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 mar.	23,7	21,8	12,5	17,5	5,9	3,9	6,6	6,9
giu.	17,5	9,8	13,9	18,8	6,5	5,6	6,2	7,2
set.	22,7	13,3	17,4	22,1	7,3	5,6	6,6	8,6
2005 ott.	24,0	15,8	15,6	19,1	7,5	5,5	8,2	8,4
nov.	37,3	33,0	12,9	12,7	7,7	4,8	8,5	9,2
dic.	30,0	30,7	10,9	8,6	8,1	5,5	9,4	9,3
2006 gen.	35,9	36,4	15,7	14,6	8,4	5,7	9,1	9,8
feb. ^(p)	32,4	28,7	18,8	18,5	9,5	7,0	11,9	10,2

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

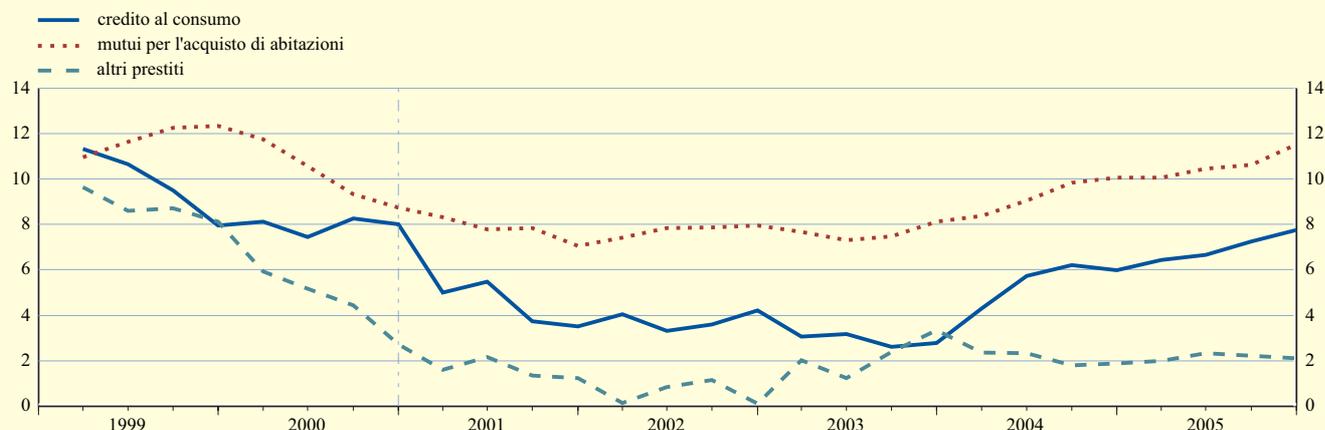
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	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	700,9	144,4	98,7	457,8
2° trim.	3.991,3	537,3	124,4	197,3	215,6	2.737,2	14,8	66,2	2.656,2	716,8	149,9	101,0	465,8
3° trim.	4.079,5	544,7	125,8	199,0	220,0	2.819,8	15,1	67,6	2.737,1	714,9	145,4	101,3	468,2
2005 ott.	4.120,2	548,8	126,9	200,0	221,9	2.851,0	14,9	67,8	2.768,3	720,4	145,3	101,7	473,3
nov.	4.151,2	550,1	126,4	200,7	223,0	2.877,1	15,0	68,3	2.793,9	724,0	147,8	102,4	473,8
dic.	4.192,5	553,7	128,7	201,9	223,2	2.917,5	15,2	68,2	2.834,1	721,3	146,9	99,8	474,5
2006 gen.	4.222,7	554,3	128,3	201,6	224,4	2.949,3	15,1	68,1	2.866,1	719,1	146,0	97,4	475,7
feb. ^(p)	4.238,9	554,9	127,1	202,3	225,5	2.966,4	15,0	68,4	2.883,0	717,6	145,5	98,1	473,9
Transazioni													
2003	211,6	13,1	8,4	6,2	-1,5	177,2	-5,9	1,6	181,4	21,3	-6,1	-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
2° trim.	102,5	15,7	4,0	6,0	5,7	75,7	0,5	0,5	74,6	11,1	5,6	0,5	5,0
3° trim.	90,0	8,7	1,5	2,1	5,1	83,1	0,3	1,3	81,4	-1,8	-4,7	0,1	2,7
2005 ott.	36,1	4,4	1,3	1,1	2,0	30,6	-0,3	0,3	30,7	1,0	-0,8	0,0	1,7
nov.	31,8	2,7	-0,5	0,7	2,4	26,0	0,1	0,4	25,4	3,1	2,8	0,6	-0,3
dic.	38,2	4,0	2,5	1,2	0,3	35,0	0,3	0,4	34,2	-0,8	-0,7	-0,9	0,8
2006 gen.	25,0	1,3	-0,1	-0,2	1,5	25,3	-0,1	0,0	25,4	-1,6	-0,5	-2,4	1,3
feb. ^(p)	17,0	0,8	-1,1	0,7	1,3	17,2	0,0	0,2	17,0	-1,1	-0,4	0,8	-1,5
Variazioni percentuali													
2003 dic.	6,4	2,8	8,0	3,5	-0,2	8,1	-26,2	2,5	8,6	3,4	-4,0	-4,9	8,5
2004 dic.	7,9	6,0	6,3	4,7	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	7,4	10,1	5,0	8,0	10,1	2,0	2,1	1,1	2,2
giu.	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,5	4,1	4,6	10,7	2,3	3,8	0,6	2,3
set.	8,6	7,2	7,7	6,2	8,0	10,6	6,7	4,8	10,8	2,2	2,4	1,2	2,4
2005 ott.	8,9	7,8	9,1	6,4	8,3	10,9	1,2	4,7	11,1	2,4	2,4	0,3	2,8
nov.	9,1	8,1	8,8	6,6	9,1	11,1	4,5	6,3	11,3	2,3	2,0	1,1	2,7
dic.	9,3	7,8	7,1	6,7	9,1	11,5	5,4	6,7	11,7	2,1	2,4	0,0	2,5
2006 gen.	9,5	8,0	6,7	7,2	9,6	11,8	7,4	7,0	12,0	1,8	2,1	-1,6	2,4
feb. ^(p)	9,4	8,2	6,7	7,3	9,9	11,8	8,0	7,2	11,9	1,4	1,7	-0,7	1,8

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

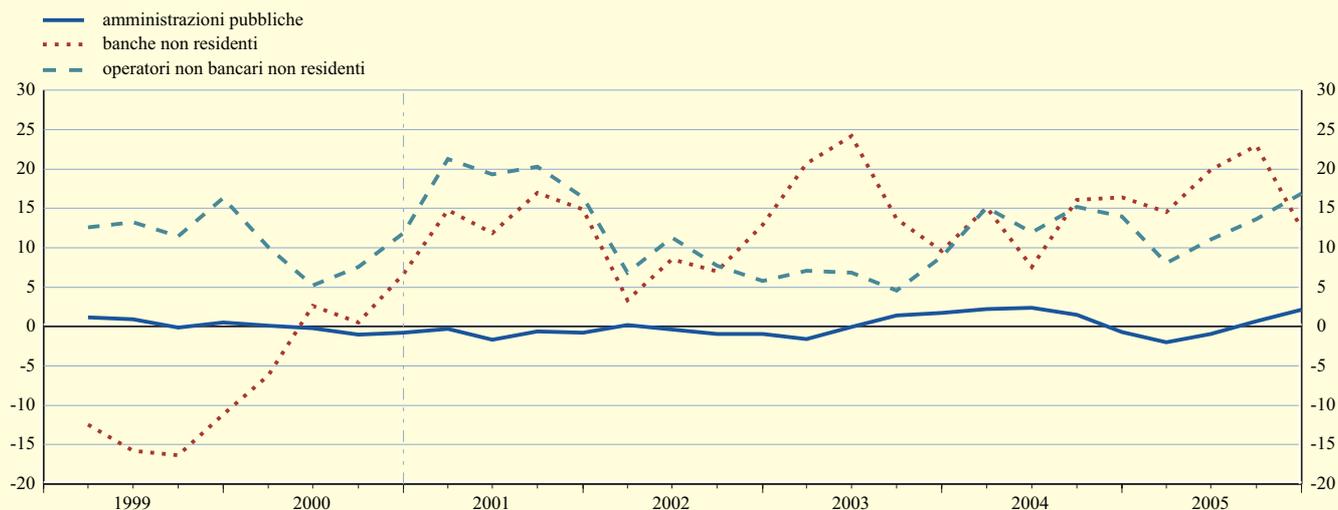
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	811,3	129,5	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 1° trim.	805,4	128,2	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
2° trim.	807,3	123,8	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
3° trim.	814,9	124,1	247,1	411,0	32,7	2.375,5	1.633,1	742,5	64,1	678,4
4° trim. ^(p)	831,2	128,6	246,8	423,7	32,1	2.466,0	1.680,8	785,3	67,6	717,6
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.	-6,6	-1,6	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
2° trim.	1,2	-4,7	-0,8	0,6	6,0	93,9	81,1	12,9	0,2	12,7
3° trim.	7,8	0,3	-0,5	3,8	4,1	85,3	52,0	33,4	2,0	31,4
4° trim. ^(p)	14,7	2,8	-2,7	15,1	-0,6	-24,9	-63,7	38,7	3,6	35,1
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
2005 mar.	-2,0	-2,5	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
giu.	-1,0	-1,3	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
set.	0,7	1,0	-2,4	4,1	-15,6	19,9	23,0	13,6	5,3	14,5
dic. ^(p)	2,1	-2,4	-3,2	4,9	34,9	13,9	12,5	16,9	10,4	17,6

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⁾

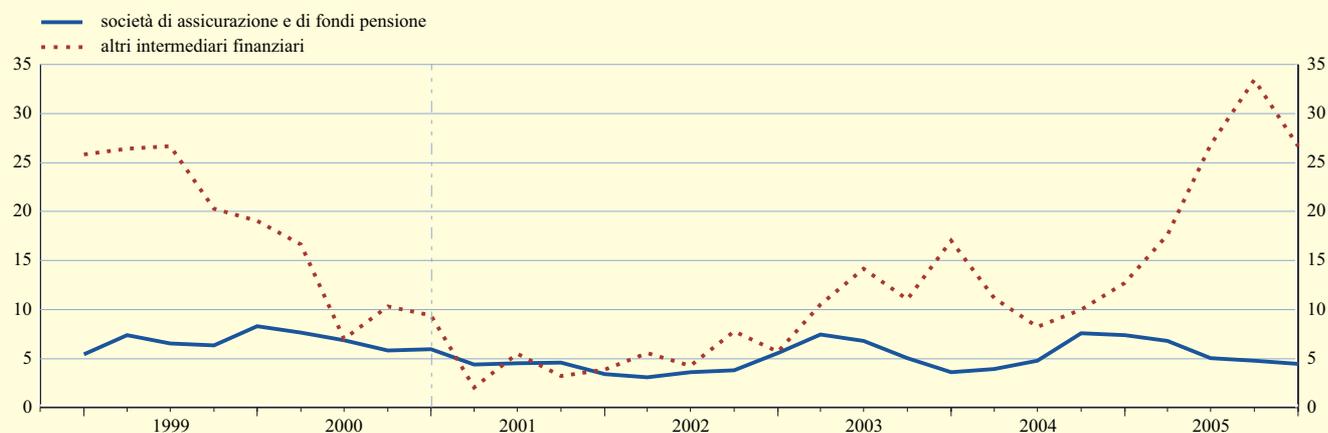
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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
2° trim.	595,7	61,2	48,3	463,0	1,1	1,6	20,5	792,2	226,7	149,1	264,3	11,1	0,1	140,7
3° trim.	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,0	242,6	169,7	275,6	10,6	0,1	134,4
2005 ott.	609,9	66,6	48,1	468,5	1,1	1,5	24,1	847,1	232,3	176,5	285,5	11,0	0,1	141,7
nov.	605,4	67,9	42,1	469,7	1,2	1,5	23,1	852,3	225,6	180,1	298,3	11,1	0,1	137,0
dic.	612,3	67,6	52,0	469,6	1,2	1,4	20,5	874,7	233,3	186,1	324,5	10,5	0,1	120,2
2006 gen.	621,0	72,4	49,8	471,6	1,2	1,4	24,6	907,7	259,4	178,6	330,1	10,0	0,1	129,5
feb. ^(p)	615,1	69,1	47,3	473,5	1,2	1,4	22,6	932,6	256,0	191,3	342,4	10,3	0,1	132,5
Transazioni														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	0,8	37,6	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
2° trim.	-2,1	-5,3	-0,5	2,7	0,2	0,0	0,8	66,3	10,7	11,9	31,0	0,8	0,0	11,9
3° trim.	7,2	-1,2	2,6	3,9	0,0	0,1	1,9	43,3	15,8	20,4	14,0	-0,5	0,0	-6,3
2005 ott.	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	9,9	-10,3	6,6	5,9	0,4	0,0	7,3
nov.	-4,6	1,2	-6,0	1,2	0,0	0,0	-0,9	4,5	-7,0	3,7	12,5	0,2	0,0	-4,8
dic.	6,1	-0,6	9,3	-0,1	0,0	0,0	-2,6	1,0	-1,7	6,2	13,9	-0,6	0,0	-16,8
2006 gen.	8,8	4,9	-2,1	1,9	0,0	0,0	4,1	34,7	26,7	-7,0	6,2	-0,5	0,0	9,4
feb. ^(p)	-6,1	-3,3	-2,5	1,8	0,0	0,0	-2,0	23,2	-4,1	12,3	11,8	0,3	0,0	2,9
Variazioni percentuali														
2003 dic.	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	0,5	35,2	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
giu.	5,1	1,8	15,3	4,8	18,1	31,3	-3,0	26,8	16,5	15,1	52,5	50,1	-	21,0
set.	4,8	-2,8	7,9	5,1	26,4	33,0	12,0	33,4	27,3	33,4	49,5	46,3	-	18,9
2005 ott.	5,0	13,3	-2,0	4,6	22,4	2,8	5,5	29,7	22,7	25,1	51,0	45,9	-	14,6
nov.	3,2	6,0	-12,1	4,1	18,3	2,9	10,9	27,8	13,0	33,9	48,0	27,1	-	13,9
dic.	4,5	12,2	-1,2	4,3	36,2	2,9	-1,0	26,7	21,9	26,6	46,8	14,3	-	0,1
2006 gen.	3,8	5,8	-3,8	4,3	18,5	1,3	4,4	26,4	16,7	30,3	49,8	-4,4	-	3,6
feb. ^(p)	3,7	12,1	-5,2	3,6	27,7	1,2	1,6	28,1	13,1	40,0	52,9	-1,0	-	3,8

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⁾

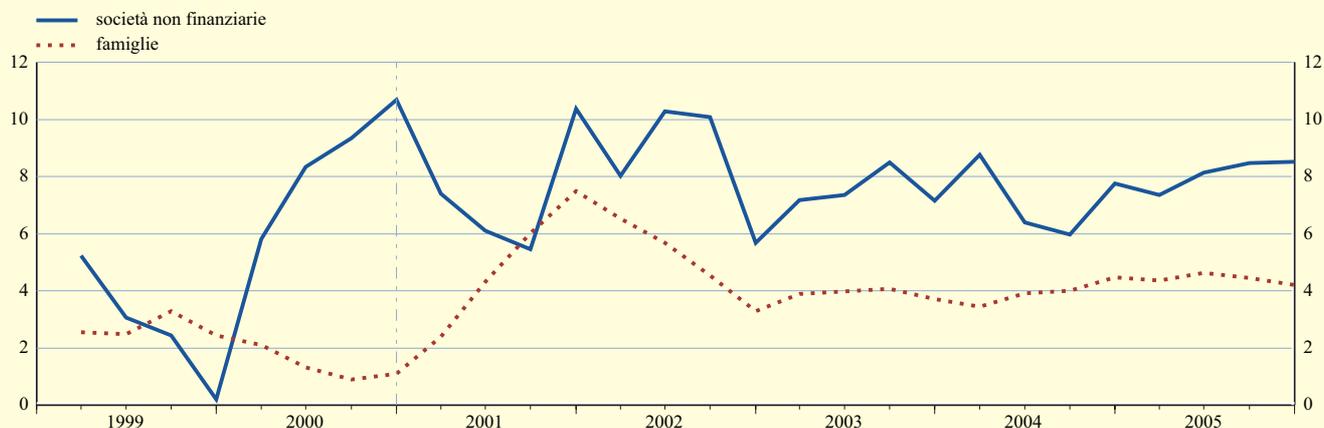
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	4.176,4	1.408,6	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
2° trim.	1.133,5	722,2	274,1	71,9	41,6	1,5	22,1	4.246,0	1.629,3	511,2	630,8	1.336,3	87,2	51,2
3° trim.	1.152,8	719,6	296,9	68,8	43,9	1,2	22,4	4.245,6	1.626,2	515,2	626,9	1.341,8	83,9	51,6
2005 ott.	1.169,5	734,5	302,9	65,6	44,5	1,2	20,7	4.246,4	1.629,2	517,5	625,4	1.339,8	83,4	51,2
nov.	1.177,9	742,9	299,1	66,6	44,8	1,2	23,3	4.259,2	1.642,4	520,6	623,3	1.336,8	83,7	52,5
dic.	1.210,1	768,1	304,8	67,0	44,5	1,2	24,4	4.340,2	1.685,4	532,7	630,3	1.354,2	84,5	53,1
2006 gen.	1.182,1	739,8	301,7	66,8	47,2	1,2	25,3	4.339,8	1.668,0	534,2	632,3	1.366,7	85,2	53,5
feb. ^(p)	1.178,0	736,4	304,1	67,5	46,8	1,2	21,8	4.346,3	1.666,7	541,1	630,5	1.368,8	85,5	53,7
Transazioni														
2003	70,4	40,9	19,7	3,9	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,8	10,4	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,6	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	14,2	4,9	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
2° trim.	33,3	41,3	-7,7	0,2	1,1	-0,1	-1,5	67,1	63,3	-3,6	-2,3	11,1	-1,4	0,0
3° trim.	20,4	-1,6	22,8	-3,1	2,2	-0,3	0,3	-0,8	-3,2	3,8	-4,0	5,5	-3,3	0,4
2005 ott.	20,7	14,9	6,0	0,8	0,6	0,0	-1,7	0,9	3,5	1,9	-1,5	-2,1	-0,5	-0,3
nov.	7,3	7,9	-4,3	0,9	0,3	0,0	2,5	12,2	13,0	2,8	-2,0	-3,0	0,2	1,3
dic.	33,5	25,8	6,3	0,6	-0,3	0,0	1,2	81,1	43,1	12,1	6,9	17,4	0,9	0,7
2006 gen.	-26,5	-27,7	-2,3	-0,2	2,7	0,0	0,9	0,5	-17,3	2,1	2,1	12,6	0,7	0,4
feb. ^(p)	-5,5	-4,0	1,8	0,7	-0,4	0,0	-3,5	5,7	-1,5	6,4	-1,8	2,1	0,3	0,2
Variazioni percentuali														
2003 dic.	7,2	6,7	7,5	6,2	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,8	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	4,3	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
giu.	8,1	10,6	4,4	3,3	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,3	2,9	4,8	1,1	1,5
set.	8,5	9,1	10,7	-1,7	16,5	-26,5	-12,7	4,4	7,8	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0
2005 ott.	9,8	12,7	7,1	0,4	18,2	-28,2	-20,0	4,0	7,1	1,1	1,1	4,2	-3,5	-5,8
nov.	9,4	11,7	6,8	1,6	16,2	-29,8	-9,0	4,0	7,5	1,6	0,6	3,8	-4,1	-3,5
dic.	8,5	12,9	3,7	-2,2	8,9	-29,0	-17,9	4,2	8,5	2,9	-0,5	3,2	-4,5	-4,5
2006 gen.	10,2	11,8	9,0	-0,8	18,8	-27,9	1,6	4,1	7,6	3,4	-0,4	3,4	-3,4	2,6
feb. ^(p)	10,4	11,5	11,0	0,3	15,9	-27,7	-4,4	4,0	7,1	4,4	-0,7	3,4	-3,7	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.	288,3	135,1	35,1	69,7	48,4	2.784,9	2.034,1	750,8	118,6	632,3
3° trim.	287,5	135,1	36,0	71,3	45,2	2.907,1	2.108,2	798,9	125,2	673,7
4° trim. ^(p)	314,3	150,2	38,4	80,9	44,9	3.042,3	2.234,1	808,1	126,8	681,3
Transazioni										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,5	21,1	-1,1	22,3
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.	18,3	8,8	1,7	2,2	5,7	42,2	42,7	-0,5	13,2	-13,7
3° trim.	-0,9	-0,3	0,9	1,7	-3,2	122,7	74,9	47,8	6,7	41,2
4° trim. ^(p)	26,8	15,1	2,4	9,6	-0,3	16,8	11,8	5,0	1,6	3,5
Variazioni percentuali										
2003 dic.	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,2	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.	-1,2	-13,8	19,3	8,3	16,9	12,6	13,5	10,1	15,8	9,0
set.	0,2	-7,9	14,1	7,9	5,9	17,2	18,0	15,1	18,7	14,5
dic. ^(p)	11,3	8,8	25,6	16,5	1,3	14,9	15,5	13,4	22,6	11,8

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.

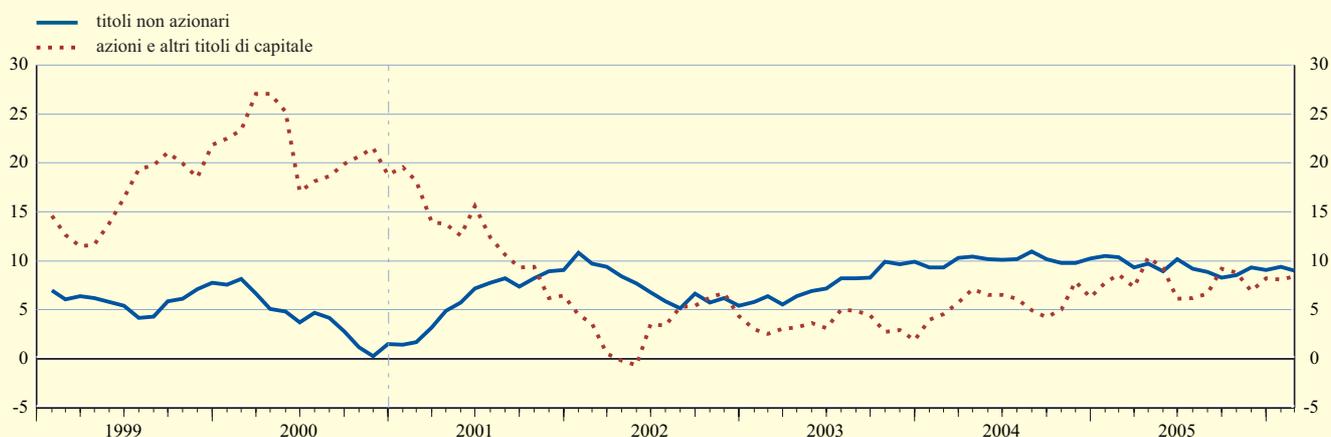
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	1.216,6	296,0	674,1	246,5
2° trim.	4.269,0	1.435,8	67,7	1.368,1	15,8	488,0	18,9	874,7	1.234,8	295,3	704,1	235,5
3° trim.	4.269,9	1.439,3	67,9	1.344,0	16,6	486,1	19,7	896,4	1.257,6	297,5	716,2	244,0
2005 ott.	4.345,3	1.442,8	69,7	1.383,1	16,9	499,6	22,4	910,8	1.228,0	297,3	692,7	238,0
nov.	4.470,2	1.452,6	71,3	1.466,5	17,4	519,1	24,5	918,9	1.250,1	311,1	698,3	240,7
dic.	4.436,7	1.448,9	64,0	1.422,7	17,0	527,9	24,1	932,0	1.251,4	310,1	696,8	244,5
2006 gen.	4.514,5	1.469,7	63,0	1.442,3	16,9	530,0	25,8	967,0	1.290,0	322,7	709,4	258,0
feb. ^(p)	4.562,0	1.485,9	67,0	1.448,8	17,6	541,2	26,3	975,2	1.315,7	322,1	726,7	266,8
Transazioni												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,4	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	56,7	9,3	15,9	31,6
2° trim.	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	15,0	5,1	25,5	-15,7
3° trim.	1,2	1,8	0,2	-20,6	0,9	-2,9	0,9	20,8	6,6	1,1	2,7	2,8
2005 ott.	48,3	4,5	1,7	13,4	0,3	12,8	2,8	12,9	1,9	0,2	7,9	-6,2
nov.	77,4	7,0	1,0	42,4	-0,1	16,9	1,6	8,7	20,0	13,1	1,5	5,3
dic.	-34,0	-4,1	-7,2	-43,2	-0,4	8,6	-0,3	12,6	-4,9	-1,5	-4,6	1,1
2006 gen.	102,9	28,1	-0,1	23,7	0,3	3,5	2,1	45,3	32,0	10,3	10,6	11,1
feb. ^(p)	35,7	16,5	3,2	6,8	0,4	11,6	0,0	-2,9	21,5	-1,5	15,1	7,9
Variazioni percentuali												
2003 dic.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-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
giu.	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,1	1,4	6,5	11,6
set.	8,3	8,9	5,9	-0,1	2,6	12,6	10,6	20,3	9,2	4,7	10,2	12,2
2005 ott.	8,5	7,5	8,2	1,5	-19,3	14,8	23,6	19,7	8,8	4,6	10,9	8,1
nov.	9,3	7,3	9,0	4,3	-14,2	17,2	31,3	17,2	6,9	7,1	9,1	0,5
dic.	9,1	6,2	-1,6	4,7	-4,4	16,5	34,2	17,8	8,2	9,6	7,4	8,8
2006 gen.	9,4	8,1	-7,7	3,7	-15,9	16,1	49,6	18,5	8,1	10,9	7,1	7,1
feb. ^(p)	9,0	8,0	-2,5	2,0	-10,4	15,9	52,5	19,4	8,4	10,5	9,5	2,6

F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2° trim.	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,8	-0,1	-0,8
3° trim.	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5
2005 ott.	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
nov.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4
dic.	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,5	-0,4	-2,4	-0,2	-1,7	-0,5
2006 gen.	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,0	-0,3	-0,1	-0,6
feb. ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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
2° trim.	-3,8	-1,9	-0,2	-1,8	-0,3	0,0	-0,3
3° trim.	-1,8	-0,9	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2
2005 ott.	-1,4	-1,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
nov.	-0,7	-0,4	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
dic.	-5,2	-0,6	-3,3	-1,3	-0,3	-0,2	-0,1
2006 gen.	-1,7	-0,8	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,1
feb. ^(p)	-0,8	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2° trim.	17,2	2,9	0,2	7,8	0,2	1,6	0,1	4,4	9,8	0,9	4,3	4,6
3° trim.	-3,1	0,2	0,1	-3,6	-0,1	0,3	0,0	0,0	14,3	1,8	7,1	5,4
2005 ott.	-2,2	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,1	0,0	-0,6	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
nov.	6,0	-0,4	0,1	1,2	0,5	0,3	0,1	4,2	7,9	1,0	3,5	3,4
dic.	1,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,2	0,0	1,3	6,0	0,7	2,6	2,6
2006 gen.	-3,0	-1,0	-0,1	-1,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	6,1	2,0	2,1	2,1
feb. ^(p)	2,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	2,4	4,1	0,9	2,2	1,0

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	6.832,5	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
2° trim.	4.793,3	90,9	9,1	5,5	0,4	1,4	1,1	7.055,6	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
3° trim.	4.783,7	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.121,8	96,7	3,3	2,0	0,3	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	4.855,9	90,9	9,1	5,7	0,4	1,4	1,0	7.351,7	96,7	3,3	2,0	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.	2.034,1	45,8	54,2	36,0	2,4	3,1	9,5	750,8	52,5	47,5	30,6	1,5	2,3	9,9
3° trim.	2.108,2	46,8	53,2	34,3	2,5	3,0	9,7	798,9	51,9	48,1	31,1	1,8	2,0	9,9
4° trim. ^(p)	2.234,1	45,9	54,1	35,5	2,4	3,0	9,6	808,1	52,2	47,8	31,8	1,7	2,1	9,1

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.	3.942,7	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0
3° trim.	3.994,3	81,9	18,1	9,0	1,8	2,0	3,2
4° trim. ^(p)	4.052,2	81,2	18,8	9,4	1,8	2,0	3,3

Fonte: BCE.

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

2.8 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	-	-	-	-	-	8.474,8	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
2° trim.	4.529,4	-	-	-	-	-	8.725,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
3° trim.	4.547,4	-	-	-	-	-	8.883,1	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,4	
4° trim. ^(p)	4.568,5	-	-	-	-	-	9.114,3	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5	
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.	1.582,4	49,3	50,7	31,0	4,2	2,0	9,0	710,1	41,0	59,0	43,1	1,1	4,4	7,2
3° trim.	1.633,1	49,2	50,8	29,5	4,3	2,0	10,1	742,5	40,1	59,9	42,4	1,6	3,9	8,4
4° trim. ^(p)	1.680,8	47,7	52,3	30,9	4,4	2,1	10,0	785,3	39,3	60,7	42,8	1,7	4,1	8,3

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.	1.503,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.890,8	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
3° trim.	1.507,2	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.866,4	98,1	1,9	1,0	0,3	0,1	0,4
4° trim. ^(p)	1.512,9	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	1.991,8	97,9	2,1	1,1	0,3	0,1	0,5
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.	397,4	47,9	52,1	30,3	0,8	0,5	17,8	477,3	41,1	58,9	34,0	7,9	0,8	9,9
3° trim.	407,2	49,5	50,5	29,1	0,8	0,6	17,0	489,2	40,2	59,8	36,0	6,1	0,9	11,1
4° trim. ^(p)	398,6	47,8	52,2	30,9	0,8	0,7	16,2	533,4	35,9	64,1	37,6	7,2	0,9	12,6

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 2° trim.	3.631,6	263,7	1.540,5	75,7	1.464,7	1.206,9	299,8	151,0	169,7
3° trim.	3.652,8	265,6	1.585,6	78,5	1.507,1	1.179,2	302,5	155,5	164,3
4° trim.	3.790,0	259,4	1.617,6	78,1	1.539,5	1.250,5	317,3	158,6	186,7
2005 1° trim.	4.013,0	286,9	1.687,3	79,2	1.608,1	1.324,7	342,4	163,3	208,5
2° trim.	4.263,4	294,9	1.778,7	91,3	1.687,4	1.404,9	379,1	167,7	238,1
3° trim. ^(p)	4.572,2	301,4	1.856,0	100,7	1.755,2	1.556,6	417,0	170,4	270,8

2. Passività

	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
4° trim.	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 1° trim.	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
2° trim.	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
3° trim. ^(p)	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

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 2° trim.	3.631,6	814,5	1.178,1	893,6	193,5	552,0	2.669,4	962,2
3° trim.	3.652,8	796,8	1.204,8	889,1	196,4	565,8	2.686,6	966,2
4° trim.	3.790,0	834,3	1.229,8	912,0	196,9	617,0	2.795,5	994,4
2005 1° trim.	4.013,0	861,9	1.274,8	951,7	201,2	723,4	2.981,1	1.032,0
2° trim.	4.263,4	1.094,4	1.498,4	974,6	207,2	488,8	3.179,6	1.083,8
3° trim. ^(p)	4.572,2	1.221,8	1.568,9	1.032,2	211,8	537,6	3.448,0	1.124,2

FI2 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. 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 2° trim.	814,5	33,9	34,0	3,5	30,5	692,1	27,2	-	27,2
3° trim.	796,8	33,9	35,5	4,0	31,5	673,3	27,0	-	27,1
4° trim.	834,3	30,8	36,7	4,0	32,6	705,8	30,2	-	30,8
2005 1° trim.	861,9	33,7	36,7	4,0	32,7	729,8	31,3	-	30,5
2° trim.	1.094,4	44,8	41,2	4,5	36,8	936,6	37,9	-	33,9
3° trim. ^(p)	1.221,8	48,0	42,8	4,9	37,9	1.045,1	50,2	-	35,8
Fondi obbligazionari									
2004 2° trim.	1.178,1	85,2	979,7	39,5	940,2	35,5	23,5	-	54,2
3° trim.	1.204,8	87,0	1.003,8	42,1	961,8	34,4	25,2	-	54,4
4° trim.	1.229,8	83,7	1.016,9	43,3	973,6	39,9	25,1	-	64,2
2005 1° trim.	1.274,8	97,5	1.042,1	44,7	997,4	39,4	28,1	-	67,7
2° trim.	1.498,4	110,2	1.225,8	58,4	1.167,4	38,4	32,6	-	91,3
3° trim. ^(p)	1.568,9	110,0	1.285,7	67,0	1.218,7	38,4	35,0	-	99,8
Fondi misti									
2004 2° trim.	893,6	56,3	366,1	24,0	342,1	300,3	123,7	0,3	46,8
3° trim.	889,1	56,3	374,5	23,7	350,8	291,2	124,4	0,3	42,4
4° trim.	912,0	54,5	374,7	21,7	353,0	304,1	131,0	0,3	47,4
2005 1° trim.	951,7	60,4	387,6	22,4	365,2	314,1	134,8	0,2	54,7
2° trim.	974,6	64,9	417,3	21,2	396,2	276,6	146,5	0,2	69,0
3° trim. ^(p)	1.032,2	66,3	425,1	21,6	403,5	300,0	160,2	0,2	80,4
Fondi immobiliari									
2004 2° trim.	193,5	16,1	9,2	0,7	8,6	0,7	8,3	149,8	9,3
3° trim.	196,4	15,5	9,2	0,7	8,5	0,8	8,1	154,1	8,7
4° trim.	196,9	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,4	8,7
2005 1° trim.	201,2	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,9	9,0
2° trim.	207,2	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,2	9,0
3° trim. ^(p)	211,8	15,2	8,7	1,2	7,6	1,3	8,1	169,8	8,7

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 2° trim.	2.669,4	217,6	1.018,3	958,4	227,2	129,7	118,2
3° trim.	2.686,6	221,5	1.049,0	939,5	229,6	133,5	113,6
4° trim.	2.795,5	217,3	1.072,4	1.000,1	239,2	137,6	128,9
2005 1° trim.	2.981,1	241,3	1.129,5	1.058,7	259,5	141,2	150,7
2° trim.	3.179,6	247,2	1.202,2	1.124,9	284,0	144,9	176,3
3° trim. ^(p)	3.448,0	250,8	1.256,1	1.257,8	320,9	145,2	217,3
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2004 2° trim.	962,2	46,1	522,2	248,5	72,6	21,3	51,5
3° trim.	966,2	44,1	536,6	239,7	72,9	22,0	50,8
4° trim.	994,4	42,0	545,2	250,3	78,1	21,0	57,8
2005 1° trim.	1.032,0	45,5	557,7	266,0	82,9	22,0	57,8
2° trim.	1.083,8	47,6	576,5	280,0	95,1	22,8	61,8
3° trim. ^(p)	1.124,2	50,6	599,9	298,9	96,2	25,2	53,4

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 diversi dalle IFM presso banche al di fuori dell'area dell'euro
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2004 2° trim.	16.109,3	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	341,7
3° trim.	16.173,8	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	356,0
4° trim.	16.518,0	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,6	337,8
2005 1° trim.	16.831,8	6.257,1	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	374,1
2° trim.	17.292,8	6.423,8	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,4	370,5
3° trim.	17.639,9	6.426,1	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,6	1.475,5	77,6	182,4	239,2	393,8
Transazioni											
2004 2° trim.	293,4	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-3,1
3° trim.	119,1	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	13,1
4° trim.	149,5	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,6	-14,0
2005 1° trim.	160,4	14,9	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	16,3
2° trim.	279,8	160,3	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,9	-3,0
3° trim.	98,6	2,8	8,7	15,7	-7,4	18,8	4,4	-0,1	-29,4	7,8	12,0
Variazioni percentuali											
2004 2° trim.	4,5	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	7,7
3° trim.	4,5	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	6,0
4° trim.	4,5	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	4,6
2005 1° trim.	4,6	5,9	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	3,6
2° trim.	4,4	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	3,6
3° trim.	4,3	5,7	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	14,5	3,2
Titoli non azionari											
			Azioni ²⁾					Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote 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											
2004 2° trim.	1.951,1	166,3	1.784,8	4.078,7	2.095,1	1.983,6	438,7	4.022,7	3.642,1	380,6	
3° trim.	1.960,7	166,0	1.794,7	4.042,3	2.060,0	1.982,3	438,9	4.088,9	3.704,5	384,4	
4° trim.	1.937,0	160,0	1.777,0	4.178,2	2.180,2	1.998,0	421,8	4.161,1	3.774,4	386,7	
2005 1° trim.	1.973,4	157,8	1.815,6	4.329,0	2.279,5	2.049,5	429,2	4.272,3	3.876,5	395,8	
2° trim.	2.035,5	161,9	1.873,6	4.456,4	2.348,3	2.108,1	426,7	4.377,1	3.978,9	398,2	
3° trim.	2.026,7	160,2	1.866,5	4.698,6	2.510,3	2.188,3	429,2	4.488,4	4.086,1	402,3	
Transazioni											
2004 2° trim.	39,9	10,8	29,2	56,8	52,6	4,2	0,0	57,6	53,0	4,5	
3° trim.	11,0	0,3	10,7	16,6	9,5	7,1	-2,4	62,1	58,3	3,8	
4° trim.	-19,1	-9,5	-9,5	-60,4	-51,4	-9,0	-15,8	60,5	58,1	2,4	
2005 1° trim.	36,6	-4,4	41,0	34,9	0,5	34,3	7,9	74,0	64,9	9,1	
2° trim.	33,9	3,0	30,9	22,7	3,8	18,9	0,8	62,9	60,2	2,7	
3° trim.	-3,0	-2,4	-0,6	18,1	-17,2	35,3	4,9	80,5	76,6	4,0	
Variazioni percentuali											
2004 2° trim.	1,6	10,0	0,8	3,1	3,1	3,1	1,7	6,3	6,4	5,1	
3° trim.	1,3	2,9	1,2	2,4	2,6	2,2	0,6	6,2	6,4	5,0	
4° trim.	1,8	5,0	1,6	1,3	0,9	1,7	-0,8	6,4	6,5	5,5	
2005 1° trim.	3,5	-1,8	4,0	1,2	0,6	1,8	-2,4	6,4	6,5	5,3	
2° trim.	3,2	-6,4	4,1	0,3	-1,8	2,6	-2,2	6,5	6,6	4,7	
3° trim.	2,5	-8,0	3,4	0,4	-3,1	4,0	-0,5	6,8	7,0	4,7	

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 dall'esterno dell'area dell'euro ai settori diversi dalle IFM
	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													
2004 2° trim.	17.298,3	8.719,6	7.593,6	932,9	91,5	841,4	3.740,7	1.187,9	2.552,8	4.045,9	292,1	3.753,9	431,5
3° trim.	17.407,6	8.800,7	7.671,3	928,7	90,1	838,6	3.744,8	1.171,7	2.573,1	4.127,3	289,7	3.837,5	426,1
4° trim.	17.776,6	8.925,6	7.794,7	927,8	80,9	846,9	3.787,2	1.193,8	2.593,5	4.210,5	294,8	3.915,7	434,8
2005 1° trim.	18.145,9	9.014,7	7.877,9	922,3	77,5	844,9	3.818,4	1.192,9	2.625,4	4.274,1	294,8	3.979,3	455,4
2° trim.	18.670,5	9.222,4	8.102,7	922,3	82,3	840,0	3.911,6	1.240,8	2.670,7	4.388,5	305,3	4.083,2	526,0
3° trim.	19.139,6	9.356,1	8.238,6	931,5	87,6	843,9	3.943,0	1.224,0	2.719,0	4.481,6	302,7	4.179,0	537,7
Transazioni													
2004 2° trim.	259,4	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,5	70,1	16,8	53,4	89,2	8,6	80,6	-3,6
3° trim.	147,0	78,8	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,1	-16,6	16,7	83,8	-1,9	85,7	1,9
4° trim.	116,0	142,7	139,7	1,6	-9,2	10,8	57,2	25,3	31,8	83,9	6,4	77,5	0,8
2005 1° trim.	235,4	88,9	87,2	-6,3	-3,4	-2,8	29,3	5,2	24,1	65,9	0,8	65,0	6,7
2° trim.	321,5	197,1	185,7	-0,7	4,8	-5,5	86,7	38,6	48,2	111,1	10,4	100,7	59,6
3° trim.	214,0	128,7	139,5	9,5	5,3	4,2	24,2	-16,5	40,7	95,0	-2,6	97,7	18,4
Variazioni percentuali													
2004 2° trim.	4,2	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,6	2,5	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,6	1,3
3° trim.	4,3	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	4,0	8,3	2,0	8,8	5,5
4° trim.	4,3	5,0	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,1	8,5	2,2
2005 1° trim.	4,4	5,4	6,0	-2,0	-10,1	-1,2	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	1,4
2° trim.	4,7	5,8	6,6	-1,1	-10,1	-0,2	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,8	16,0
3° trim.	5,1	6,3	7,2	0,4	-2,8	0,8	5,3	4,5	5,6	8,6	5,2	8,9	20,1
Titoli non azionari emessi da:													
	Amministrazioni pubbliche						Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie	
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2004 2° trim.	5.260,4	4.618,7	611,4	4.007,3	641,7	219,5	422,2	2.843,1	181,9	293,4			
3° trim.	5.352,4	4.706,8	611,7	4.095,1	645,6	212,8	432,8	2.763,8	194,0	296,6			
4° trim.	5.357,3	4.719,1	588,1	4.131,0	638,2	203,1	435,0	2.980,4	213,5	299,9			
2005 1° trim.	5.477,9	4.826,0	599,8	4.226,2	651,9	218,2	433,7	3.138,6	212,0	302,7			
2° trim.	5.683,9	5.020,6	620,2	4.400,4	663,2	223,2	440,0	3.243,6	214,7	306,0			
3° trim.	5.681,8	5.018,5	607,8	4.410,7	663,3	218,6	444,7	3.570,9	221,3	309,4			
Transazioni													
2004 2° trim.	111,4	94,8	20,2	74,6	16,6	10,1	6,5	1,8	-7,1	3,1			
3° trim.	46,5	42,5	0,3	42,2	4,0	-6,7	10,8	6,3	12,1	3,2			
4° trim.	-52,4	-41,4	-23,4	-18,0	-11,0	-9,8	-1,2	2,3	19,4	4,0			
2005 1° trim.	139,3	122,4	10,3	112,1	16,9	16,5	0,4	4,7	-0,2	2,8			
2° trim.	120,2	114,9	21,7	93,2	5,3	4,8	0,5	-1,8	2,7	3,4			
3° trim.	-3,7	-1,5	-12,3	10,7	-2,2	-4,7	2,5	79,0	6,6	3,4			
Variazioni percentuali													
2004 2° trim.	4,8	5,1	4,9	5,2	2,1	11,4	-2,0	0,4	4,8	4,8			
3° trim.	5,0	5,2	6,5	5,0	3,2	6,9	1,5	0,5	11,3	4,8			
4° trim.	4,7	5,3	6,0	5,2	0,1	2,1	-0,8	0,5	17,5	4,7			
2005 1° trim.	4,7	4,8	1,3	5,3	4,2	4,8	3,9	0,5	12,8	4,5			
2° trim.	4,8	5,2	1,5	5,7	2,4	2,2	2,5	0,4	18,7	4,6			
3° trim.	3,8	4,1	-0,6	4,8	1,4	3,2	0,5	3,0	14,7	4,6			

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											
2004 2° trim.	4.036,2	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	347,9	61,7	286,2	1.611,1	65,0	1.546,1
3° trim.	4.097,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	353,8	64,6	289,2	1.652,4	63,6	1.588,8
4° trim.	4.191,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	333,4	57,4	276,0	1.711,1	67,1	1.644,0
2005 1° trim.	4.321,3	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	335,3	59,2	276,1	1.759,2	66,2	1.693,0
2° trim.	4.446,3	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	325,2	57,7	267,4	1.823,8	66,5	1.757,3
3° trim.	4.601,9	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	329,6	62,4	267,2	1.863,2	65,7	1.797,5
	Transazioni											
2004 2° trim.	29,8	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,4	-1,7	-4,7	25,3	0,3	25,0
3° trim.	54,6	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,9	2,9	3,0	27,0	-1,5	28,5
4° trim.	53,6	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-20,5	-7,3	-13,2	52,5	3,2	49,2
2005 1° trim.	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-0,3	1,8	-2,1	51,6	-1,1	52,7
2° trim.	51,2	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-10,2	-1,4	-8,8	37,7	-0,6	38,2
3° trim.	78,8	7,2	-1,2	6,4	0,1	1,9	4,2	4,6	-0,4	34,8	-0,7	35,5
	Variazioni percentuali											
2004 2° trim.	6,0	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,6	0,0	0,7	10,2	2,3	10,5
3° trim.	6,5	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	2,2	7,3	1,2	9,9	-2,7	10,4
4° trim.	5,6	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,6	-6,9	-5,3	9,8	4,1	10,0
2005 1° trim.	5,7	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-6,1	-6,8	-5,9	9,7	1,4	10,1
2° trim.	6,2	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-7,3	-6,5	-7,4	10,5	0,1	10,9
3° trim.	6,7	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-7,6	-3,5	-8,5	10,7	1,3	11,1

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Totale	Azioni ¹⁾			Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
		Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote 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												
2004 2° trim.	1.376,2	660,6	715,6	65,8	135,6	4.234,2	89,1	53,7	24,4	193,9	3.926,8	3.335,9	590,9
3° trim.	1.379,7	655,4	724,3	65,1	137,7	4.294,1	90,7	52,5	23,1	186,4	3.993,9	3.396,5	597,4
4° trim.	1.425,1	686,4	738,7	70,3	138,8	4.372,2	79,5	48,6	23,7	207,9	4.061,2	3.461,7	599,5
2005 1° trim.	1.487,5	713,7	773,8	70,2	142,4	4.514,2	90,1	58,2	24,0	220,3	4.179,8	3.563,9	615,9
2° trim.	1.557,2	744,1	813,1	90,2	144,5	4.628,0	92,8	63,8	24,2	223,3	4.287,6	3.674,9	612,7
3° trim.	1.658,3	809,0	849,3	91,4	148,0	4.769,0	91,4	65,2	24,8	251,2	4.401,6	3.781,2	620,4
	Transazioni												
2004 2° trim.	2,6	-3,0	5,6	-0,4	1,2	59,9	4,2	7,0	0,6	0,1	55,0	49,8	5,2
3° trim.	11,3	5,3	6,0	-0,6	2,2	63,3	1,7	-1,1	-1,2	2,1	60,7	55,1	5,6
4° trim.	10,6	3,4	7,1	5,2	1,2	42,2	-11,0	-3,6	0,5	0,1	52,6	49,4	3,2
2005 1° trim.	24,1	5,9	18,2	0,0	3,5	84,5	9,7	8,6	0,7	0,0	74,1	61,3	12,9
2° trim.	23,1	1,3	21,8	6,7	2,8	63,8	2,8	5,5	0,1	0,5	60,4	57,3	3,1
3° trim.	29,5	15,1	14,4	1,4	3,1	85,7	0,7	1,4	0,5	1,1	83,5	75,9	7,6
	Variazioni percentuali												
2004 2° trim.	3,8	1,0	6,4	-2,0	-0,5	6,1	3,4	18,8	28,5	3,5	6,2	6,5	4,5
3° trim.	3,9	1,1	6,6	3,8	-0,1	6,1	6,1	17,5	14,5	4,7	6,2	6,5	4,5
4° trim.	2,8	0,3	5,3	4,9	6,3	6,0	5,5	36,9	2,0	1,6	6,3	6,5	4,8
2005 1° trim.	3,6	1,8	5,2	6,6	6,0	6,0	5,4	23,7	2,5	1,2	6,3	6,5	4,6
2° trim.	5,0	2,4	7,4	17,4	7,1	6,0	3,5	17,6	0,5	1,4	6,3	6,7	4,2
3° trim.	6,3	3,9	8,5	20,6	7,6	6,4	2,3	22,8	7,8	0,9	6,8	7,2	4,5

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
1998	403,1	1.203,4	-823,6	23,2	0,3	2.812,4	10,5	479,9	487,6	516,4	1.050,4	219,6	48,0
1999	444,7	1.293,4	-863,7	14,8	0,2	3.360,5	-0,1	564,8	550,4	797,6	1.155,7	264,3	27,8
2000	492,4	1.396,5	-913,1	17,3	-8,2	3.341,8	-2,2	361,6	343,3	780,7	1.549,6	252,7	56,0
2001	461,8	1.452,1	-973,6	-18,8	2,1	2.893,7	1,7	588,0	574,1	694,5	809,5	257,0	-31,0
2002	407,2	1.442,1	-1.004,8	-31,3	1,1	2.591,5	-0,1	801,9	384,6	521,9	615,5	228,5	39,3
2003	431,5	1.471,3	-1.033,2	-7,1	0,5	2.835,6	-1,5	729,1	584,7	634,5	628,6	241,8	18,3
2004	492,0	1.538,9	-1.069,5	23,0	-0,5	3.087,4	-2,1	962,5	609,2	697,8	543,5	260,3	16,3

	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
1998	497,3	1.299,1	-823,6	21,9	2.718,6	670,8	376,3	514,6	933,3	224,6
1999	509,8	1.352,0	-863,7	21,5	3.295,9	836,9	557,3	760,8	874,1	267,6
2000	527,7	1.419,4	-913,1	21,4	3.307,1	502,7	466,3	874,1	1.205,8	257,9
2001	496,4	1.449,4	-973,6	20,6	2.859,7	616,4	493,8	651,1	822,0	262,2
2002	496,2	1.480,9	-1.004,8	20,1	2.502,8	634,5	450,5	541,0	638,7	232,1
2003	483,9	1.486,1	-1.033,2	31,1	2.783,4	676,7	574,0	590,9	690,2	251,4
2004	550,0	1.592,2	-1.069,5	27,2	3.029,9	1.045,9	638,0	525,7	562,0	262,2

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
1998	184,5	632,5	-468,3	464,7	45,6	16,2	119,3	231,6	145,0	563,1	504,2	13,1	274,5	206,0
1999	207,6	684,0	-489,4	670,8	23,6	80,3	186,3	348,0	108,4	546,5	770,0	46,8	429,1	282,9
2000	310,7	756,1	-522,1	971,7	73,7	68,7	245,2	546,1	83,3	556,7	1.199,1	66,9	615,5	505,0
2001	214,8	784,8	-558,4	671,9	108,4	45,2	185,3	241,1	87,1	585,7	799,5	101,5	382,4	304,1
2002	151,7	765,0	-581,5	443,3	25,1	-15,7	66,5	253,8	90,1	614,6	504,9	18,3	260,2	213,9
2003	150,9	760,0	-598,4	449,5	89,7	-26,3	148,9	206,5	74,6	626,2	525,8	77,9	209,5	224,6
2004	180,9	771,5	-610,1	323,8	85,8	-32,7	88,4	167,1	134,5	702,9	370,2	21,9	157,9	181,5

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
1998	178,8	392,2	-217,2	462,7	93,4	-130,2	277,4	211,9	428,2	604,9	213,7	212,3	3.971,6	15,2
1999	190,3	419,8	-231,3	489,8	122,5	-30,1	201,2	249,7	412,3	587,6	268,2	266,5	4.116,9	14,3
2000	200,4	439,3	-240,3	441,0	67,0	45,3	124,7	246,9	418,9	608,4	223,1	221,1	4.337,4	14,0
2001	187,9	449,7	-257,8	431,1	178,7	92,4	48,8	236,7	440,8	652,6	178,9	177,2	4.630,2	14,1
2002	201,1	461,1	-260,7	483,5	223,0	71,5	5,8	218,5	472,2	695,0	212,8	210,6	4.789,7	14,5
2003	217,8	483,6	-268,2	537,1	207,8	13,4	90,7	240,8	507,0	737,2	248,1	245,9	4.953,9	14,9
2004	245,7	530,5	-287,1	564,3	227,8	76,3	19,3	248,7	522,0	751,8	288,2	285,8	5.112,5	14,7

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

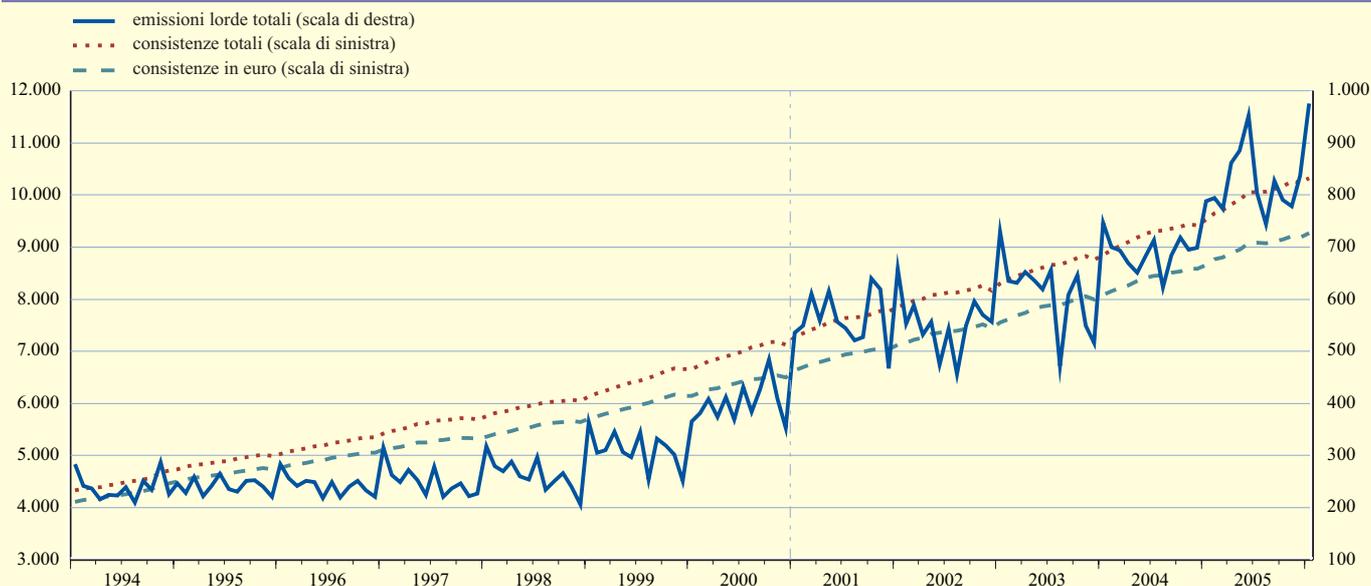
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2005 gen.	10.100,3	791,5	61,9	8.656,0	740,6	74,3	9.529,4	787,7	90,4	7,5	52,5	7,2
feb.	10.220,5	818,3	119,4	8.763,6	752,2	107,0	9.643,3	794,8	117,1	7,8	81,8	7,9
mar.	10.328,4	821,9	106,9	8.808,8	727,7	43,9	9.711,4	773,7	54,2	7,4	35,5	7,6
apr.	10.384,6	861,8	56,2	8.893,8	814,7	84,9	9.820,8	861,2	101,2	7,8	85,9	8,6
mag.	10.449,9	899,7	66,4	8.954,3	844,7	61,5	9.911,2	884,4	66,1	7,4	36,4	7,9
giu.	10.643,4	1.026,8	193,6	9.079,1	902,7	125,4	10.051,8	952,4	135,0	8,1	138,2	9,2
lug.	10.615,7	813,7	-27,8	9.082,1	762,8	2,9	10.058,2	804,2	6,0	7,6	3,0	8,1
ago.	10.622,9	757,3	3,5	9.074,6	704,7	-11,2	10.059,8	743,9	-2,9	7,4	35,0	7,0
set.	10.721,8	893,3	100,4	9.110,7	786,5	37,4	10.114,0	827,7	46,2	7,4	45,5	7,2
ott.	10.736,2	797,0	14,8	9.147,2	744,1	36,7	10.168,3	790,6	53,5	7,5	52,0	6,4
nov.	10.814,1	801,2	79,5	9.207,6	734,0	62,0	10.257,2	779,0	76,3	7,6	77,1	7,2
dic.	10.827,4	868,8	12,1	9.184,5	793,1	-24,2	10.239,6	837,5	-24,4	7,6	77,4	5,9
2006 gen.	.	.	.	9.263,6	923,6	86,3	10.321,2	975,3	102,6	7,6	64,6	7,1
A lungo termine												
2005 gen.	9.184,2	205,4	65,7	7.830,3	181,8	57,1	8.592,3	201,9	67,8	8,0	68,4	8,0
feb.	9.300,1	224,3	115,6	7.927,6	184,0	97,1	8.695,4	203,2	105,8	8,2	76,0	8,8
mar.	9.374,6	204,6	74,4	7.977,6	165,0	49,7	8.762,2	185,4	57,6	8,2	47,5	8,7
apr.	9.427,6	186,1	53,1	8.036,5	167,0	58,8	8.840,3	184,8	70,2	8,4	66,0	9,3
mag.	9.498,0	183,5	70,9	8.097,7	153,9	61,5	8.928,5	169,4	67,8	8,0	40,9	8,7
giu.	9.681,8	306,2	183,8	8.244,4	238,7	147,0	9.094,8	261,3	157,1	8,9	144,7	10,6
lug.	9.676,3	155,3	-5,7	8.237,6	131,5	-6,9	9.091,3	146,1	-2,3	8,4	-2,7	8,8
ago.	9.674,8	86,4	-5,1	8.224,3	63,4	-17,0	9.088,6	76,9	-9,4	8,1	21,8	7,4
set.	9.742,6	188,2	68,6	8.267,3	143,5	43,6	9.148,7	162,9	55,0	8,0	47,9	7,4
ott.	9.774,2	166,1	32,6	8.285,3	137,5	18,8	9.183,5	159,4	32,1	8,0	42,2	6,8
nov.	9.856,4	168,1	83,1	8.349,9	131,5	65,5	9.272,7	152,2	80,1	8,2	82,9	7,7
dic.	9.899,3	176,6	41,1	8.376,6	145,8	25,0	9.305,5	165,2	27,8	8,3	76,0	6,0
2006 gen.	.	.	.	8.416,3	170,8	46,2	9.346,4	192,7	58,8	8,1	60,6	7,4

FI3 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											
2004	9.417	3.713	738	595	4.120	250	8.277	5.480	223	1.028	1.464	83
2005	10.240	4.109	928	613	4.307	283	9.837	6.983	324	1.031	1.405	95
2005 1° trim.	9.711	3.849	758	607	4.238	259	2.356	1.620	50	248	412	25
2° trim.	10.052	3.993	831	619	4.343	266	2.698	1.884	110	281	400	23
3° trim.	10.114	4.046	843	617	4.338	271	2.376	1.732	49	251	323	21
4° trim.	10.240	4.109	928	613	4.307	283	2.407	1.746	115	250	270	26
2005 ott.	10.168	4.089	857	627	4.322	273	791	564	26	85	108	7
nov.	10.257	4.120	879	623	4.355	280	779	556	30	87	95	11
dic.	10.240	4.109	928	613	4.307	283	838	626	59	78	67	8
2006 gen.	10.321	4.143	928	618	4.347	285	975	703	13	93	159	8
	A breve termine											
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	33
2005	934	482	7	90	350	5	7.768	6.046	45	942	702	33
2005 1° trim.	949	457	8	105	374	5	1.766	1.327	12	229	188	9
2° trim.	957	462	7	105	377	5	2.082	1.628	11	258	178	8
3° trim.	965	475	7	99	379	5	1.990	1.560	12	235	175	9
4° trim.	934	482	7	90	350	5	1.930	1.531	10	221	160	8
2005 ott.	985	490	7	102	380	5	631	489	4	75	61	3
nov.	985	496	7	99	377	5	627	488	4	79	53	2
dic.	934	482	7	90	350	5	672	554	2	67	46	3
2006 gen.	975	501	7	96	367	5	783	613	3	88	75	3
	A lungo termine¹⁾											
2004	8.505	3.266	731	505	3.758	1)245	1.939	905	179	97	708	49
2005	9.305	3.627	921	523	3.956	278	2.069	937	278	89	703	61
2005 1° trim.	8.762	3.393	750	502	3.863	254	591	293	38	19	224	16
2° trim.	9.095	3.531	824	513	3.966	261	616	256	99	24	222	15
3° trim.	9.149	3.571	836	518	3.959	265	386	172	37	17	148	12
4° trim.	9.305	3.627	921	523	3.956	278	477	215	105	29	109	18
2005 ott.	9.184	3.598	851	524	3.942	268	159	75	22	10	47	4
nov.	9.273	3.624	872	524	3.977	275	152	68	26	8	42	8
dic.	9.305	3.627	921	523	3.956	278	165	72	57	11	20	5
2006 gen.	9.346	3.642	921	522	3.980	280	193	90	9	5	83	5
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2004	6.380	1.929	416	414	3.435	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.714	2.016	459	413	3.608	217	1.228	413	92	54	621	48
2005 1° trim.	6.517	1.968	427	409	3.517	196	387	137	21	15	199	15
2° trim.	6.675	2.003	445	416	3.607	203	343	101	28	15	187	12
3° trim.	6.674	2.014	436	415	3.601	207	235	80	8	8	133	8
4° trim.	6.714	2.016	459	413	3.608	217	263	96	35	16	103	14
2005 ott.	6.692	2.032	440	420	3.591	209	106	44	8	8	43	3
nov.	6.733	2.034	442	416	3.626	215	83	27	6	3	40	7
dic.	6.714	2.016	459	413	3.608	217	74	24	21	5	20	3
2006 gen.	6.744	2.037	457	408	3.623	220	143	62	3	1	72	4
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2004	1.872	1.148	311	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.258	1.343	458	94	303	60	713	429	186	28	58	12
2005 1° trim.	1.959	1.212	320	79	292	58	168	129	17	3	17	2
2° trim.	2.117	1.292	375	83	310	57	238	128	71	7	29	3
3° trim.	2.164	1.310	396	86	315	58	124	76	29	6	8	5
4° trim.	2.258	1.343	458	94	303	60	184	95	70	11	4	4
2005 ott.	2.173	1.314	407	87	306	58	45	25	14	2	3	1
nov.	2.210	1.327	426	90	307	59	58	30	20	4	2	1
dic.	2.258	1.343	458	94	303	60	81	39	36	5	0	2
2006 gen.	2.266	1.342	460	95	308	60	38	23	6	2	6	1

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

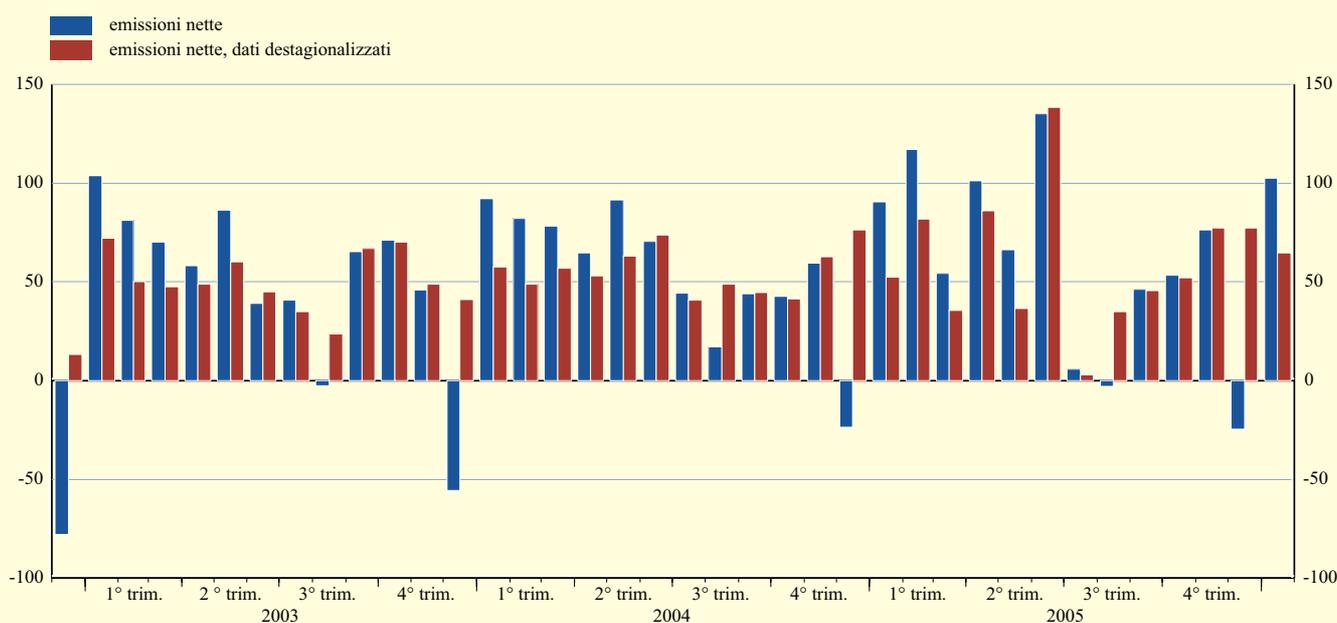
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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											
2004	662,9	350,4	75,2	8,2	197,6	31,5	666,9	353,1	73,3	7,9	200,8	31,7
2005	718,5	315,2	177,1	20,7	173,0	32,3	720,4	317,7	173,5	20,8	175,8	32,6
2005 1° trim.	261,6	114,5	13,2	13,7	111,3	9,0	169,8	72,1	29,3	10,2	50,0	8,3
2° trim.	302,3	117,9	69,8	8,8	99,2	6,5	260,4	122,3	62,6	4,9	64,6	6,0
3° trim.	49,2	38,4	12,0	-0,7	-4,8	4,5	83,6	49,9	18,0	1,1	8,3	6,3
4° trim.	105,4	44,4	82,2	-1,0	-32,6	12,4	206,5	73,5	63,5	4,6	52,9	12,0
2005 ott.	53,5	41,9	14,6	9,6	-15,4	2,8	52,0	32,3	17,6	7,5	-6,6	1,3
nov.	76,3	21,1	20,3	-2,8	30,9	6,9	77,1	22,4	16,3	-2,6	34,8	6,3
dic.	-24,4	-18,6	47,3	-7,8	-48,1	2,7	77,4	18,8	29,6	-0,2	24,8	4,4
2006 gen.	102,6	50,1	1,7	5,6	42,7	2,4	64,6	37,7	14,6	2,8	7,8	1,8
	A lungo termine											
2004	615,5	297,8	73,9	11,8	202,4	29,7	618,7	298,8	72,0	11,7	206,2	30,0
2005	709,4	292,7	177,6	21,1	185,5	32,6	711,5	294,3	174,0	21,1	189,4	32,8
2005 1° trim.	231,1	111,5	12,8	-1,2	99,3	8,7	191,8	85,3	29,2	3,1	66,8	7,5
2° trim.	295,1	112,7	70,1	8,7	97,1	6,6	251,6	110,8	62,6	3,5	68,4	6,3
3° trim.	43,3	28,2	12,3	5,9	-7,6	4,5	67,1	29,2	18,4	7,7	5,5	6,3
4° trim.	139,9	40,3	82,4	7,8	-3,4	12,8	201,0	69,1	63,8	6,7	48,7	12,8
2005 ott.	32,1	24,1	15,1	6,2	-16,3	2,8	42,2	24,0	18,1	5,5	-6,7	1,3
nov.	80,1	19,2	20,0	0,1	33,7	7,1	82,9	26,6	16,3	-0,9	34,4	6,6
dic.	27,8	-3,0	47,3	1,4	-20,9	2,9	76,0	18,5	29,5	2,1	21,0	4,9
2006 gen.	58,8	28,1	2,0	0,2	25,9	2,6	60,6	34,5	14,8	3,0	6,5	1,8

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

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

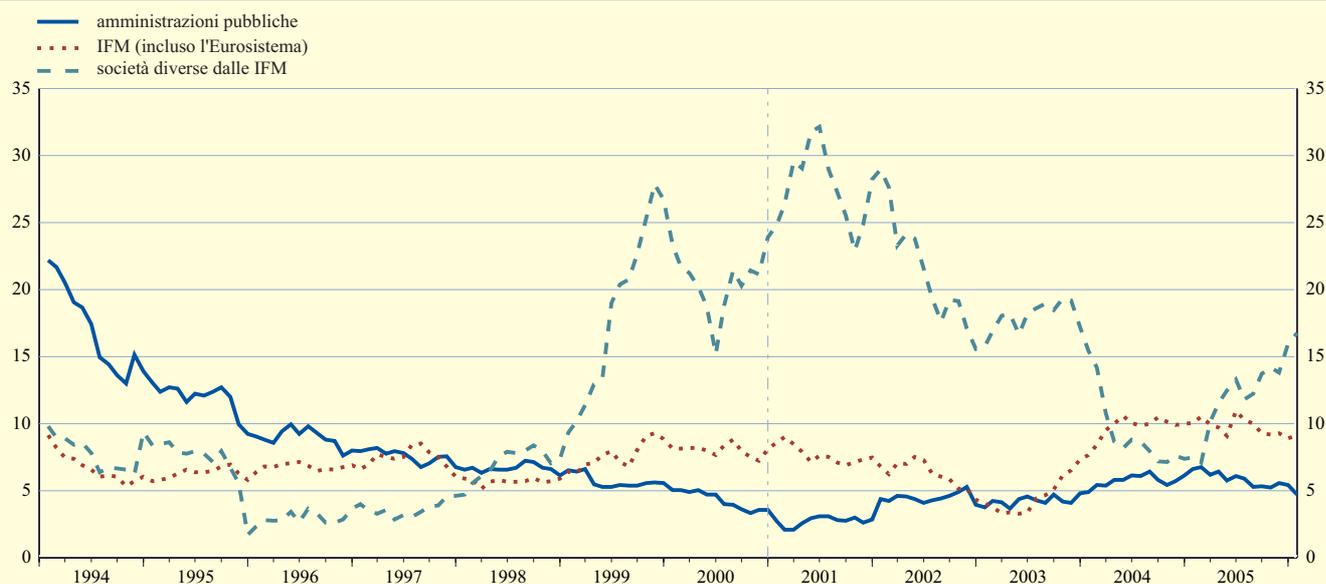


Fonte: BCE.

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												
2005 gen.	7,5	9,8	11,1	2,6	5,1	15,1	7,2	9,4	15,4	0,4	4,4	16,1
feb.	7,8	10,5	11,3	2,9	5,3	13,0	7,9	10,2	16,1	2,6	4,9	15,6
mar.	7,4	9,7	14,5	4,3	4,6	11,9	7,6	9,7	20,0	3,6	4,1	13,7
apr.	7,8	9,9	15,7	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,1	5,9	5,3	15,6
mag.	7,4	9,3	18,3	4,7	4,2	11,7	7,9	9,8	19,4	5,2	4,6	10,4
giu.	8,1	10,5	19,9	3,0	4,6	11,3	9,2	10,6	26,6	5,1	5,5	11,7
lug.	7,6	10,0	18,6	1,5	4,3	12,9	8,1	10,6	22,0	2,6	4,2	9,8
ago.	7,4	10,0	18,6	2,2	3,8	12,0	7,0	9,8	21,4	1,8	2,7	8,7
set.	7,4	9,4	21,0	2,8	3,8	11,7	7,2	9,1	22,2	2,0	3,5	9,7
ott.	7,5	9,4	21,3	3,9	3,6	12,1	6,4	8,5	23,6	2,1	2,0	8,8
nov.	7,6	9,4	20,9	3,0	4,1	12,3	7,2	8,9	22,4	0,8	3,5	14,1
dic.	7,6	8,4	23,7	3,5	4,2	12,9	5,9	6,3	20,6	1,9	2,9	14,3
2006 gen.	7,6	9,1	24,4	3,5	3,7	11,3	7,1	7,6	26,7	4,4	3,2	12,8
A lungo termine												
2005 gen.	8,0	10,1	11,0	2,8	6,1	14,8	8,0	9,8	14,9	2,6	5,5	16,0
feb.	8,2	10,5	11,0	1,8	6,4	12,6	8,8	10,8	15,6	2,5	6,3	15,6
mar.	8,2	10,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,7	10,1	19,8	2,7	5,9	14,3
apr.	8,4	9,7	15,4	6,1	6,0	12,6	9,3	10,0	18,8	3,0	7,5	16,2
mag.	8,0	9,1	18,1	4,8	5,4	11,7	8,7	9,7	19,2	1,8	6,6	11,3
giu.	8,9	10,9	19,7	4,3	5,7	11,3	10,6	12,2	26,9	2,7	7,2	11,5
lug.	8,4	10,3	18,5	2,6	5,4	13,2	8,8	10,8	22,2	2,7	5,3	10,4
ago.	8,1	10,0	18,7	3,4	4,8	12,3	7,4	9,3	22,0	4,3	3,4	9,2
set.	8,0	9,3	21,1	3,6	4,9	12,2	7,4	8,4	22,5	4,5	3,9	10,1
ott.	8,0	9,2	21,4	4,2	4,8	12,5	6,8	8,4	24,2	5,4	2,1	8,9
nov.	8,2	9,3	21,1	3,5	5,1	12,9	7,7	8,8	22,9	5,3	3,6	14,6
dic.	8,3	8,9	24,0	4,2	4,9	13,3	6,0	5,6	21,0	5,7	2,8	15,2
2006 gen.	8,1	9,1	24,7	5,0	4,2	11,8	7,4	7,5	27,1	7,3	3,1	13,3

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.

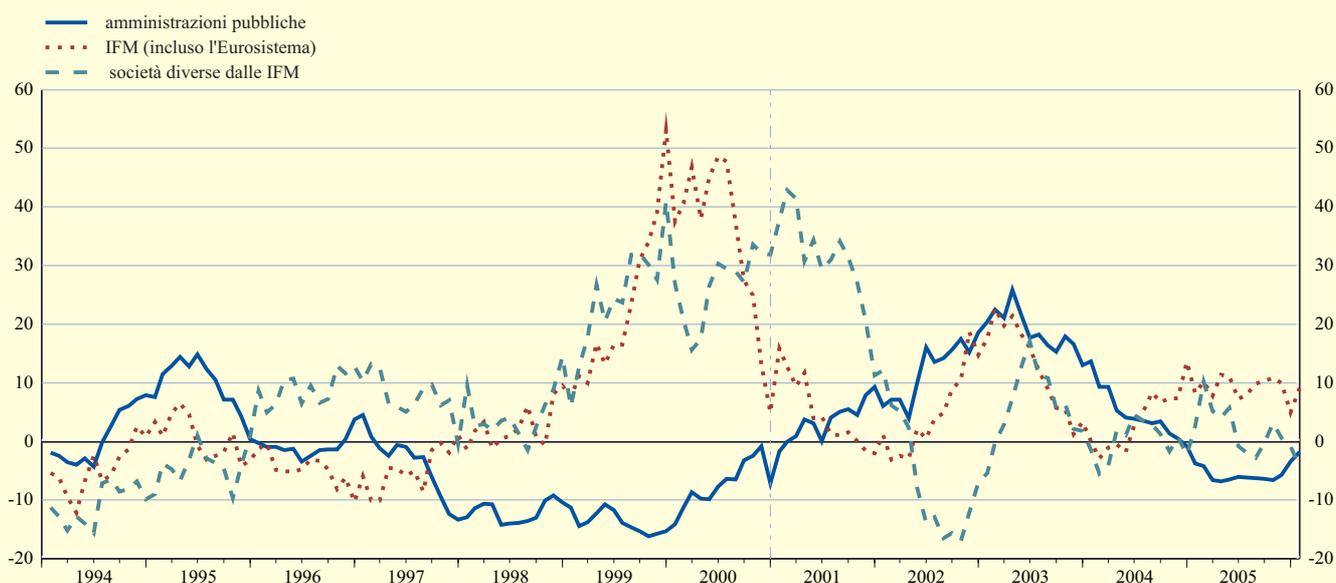
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾

(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	
	13	14	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2004	5,1	3,1	6,5	3,3	5,8	14,7	16,3	18,5	27,3	8,6	0,6	26,4
2005	4,7	3,1	5,8	0,2	5,5	15,0	19,3	18,3	35,2	22,4	9,9	4,6
2005 1° trim.	4,7	2,8	4,0	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,9	27,7	7,7	12,3
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,2	5,8	14,7	19,3	18,9	34,4	26,5	8,5	3,1
3° trim.	4,5	3,0	6,6	0,5	5,0	15,6	20,6	19,7	38,1	17,6	11,6	1,6
4° trim.	4,7	3,9	6,6	0,4	4,8	15,9	19,0	15,3	43,2	19,2	11,8	1,9
2005 ago.	4,5	3,1	6,3	0,9	5,0	15,7	19,9	19,2	37,1	15,9	10,5	0,8
set.	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,7	17,4	42,3	18,3	16,6	3,5
ott.	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,4	18,6	15,2	42,3	17,8	11,7	2,3
nov.	4,9	4,3	5,3	-0,1	5,2	16,5	18,4	14,7	43,5	19,3	10,5	0,9
dic.	4,7	3,7	8,2	0,3	4,7	16,8	19,0	14,8	45,2	22,4	9,7	1,5
2006 gen.	4,5	4,6	8,2	0,5	4,0	14,9	19,3	15,1	47,0	23,2	8,7	1,0
	Euro											
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,4	9,0	0,5	25,3
2005	4,3	0,9	9,3	-0,3	5,4	15,3	18,8	17,2	34,6	22,4	10,3	5,2
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,2	24,1	26,7	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,2	0,8	5,8	15,1	18,8	18,0	34,4	24,6	9,0	3,7
3° trim.	4,1	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,4	18,9	37,6	18,4	12,1	2,5
4° trim.	4,3	1,9	8,8	0,5	4,7	16,2	18,2	13,9	40,9	20,7	12,3	2,2
2005 ago.	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,2	19,7	18,4	36,9	17,2	11,0	1,7
set.	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,1	16,0	40,5	19,7	17,2	4,3
ott.	4,3	2,2	9,7	1,3	4,6	15,7	17,9	14,0	39,8	19,2	12,2	2,5
nov.	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,9	17,6	13,1	41,1	20,9	11,0	1,0
dic.	4,2	1,8	9,1	0,4	4,5	17,2	18,2	13,2	42,9	23,8	10,2	1,7
2006 gen.	4,0	2,7	8,7	0,1	3,9	15,4	18,5	13,6	44,6	24,9	9,1	1,2

Fl6 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)

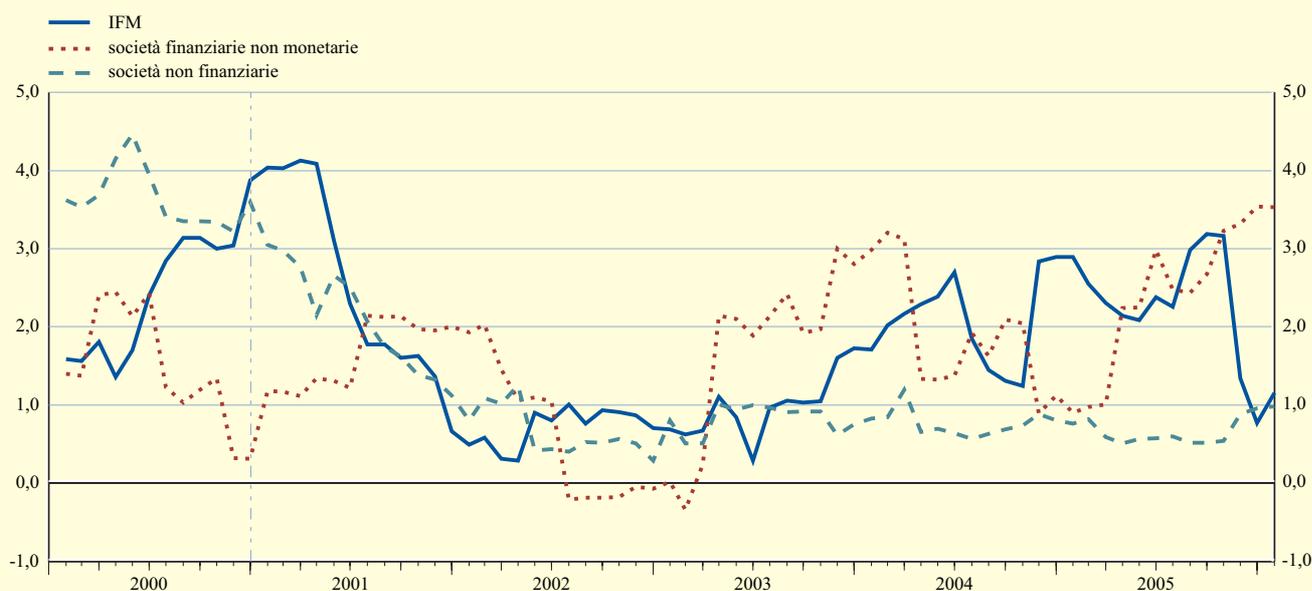
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
2004 gen.	3.788,6	101,5	1,2	584,1	1,7	375,1	3,0	2.829,4	0,8
feb.	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	377,1	3,2	2.887,1	0,8
mar.	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,2	357,7	3,1	2.836,9	1,2
apr.	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	363,7	1,3	2.805,4	0,7
mag.	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	353,0	1,3	2.766,8	0,7
giu.	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	364,4	1,4	2.843,2	0,6
lug.	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
dic.	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 gen.	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
feb.	4.254,5	102,6	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
mar.	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
apr.	4.094,7	102,9	0,9	656,0	2,1	409,4	2,2	3.029,3	0,5
mag.	4.272,7	102,9	1,0	678,1	2,1	424,0	2,2	3.170,5	0,6
giu.	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	3,0	3.242,1	0,6
lug.	4.631,7	103,1	1,1	727,9	2,3	466,7	2,5	3.437,1	0,6
ago.	4.606,4	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,9	0,5
set.	4.827,7	103,3	1,2	764,1	3,2	483,7	2,7	3.579,9	0,5
ott.	4.659,9	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.427,1	0,5
nov.	4.882,5	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.559,8	0,9
dic.	5.056,8	103,8	1,2	836,4	0,8	540,8	3,5	3.679,6	1,0
2006 gen.	5.289,7	103,9	1,3	884,8	1,2	535,8	3,5	3.869,1	1,0

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⁾

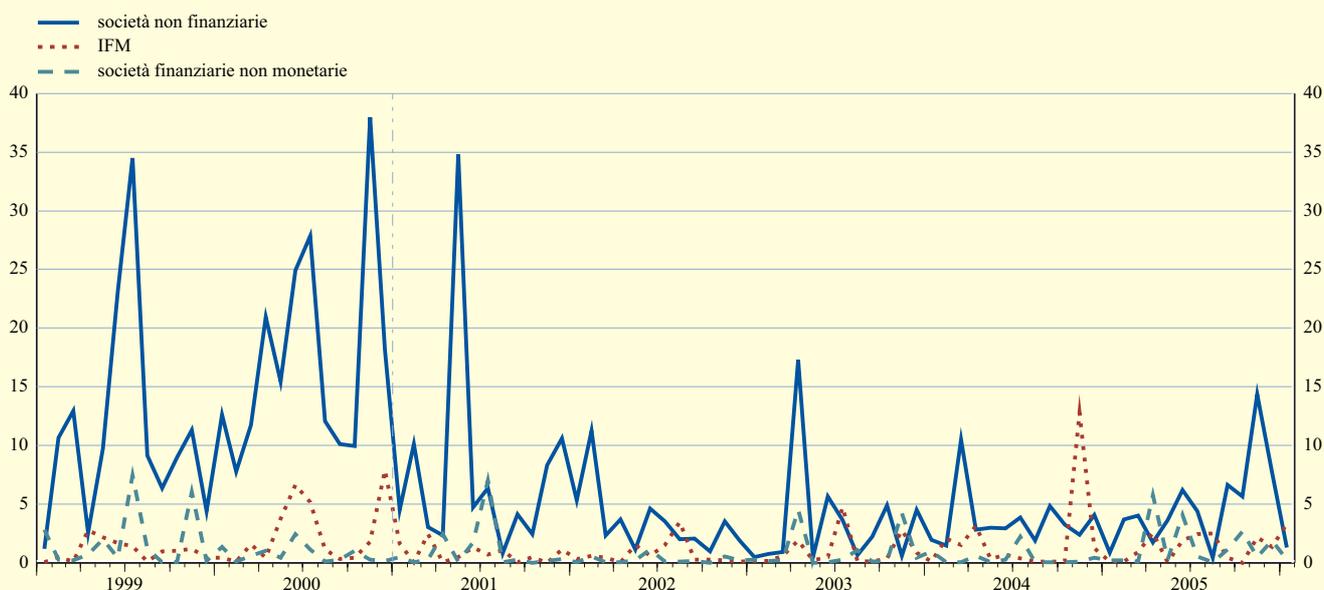
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
2004 gen.	3,0	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,9	1,0	0,9
feb.	3,5	0,9	2,5	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,7	0,7
mar.	12,0	1,1	10,9	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,0	9,5
apr.	6,5	1,3	5,2	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,8	1,2	1,6
mag.	3,3	3,7	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	3,0	3,6	-0,6
giu.	3,9	2,2	1,7	0,7	1,6	-0,9	0,3	0,0	0,2	2,9	0,6	2,4
lug.	6,4	3,8	2,6	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,9	3,8	0,1
ago.	2,0	3,1	-1,1	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	1,0	0,9
set.	4,9	2,2	2,8	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
ott.	3,3	0,7	2,6	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,2	0,7	2,5
nov.	15,3	3,6	11,7	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,3	-0,9
dic.	5,7	2,2	3,5	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	4,1	2,1	2,0
2005 gen.	1,1	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,9	1,2	-0,3
feb.	4,0	1,3	2,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	1,2	2,5
mar.	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
apr.	10,0	2,3	7,7	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	1,7	2,3	-0,5
mag.	3,9	2,9	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	3,6	2,7	1,0
giu.	12,1	4,9	7,2	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	6,2	3,2	3,0
lug.	7,4	6,6	0,8	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,4	3,7	0,7
ago.	2,9	2,2	0,7	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
set.	8,2	2,2	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,0	1,1	6,6	2,2	4,4
ott.	8,3	1,6	6,7	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
nov.	17,0	3,8	13,2	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,8	10,6
dic.	10,9	7,3	3,6	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,1
2006 gen.	4,9	0,7	4,1	3,3	0,0	3,3	0,3	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6

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

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



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi 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			
	1	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	7	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni		11
2005 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	2,02	2,22	2,90	2,01
set.	0,69	1,97	2,05	2,04	2,02	2,29	0,96	2,04	2,23	2,97	2,04
ott.	0,69	1,98	2,28	2,16	1,96	2,27	0,97	2,04	2,58	3,44	2,02
nov.	0,70	2,02	2,34	2,18	1,99	2,27	0,99	2,08	2,18	3,44	2,03
dic.	0,71	2,15	2,25	2,21	1,98	2,30	1,02	2,25	2,48	3,53	2,22
2006 gen.	0,73	2,33	2,47	2,56	1,99	2,32	1,04	2,27	2,40	3,48	2,25

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				
2005 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	6,50	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	3,32	3,72	4,00	3,99	3,89	3,80	4,59	4,41
set.	9,61	7,04	6,43	7,94	7,84	3,31	3,69	3,98	3,96	3,82	3,85	4,51	4,25
ott.	9,65	6,82	6,36	7,99	7,74	3,33	3,67	3,99	3,95	3,82	3,88	4,50	4,28
nov.	9,70	6,74	6,33	7,84	7,61	3,38	3,69	3,97	3,96	3,85	4,00	4,29	4,33
dic.	9,78	6,75	6,36	7,42	7,44	3,49	3,84	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,37
2006 gen.	9,97	6,89	6,50	8,12	7,86	3,61	3,90	4,14	4,05	4,10	4,15	4,59	4,29

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
2005 feb.	5,30	3,91	4,76	4,36	3,01	3,33	3,81
mar.	5,28	3,90	4,50	4,32	3,02	3,47	4,11
apr.	5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,53	3,99
mag.	5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,60	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	3,57	3,77
ago.	5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,52	3,81
set.	5,14	3,81	4,36	4,03	2,90	3,39	3,87
ott.	5,10	3,88	4,43	4,01	2,88	3,58	3,80
nov.	5,09	3,91	4,44	3,99	3,08	3,58	3,98
dic.	5,12	3,98	4,50	4,10	3,22	3,57	3,93
2006 gen.	5,24	4,07	4,59	4,08	3,18	3,71	3,91

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)

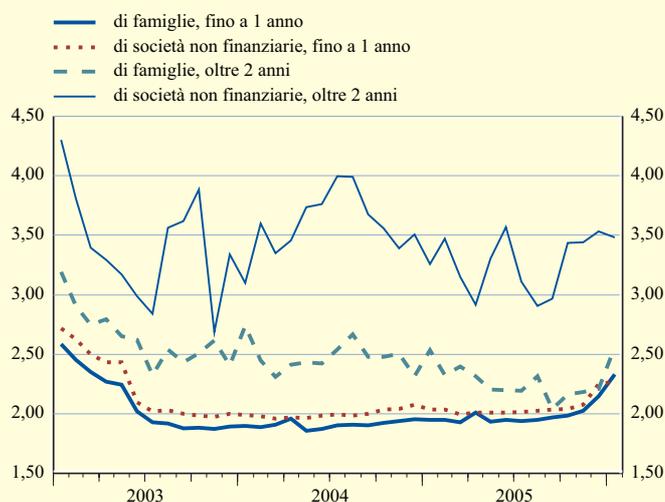
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2005 feb.	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	3,71	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	2,11	3,51	2,00
giu.	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,55	2,01
lug.	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,50	1,98
ago.	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,52	2,00
set.	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,11	3,50	2,01
ott.	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,45	2,03
nov.	0,70	1,96	3,15	1,99	2,27	0,99	2,16	3,43	2,06
dic.	0,71	2,01	3,15	1,98	2,30	1,02	2,30	3,41	2,16
2006 gen.	0,73	2,05	3,11	1,99	2,32	1,04	2,32	3,47	2,21

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
2005 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.	4,62	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35			
lug.	4,57	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29			
ago.	4,54	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28			
set.	4,51	4,23	4,59	7,94	6,85	5,71	4,25	3,78	4,26			
ott.	4,49	4,19	4,58	7,95	6,80	5,70	4,24	3,77	4,25			
nov.	4,51	4,17	4,53	7,88	6,77	5,70	4,29	3,79	4,25			
dic.	4,54	4,14	4,52	7,93	6,78	5,67	4,35	3,84	4,24			
2006 gen.	4,62	4,14	4,50	8,00	6,78	5,66	4,42	3,88	4,26			

F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

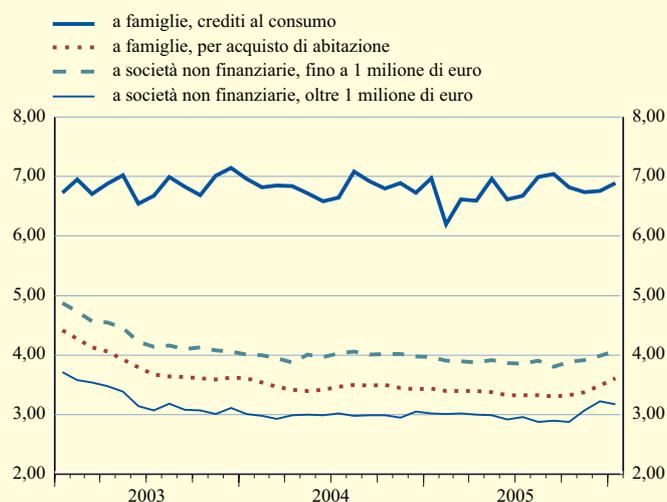
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



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)



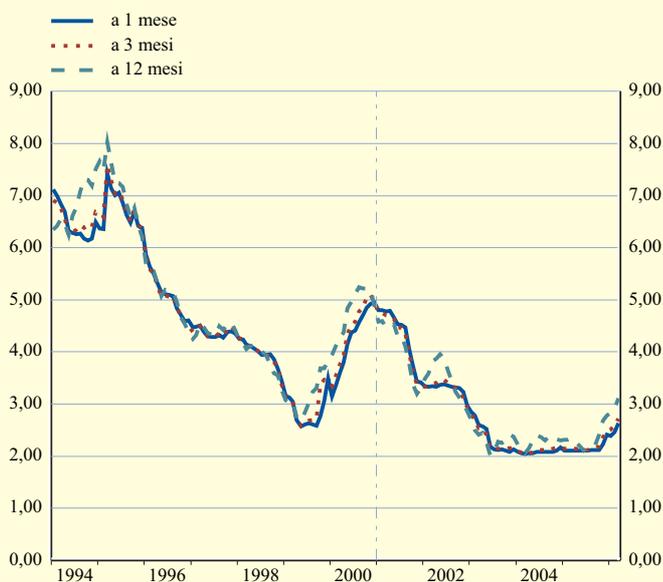
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
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
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
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
4° trim.	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2006 1° trim.	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
2005 mar.	2,06	2,10	2,14	2,19	2,33	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
nov.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
dic.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,78	4,49	0,07
2006 gen.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07
feb.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07
mar.	2,52	2,63	2,72	2,87	3,11	4,92	0,10

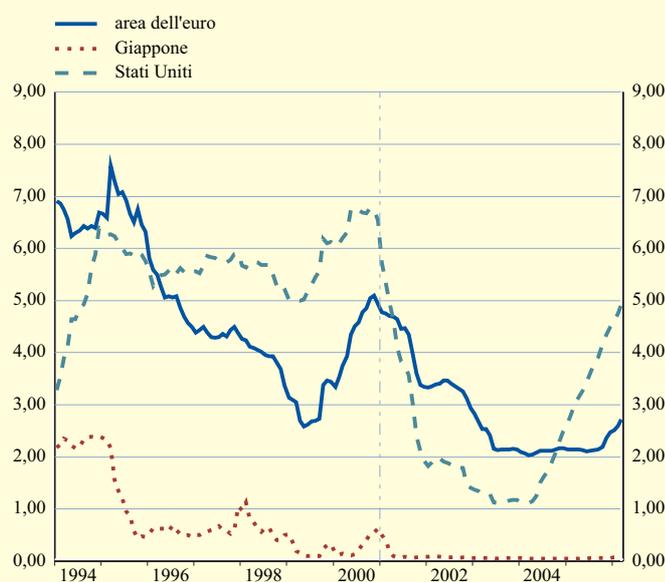
F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

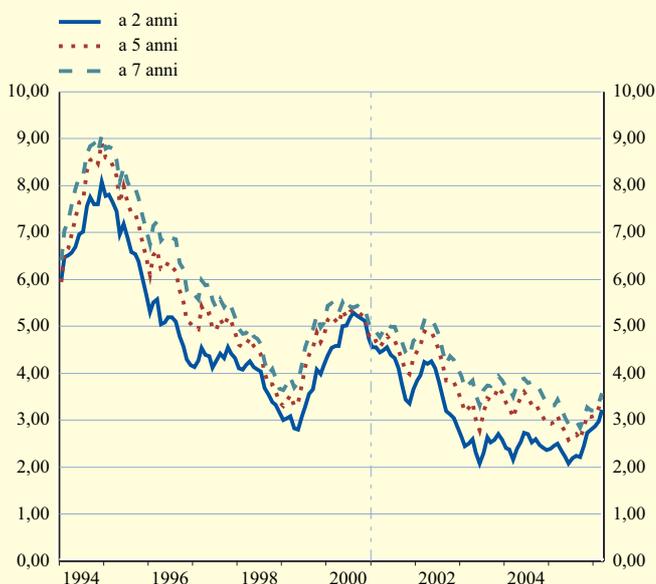
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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
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
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
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
4° trim.	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2006 1° trim.	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
2005 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
nov.	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
dic.	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54
2006 gen.	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47
feb.	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57
mar.	3,22	3,30	3,47	3,57	3,73	4,72	1,70

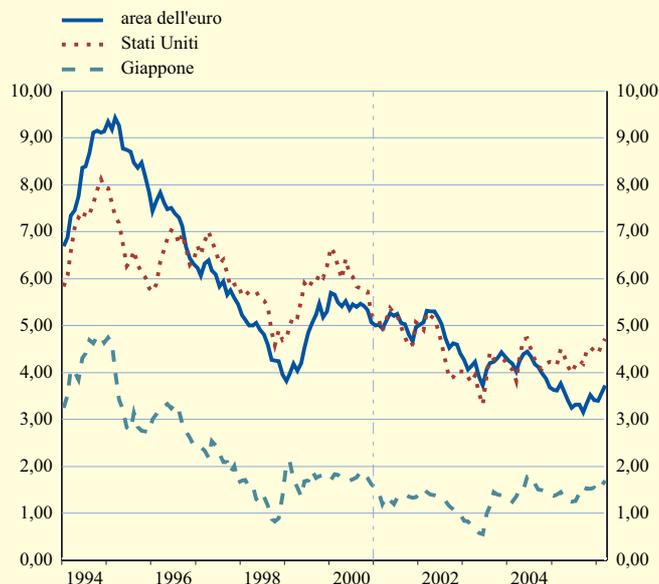
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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)



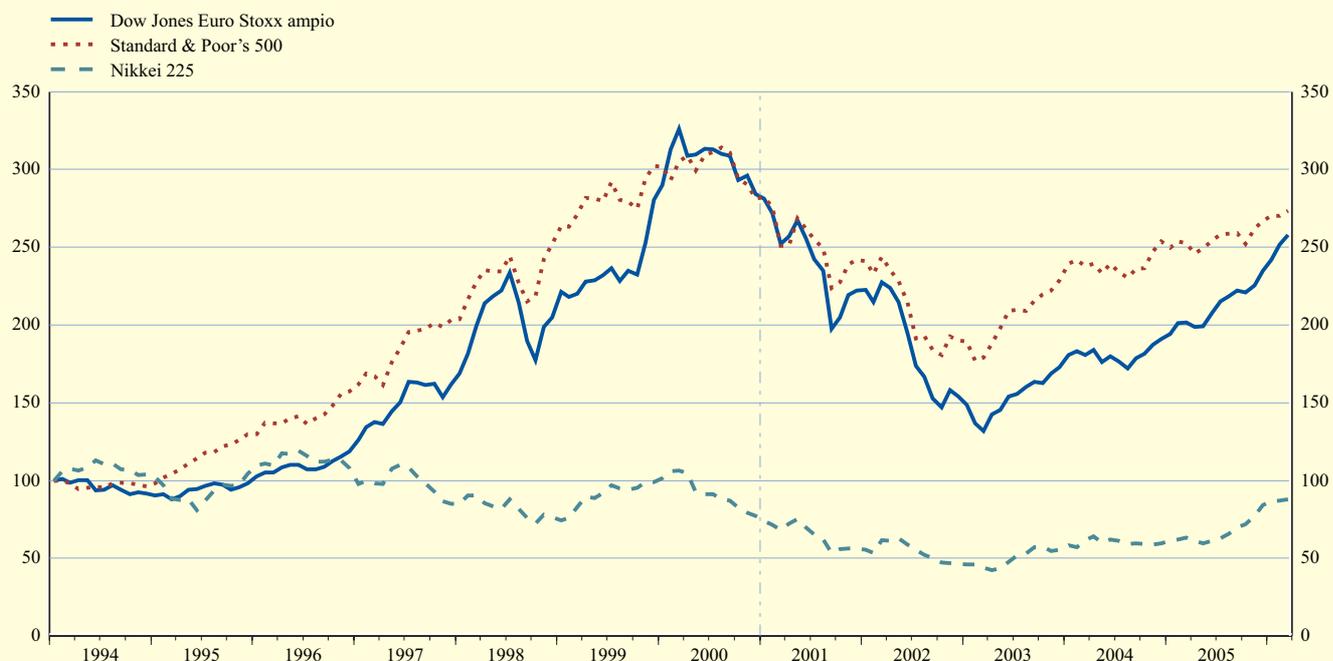
Fonte: BCE.

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	
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
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
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	12.310,9
4° trim.	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2006 1° trim.	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
2005 mar.	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,5
apr.	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2
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	11.402,8
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
nov.	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
dic.	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0
2006 gen.	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4
feb.	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6
mar.	358,0	3.814,9	386,5	203,1	294,9	417,4	372,5	393,6	366,3	430,4	422,7	532,9	1.293,7	16.325,2

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 2005 = 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	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2004 4° trim.	98,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,4	0,3	0,0	0,0	1,8	0,6
2005 1° trim.	98,8	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,5	0,0	0,3	0,5
2° trim.	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
3° trim.	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,5	0,0	0,0	5,6	0,6
4° trim.	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2005 ott.	101,0	2,5	1,5	2,6	2,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
nov.	100,8	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,2	0,4	0,1	-3,0	0,1
dic.	101,1	2,2	1,4	2,4	2,1	0,1	0,2	0,5	0,0	-0,7	0,1
2006 gen.	100,7	2,4	1,3	2,7	2,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	2,4	0,1
feb.	100,9	2,3	1,3	2,6	2,0	0,2	0,1	0,5	0,1	0,4	0,2
mar. ²⁾	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ¹⁾	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	6,6
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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	2,4	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
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2004 4° trim.	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	2,9	-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.	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
3° trim.	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
4° trim.	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2005 set.	1,8	2,3	1,0	3,4	0,2	15,0	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	2,9
ott.	1,9	2,4	1,1	2,9	0,3	12,1	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,4	2,7
nov.	2,2	2,6	1,5	2,5	0,4	10,0	2,4	1,9	2,8	-2,7	2,2	2,7
dic.	1,7	1,8	1,5	2,7	0,4	11,2	2,5	2,0	2,6	-2,7	2,2	2,8
2006 gen.	1,9	1,8	2,0	3,1	0,2	13,6	2,5	2,0	2,3	-2,8	2,2	2,4
feb.	1,8	1,9	1,7	3,0	0,3	12,5	2,6	2,1	2,6	-3,4	2,3	2,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2006.

2) Stime basate su dati preliminari di Germania, Spagna e Italia (e, ove disponibili, di altri Stati membri) nonché su anticipazioni relative 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	Totale al netto dell'energia				
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	7,0	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	.	.	28,5	9,4	44,6
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	12,1	3,1	7,8 ⁶⁾	22,4	2,2	42,2
3° trim.	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	.	.	33,5	11,6	50,9
4° trim.	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,4	1,2	1,4	15,6	.	.	34,2	23,2	48,6
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	35,7	21,2	52,3
2005 ott.	112,0	4,2	2,8	1,4	1,6	1,2	1,3	1,3	1,3	15,3	.	.	23,1	17,4	49,3
nov.	111,8	4,2	2,7	1,5	1,8	1,0	1,4	1,2	1,5	14,7	.	.	33,0	22,5	47,9
dic.	112,0	4,7	3,0	1,5	1,9	1,0	1,3	1,3	1,3	17,0	.	.	48,6	29,8	48,5
2006 gen.	113,3	5,2	3,3	1,6	2,0	1,0	1,5	1,4	1,5	19,8	.	.	43,4	23,1	52,5
feb.	113,9	5,4	3,3	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	19,7	.	.	38,0	23,1	51,8
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26,8	17,7	52,6

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	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	107,5	3,5	3,2	4,5	3,2	4,3	3,6	2,7
2003	110,8	3,0	2,8	3,8	3,0	3,9	2,9	2,4
2004	113,6	2,5	2,3	3,0	2,8	3,2	2,2	2,1
2005	116,5	2,6	2,3	2,9	2,6	2,5	2,6	2,1
2004 4° trim.	114,7	2,4	1,9	4,0	2,8	2,9	2,0	2,0
2005 1° trim.	115,4	3,2	2,7	4,0	3,2	3,2	3,2	2,2
2° trim.	116,2	2,5	2,2	2,7	2,6	2,3	2,4	2,1
3° trim.	116,8	2,3	2,2	2,4	2,3	2,0	2,2	2,1
4° trim.	117,5	2,4	2,1	2,5	2,2	2,6	2,5	2,0

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					
			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	102,2	2,2	1,5	1,4	2,3	1,4	4,0	2,6
2002	104,5	2,2	1,4	1,1	3,0	1,6	3,0	2,9
2003	106,5	1,9	2,8	1,0	1,6	1,7	1,9	2,8
2004	107,5	1,0	-7,2	-0,2	2,3	0,6	2,1	1,7
2004 3° trim.	107,4	0,4	-8,6	-1,4	3,5	0,9	2,3	0,5
4° trim.	108,0	1,1	-4,6	0,8	3,3	0,3	2,0	1,3
2005 1° trim.	108,3	1,1	2,1	0,1	4,2	0,5	1,6	1,4
2° trim.	108,4	0,9	5,0	-0,3	2,9	0,7	2,3	1,1
3° trim.	108,2	0,7	2,4	-0,3	1,0	0,0	2,2	1,5
Redditi per occupato								
2001	102,7	2,7	1,3	2,5	3,1	2,5	2,6	3,0
2002	105,3	2,5	3,0	2,6	3,2	2,2	1,9	2,9
2003	107,7	2,3	0,9	2,7	2,5	2,0	1,8	2,6
2004	109,9	2,0	0,6	3,0	3,1	1,6	1,4	2,1
2004 3° trim.	109,8	1,5	0,4	2,3	2,9	1,6	1,6	0,8
4° trim.	110,4	1,7	2,2	2,5	3,1	1,5	1,2	1,5
2005 1° trim.	110,9	1,4	2,2	1,5	2,6	1,7	1,6	1,1
2° trim.	111,4	1,4	1,9	1,5	3,2	1,8	2,1	0,4
3° trim.	111,6	1,6	0,3	1,9	2,9	1,8	2,0	0,9
Produttività del lavoro ²⁾								
2001	100,5	0,5	-0,2	1,1	0,8	1,1	-1,4	0,4
2002	100,7	0,2	1,6	1,5	0,2	0,6	-1,1	0,0
2003	101,1	0,4	-1,8	1,7	0,9	0,3	-0,1	-0,2
2004	102,2	1,1	8,5	3,2	0,8	0,9	-0,7	0,4
2004 3° trim.	102,3	1,0	9,9	3,8	-0,6	0,7	-0,8	0,3
4° trim.	102,2	0,6	7,1	1,6	-0,2	1,2	-0,8	0,1
2005 1° trim.	102,4	0,3	0,1	1,4	-1,6	1,2	0,0	-0,3
2° trim.	102,7	0,4	-2,9	1,8	0,3	1,2	-0,3	-0,7
3° trim.	103,1	0,8	-2,0	2,2	1,9	1,7	-0,2	-0,6

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

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

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

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

5.2 Produzione e domanda
1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2002	7.248,2	7.058,7	4.141,5	1.465,2	1.465,2	-13,2	189,5	2.623,6	2.434,1
2003	7.446,4	7.283,4	4.266,8	1.522,8	1.493,4	0,4	163,0	2.625,1	2.462,0
2004	7.723,2	7.562,6	4.411,5	1.577,0	1.557,0	17,2	160,6	2.815,4	2.654,8
2005	7.968,4	7.853,2	4.556,6	1.631,1	1.628,4	37,0	115,2	2.996,2	2.881,0
2004 4° trim.	1.951,2	1.918,1	1.118,4	397,3	394,9	7,5	33,0	721,6	688,6
2005 1° trim.	1.966,9	1.931,9	1.124,7	400,2	398,6	8,4	35,0	717,9	682,9
2° trim.	1.982,0	1.951,4	1.133,3	404,8	404,6	8,7	30,6	736,2	705,6
3° trim.	2.002,0	1.975,4	1.147,3	408,5	411,4	8,2	26,5	767,1	740,6
4° trim.	2.017,5	1.994,4	1.151,3	417,7	413,8	11,6	23,0	775,0	751,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2005	100,0	98,6	57,2	20,5	20,4	0,5	1,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2004 4° trim.	0,2	0,5	0,9	0,0	0,4	-	-	0,3	1,3
2005 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	-	-	-0,9	-1,5
2° trim.	0,4	0,5	0,3	0,8	1,0	-	-	2,0	2,3
3° trim.	0,7	0,5	0,5	0,9	1,1	-	-	3,4	3,1
4° trim.	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,8	-	-	0,5	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-1,5	-	-	1,6	0,2
2003	0,7	1,3	1,0	1,7	0,8	-	-	1,1	2,9
2004	2,1	2,0	1,5	1,1	2,3	-	-	6,5	6,6
2005	1,3	1,5	1,3	1,4	2,1	-	-	3,8	4,5
2004 4° trim.	1,6	1,9	1,9	0,7	1,6	-	-	5,8	7,1
2005 1° trim.	1,2	1,6	1,3	0,8	1,2	-	-	3,1	4,3
2° trim.	1,2	1,7	1,5	1,2	1,9	-	-	2,6	4,2
3° trim.	1,6	1,7	1,9	1,6	2,7	-	-	4,9	5,4
4° trim.	1,7	1,6	0,8	1,7	3,2	-	-	5,1	5,0
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2004 4° trim.	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,3	-	-
2005 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
3° trim.	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	-0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,3	-0,3	0,5	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,9	0,2	0,5	0,4	0,1	-	-
2005	1,3	1,5	0,8	0,3	0,4	0,0	-0,2	-	-
2004 4° trim.	1,6	1,9	1,1	0,1	0,3	0,4	-0,3	-	-
2005 1° trim.	1,2	1,5	0,8	0,2	0,2	0,4	-0,3	-	-
2° trim.	1,2	1,7	0,9	0,2	0,4	0,2	-0,5	-	-
3° trim.	1,6	1,7	1,1	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-	-
4° trim.	1,7	1,5	0,4	0,3	0,6	0,1	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 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.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							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
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2002	6.512,2	153,3	1.378,6	369,6	1.385,2	1.752,5	1.473,0	736,0
2003	6.686,8	152,9	1.387,3	386,7	1.415,4	1.815,0	1.529,5	759,6
2004	6.928,8	153,6	1.430,2	411,1	1.462,3	1.886,6	1.584,9	794,5
2005	7.141,7	147,9	1.473,7	433,3	1.507,8	1.955,9	1.623,1	826,6
2004 4° trim.	1.749,3	38,6	359,5	104,6	369,7	478,0	398,9	201,9
2005 1° trim.	1.765,3	37,2	363,1	104,7	372,7	484,3	403,3	201,6
2° trim.	1.778,9	37,1	367,1	107,0	375,6	487,7	404,4	203,1
3° trim.	1.793,5	36,8	369,9	109,7	379,9	490,6	406,6	208,5
4° trim.	1.804,1	36,8	373,5	111,9	379,6	493,4	408,8	213,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2005	100,0	2,1	20,6	6,1	21,1	27,4	22,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2004 4° trim.	0,2	0,2	-0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	0,3
2005 1° trim.	0,3	-2,6	0,2	-0,5	0,5	0,8	0,3	0,0
2° trim.	0,5	-1,3	0,8	1,9	0,7	0,4	-0,1	0,0
3° trim.	0,6	-0,3	0,9	0,5	0,8	0,4	0,4	1,5
4° trim.	0,4	-0,3	0,6	1,3	0,5	0,0	0,3	-0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2002	1,0	-0,2	-0,2	0,1	1,2	1,4	2,0	0,1
2003	0,7	-4,0	0,1	1,0	0,5	1,3	1,1	0,8
2004	2,1	7,4	2,3	2,1	2,3	1,9	1,7	1,3
2005	1,4	-2,7	0,9	1,4	2,1	1,9	0,9	0,8
2004 4° trim.	1,7	6,3	0,6	1,2	2,3	1,8	1,6	0,7
2005 1° trim.	1,4	-1,3	0,4	-0,4	2,2	2,2	1,2	-0,3
2° trim.	1,2	-4,0	0,6	1,4	2,0	1,9	0,7	1,0
3° trim.	1,6	-4,0	1,4	2,4	2,4	1,9	1,0	1,7
4° trim.	1,8	-4,5	2,6	3,1	2,4	1,6	0,8	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2004 4° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
2005 1° trim.	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,5	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
2004	2,1	0,2	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,2	-
2004 4° trim.	1,7	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005 1° trim.	1,4	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,3	-
2° trim.	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,2	-
3° trim.	1,6	-0,1	0,3	0,1	0,5	0,5	0,2	-
4° trim.	1,8	-0,1	0,5	0,2	0,5	0,4	0,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

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
in perc. del totale ¹⁾	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
2003	0,3	100,3	0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-4,5	0,3	3,0	-0,1
2004	2,1	102,2	1,9	2,0	1,9	2,2	3,0	0,5	0,1	0,6	1,9	-0,2
2005	1,0	103,5	1,2	1,2	1,1	0,8	2,5	0,6	-0,9	0,9	1,2	-0,3
2005 1° trim.	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,5	2,1	-0,9	-3,7	-0,4	1,4	-4,2
2° trim.	1,1	103,1	0,7	0,8	0,4	-0,4	2,2	0,7	-1,5	1,1	1,2	-0,1
3° trim.	1,2	104,0	1,5	1,5	1,4	0,9	2,9	1,7	-0,1	2,0	0,4	1,1
4° trim.	2,0	104,5	2,0	2,2	2,2	2,4	3,0	0,9	1,7	0,8	1,8	1,7
2005 ago.	1,9	104,4	2,7	3,1	3,2	3,5	2,9	3,5	2,7	3,6	-0,6	2,4
set.	1,3	104,2	1,3	1,6	1,6	0,8	2,9	1,8	-0,1	2,2	-0,4	0,6
ott.	0,5	103,5	0,3	0,7	0,6	0,9	0,4	0,5	-0,8	0,7	-1,0	0,5
nov.	2,8	104,9	3,0	3,5	3,3	3,7	4,7	0,9	3,1	0,6	2,1	0,6
dic.	2,7	105,1	2,8	2,4	2,7	2,6	3,9	1,5	3,3	1,2	3,8	4,1
2006 gen.	.	105,2	2,6	2,4	2,5	2,2	4,5	0,8	3,2	0,5	3,7	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2005 ago.	0,7	-	0,8	1,3	1,4	2,1	0,0	1,3	1,2	1,3	-2,4	0,6
set.	-0,1	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,8	-0,6	-1,3	-0,4	0,7	-0,8
ott.	-0,5	-	-0,7	-0,7	-0,7	-0,1	-1,2	-0,8	-0,6	-0,8	-1,2	-0,1
nov.	1,1	-	1,4	1,3	1,3	1,7	1,5	0,2	1,7	0,0	2,9	0,6
dic.	0,6	-	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	0,7	0,0	0,8	3,0	2,3
2006 gen.	.	-	0,1	0,3	0,3	0,4	1,2	-0,4	0,6	-0,6	-2,7	.

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 (dest.) ³⁾	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,4	0,2	101,3	-0,2	2,2	103,7	0,7	1,3	0,2	-1,9	0,6	911	-1,5
2004	105,3	7,3	106,4	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,9	3,3	922	1,1
2005	110,8	4,6	110,4	3,7	2,3	106,7	1,3	0,7	1,7	2,0	1,4	933	1,2
2005 1° trim.	106,4	2,8	106,9	2,3	2,5	106,4	1,7	1,4	1,8	1,4	1,0	921	0,6
2° trim.	108,9	3,3	110,7	4,2	1,7	106,2	0,8	0,3	1,1	1,5	0,5	937	1,0
3° trim.	110,7	5,0	111,6	4,0	2,6	106,9	1,6	0,5	2,3	2,3	2,1	942	4,6
4° trim.	117,2	7,3	112,4	4,1	2,3	107,3	1,2	0,6	1,8	2,6	1,8	932	-1,2
2005 set.	112,0	6,0	113,9	4,8	3,0	106,9	1,7	1,3	1,7	1,4	2,0	953	4,6
ott.	111,5	4,5	107,3	1,5	2,6	107,3	1,3	1,3	1,4	2,0	1,8	942	0,1
nov.	116,9	9,8	115,1	5,6	2,6	107,4	1,5	0,7	2,1	3,1	1,7	931	-2,0
dic.	123,2	7,5	114,9	5,1	2,0	107,2	0,9	0,0	1,8	2,6	1,9	922	-1,8
2006 gen.	115,8	9,6	114,4	7,8	2,7	107,7	1,3	0,5	1,7	4,2	1,8	943	2,1
feb.	.	.	.	.	2,4	107,5	1,0	-0,5	2,2	.	.	938	2,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2005 set.	-	1,5	-	0,4	-0,3	-	-0,6	0,1	-1,3	-3,1	-0,7	-	2,2
ott.	-	-0,5	-	-5,9	0,5	-	0,4	0,5	0,2	1,3	0,1	-	-1,2
nov.	-	4,9	-	7,3	0,1	-	0,1	-0,4	0,4	1,2	-0,1	-	-1,1
dic.	-	5,4	-	-0,2	0,0	-	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,7	-	-1,0
2006 gen.	-	-6,0	-	-0,4	0,6	-	0,5	0,8	0,2	0,8	0,0	-	2,2
feb.	-	.	-	.	-0,1	-	-0,2	-0,7	0,2	.	.	-	-0,5

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

1) Nel 2000.

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

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

5.2 Produzione e domanda

(saldi 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
2002	94,5	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,6	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,4	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,1	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-8
2005 1° trim.	98,7	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
2° trim.	96,1	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
3° trim.	97,7	-8	-18	11	6	81,0	-15	-4	-17	29	-8
4° trim.	100,1	-6	-15	10	7	81,4	-12	-4	-15	22	-9
2006 1° trim.	102,6	-2	-9	9	11	.	-11	-3	-11	20	-8
2005 ott.	100,2	-6	-16	10	8	81,1	-13	-5	-15	23	-9
nov.	99,7	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
dic.	100,5	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9
2006 gen.	101,5	-4	-12	10	9	81,7	-11	-3	-11	19	-9
feb.	102,7	-2	-10	8	11	-	-10	-3	-11	19	-8
mar.	103,5	-1	-6	9	12	-	-11	-3	-12	21	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2002	-17	-25	-10	-15	-18	17	-11	2	-3	-4	14
2003	-18	-25	-11	-11	-14	17	-2	4	-5	3	14
2004	-14	-22	-6	-9	-14	14	0	11	7	8	17
2005	-9	-15	-3	-9	-14	14	2	11	6	10	17
2005 1° trim.	-11	-15	-6	-10	-15	12	-2	11	8	7	17
2° trim.	-11	-18	-5	-10	-16	13	-1	9	0	9	17
3° trim.	-9	-16	-2	-9	-15	15	1	11	6	10	17
4° trim.	-5	-11	0	-6	-11	16	9	14	10	13	18
2006 1° trim.	-4	-10	2	-4	-5	16	8	15	11	14	19
2005 ott.	-7	-14	0	-5	-12	13	10	14	10	13	19
nov.	-3	-8	2	-8	-13	18	7	14	11	13	18
dic.	-6	-11	-1	-5	-7	17	9	13	9	13	18
2006 gen.	-4	-9	1	-6	-7	17	5	15	13	17	17
feb.	-5	-12	2	-5	-5	16	7	14	8	13	21
mar.	-3	-10	4	-1	-1	14	11	15	11	13	20

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	24,9	15,3	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,493	1,5	1,7	0,2	-0,8	0,1	0,7	1,7	4,2	1,3
2002	135,464	0,7	0,8	0,1	-1,6	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,838	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,835	0,7	0,6	1,3	-0,8	-1,6	1,1	0,9	2,5	1,3
2004 3° trim.	136,900	0,8	0,6	1,6	-0,4	-1,8	2,1	0,9	2,4	1,3
4° trim.	137,241	1,0	0,9	1,6	-0,6	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 1° trim.	137,363	0,9	0,8	1,2	-1,3	-1,1	1,4	1,1	2,1	1,4
2° trim.	137,576	0,8	0,8	1,0	-1,0	-1,3	1,2	0,9	2,2	1,4
3° trim.	137,940	0,8	0,9	0,4	-1,6	-0,9	0,7	0,6	2,2	1,6
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2004 3° trim.	0,408	0,3	0,1	1,4	0,3	-0,5	1,1	0,4	0,7	0,3
4° trim.	0,341	0,2	0,3	0,1	-0,3	0,2	-0,3	0,2	0,5	0,4
2005 1° trim.	0,122	0,1	0,3	-1,0	-1,0	-0,8	-0,1	0,1	0,7	0,5
2° trim.	0,213	0,2	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,2
3° trim.	0,364	0,3	0,2	0,5	-0,7	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,4

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	48,5	51,5					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,899	8,9	9,750	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,713	10,5
2005	12,543	8,6	9,484	7,3	3,060	17,7	6,084	7,4	6,460	10,0
2004 4° trim.	12,872	8,8	9,734	7,6	3,138	18,1	6,261	7,6	6,611	10,3
2005 1° trim.	12,848	8,8	9,627	7,5	3,221	18,4	6,217	7,6	6,631	10,3
2° trim.	12,674	8,7	9,601	7,4	3,072	17,7	6,156	7,5	6,517	10,1
3° trim.	12,377	8,5	9,402	7,3	2,975	17,3	6,038	7,4	6,339	9,9
4° trim.	12,223	8,4	9,215	7,1	3,008	17,6	5,886	7,2	6,337	9,8
2005 set.	12,259	8,4	9,280	7,2	2,980	17,4	5,991	7,3	6,269	9,8
ott.	12,219	8,3	9,219	7,1	3,000	17,5	5,929	7,2	6,290	9,8
nov.	12,244	8,4	9,235	7,1	3,009	17,6	5,888	7,2	6,356	9,9
dic.	12,206	8,3	9,190	7,1	3,016	17,7	5,840	7,1	6,365	9,9
2006 gen.	12,102	8,3	9,084	7,0	3,018	17,6	5,796	7,1	6,306	9,8
feb.	12,021	8,2	8,987	7,0	3,034	17,7	5,773	7,0	6,248	9,7

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

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

2) Occupazione nel 2004; disoccupazione nel 2005.

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 ³⁾
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,0	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	0,3	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	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,3	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	47,8	43,9	10,5	4,9	3,2	25,4	22,6	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⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,3	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	-1,5	0,8	-3,2	6,5	-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	-4,1	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,7	1,4	-3,2	-1,2	-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	30,7	10,7	17,1	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,4	12,5	16,2	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	28,7	14,0	14,1	17,7
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	26,9	14,9	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	25,7	12,1	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	22,5	11,1	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,0	10,6	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	19,5	9,8	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	19,9	10,5	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	19,1	10,9	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	7,6	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	7,1	20,0	26,1	29,2	73,2	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	3,7	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	3,5	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,6	62,2	3,6	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,8	6,7	5,2	0,5	7,6	62,7	3,6	15,5	26,8	27,9	69,3	0,9

3. Paesi dell'area dell'euro⁶⁾

	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	108,3	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,8	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,4	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	96,2	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	0,7	2,1	1,3
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,5	1,9	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	-0,2	-2,2	3,9
2000	1,0	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,9	-0,4	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,6	0,0	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,8	-0,5	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,6	1,0	0,9	2,5
2004	3,1	3,2	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	0,1	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 3° trim.	44,6	44,2	11,7	13,0	15,9	2,0	0,8	0,4	0,3	40,9
4° trim.	50,6	49,9	14,2	14,4	16,7	2,8	0,8	0,7	0,3	45,6
2000 1° trim.	43,5	42,9	11,0	13,1	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,8
2° trim.	47,6	47,1	13,8	13,4	15,7	2,1	1,2	0,5	0,3	43,2
3° trim.	44,2	43,8	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,4	0,2	40,5
4° trim.	49,7	49,2	13,9	14,1	16,6	2,8	0,9	0,5	0,3	44,8
2001 1° trim.	42,3	41,9	10,5	12,7	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,7
2° trim.	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,7	0,4	0,2	42,2
3° trim.	43,5	43,2	11,7	12,4	15,5	1,9	0,9	0,3	0,3	39,9
4° trim.	49,1	48,7	13,5	13,9	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 1° trim.	42,0	41,6	10,2	12,8	15,4	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
2° trim.	45,6	45,1	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,6	43,2	11,2	12,8	15,5	2,0	0,7	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	3,0	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 1° trim.	42,0	41,6	9,8	12,8	15,6	1,8	0,7	0,4	0,2	38,5
2° trim.	46,2	44,7	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,3	41,9
3° trim.	43,0	42,5	10,9	12,7	15,6	1,9	0,7	0,5	0,2	39,4
4° trim.	49,4	48,4	13,1	14,3	16,3	2,9	0,8	1,0	0,3	43,9
2004 1° trim.	41,6	41,1	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
2° trim.	45,2	44,3	12,2	13,0	15,4	2,0	0,9	0,9	0,6	41,2
3° trim.	42,7	42,2	10,7	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,4	48,4	13,0	14,5	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,1
2005 1° trim.	42,5	41,9	10,0	13,0	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,7
2° trim.	44,6	44,0	11,9	13,0	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,5
3° trim.	43,4	42,8	11,1	12,9	15,3	1,9	0,7	0,6	0,3	39,6

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

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 3° trim.	47,1	43,5	10,2	4,5	4,0	24,8	21,2	1,6	3,6	2,5	1,1	-2,5	1,5
4° trim.	50,4	45,6	11,0	5,3	3,7	25,7	22,1	1,6	4,8	3,1	1,7	0,2	3,9
2000 1° trim.	46,0	42,7	10,2	4,5	4,1	24,0	20,9	1,2	3,2	2,0	1,3	-2,5	1,6
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,9	1,4	3,4	2,3	1,1	1,2	5,0
3° trim.	43,0	42,7	10,1	4,5	4,0	24,2	20,8	1,5	0,3	2,5	1,0	1,2	5,1
4° trim.	49,5	45,7	11,0	5,3	3,7	25,7	21,9	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	4,0
2001 1° trim.	45,5	42,1	10,1	4,1	4,0	24,0	20,8	1,2	3,4	1,9	1,5	-3,2	0,8
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,8	1,4	3,5	2,4	1,1	0,4	4,3
3° trim.	46,3	42,6	10,0	4,6	3,9	24,2	20,9	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,8	1,1
4° trim.	51,0	46,1	10,9	5,6	3,6	25,9	22,1	1,6	4,9	3,2	1,8	-1,9	1,7
2002 1° trim.	46,0	42,6	10,3	4,2	3,7	24,3	21,2	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,0	-0,3
2° trim.	46,8	43,3	10,3	4,9	3,6	24,5	21,2	1,4	3,5	2,3	1,1	-1,2	2,4
3° trim.	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	25,0	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,8	46,4	11,0	5,6	3,4	26,4	22,6	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 1° trim.	46,7	43,2	10,4	4,4	3,5	24,9	21,5	1,2	3,5	1,9	1,6	-4,7	-1,1
2° trim.	47,6	44,1	10,5	4,7	3,4	25,4	21,8	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,1	43,4	10,3	4,7	3,3	25,2	21,6	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	10,9	5,7	3,1	26,6	22,8	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,3	43,0	10,4	4,4	3,3	24,9	21,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-4,8	-1,5
2° trim.	46,9	43,4	10,5	4,8	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,5
3° trim.	46,1	42,7	10,0	4,6	3,2	25,0	21,4	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,2
4° trim.	50,6	45,7	10,8	5,6	3,0	26,2	22,5	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,1	1,9
2005 1° trim.	46,6	43,2	10,3	4,4	3,2	25,2	21,5	1,1	3,4	1,9	1,5	-4,1	-0,9
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,8	3,1	24,7	21,5	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,6	3,1	24,8	21,3	1,3	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,6

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

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario non sono incluse. L'inclusione di tali transazioni porterebbe a un incremento sia delle entrate sia delle spese pari, in media, a circa lo 0,2 per cento del PIL. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

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 4° trim.	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5
2003 1° trim.	69,6	2,7	11,7	5,2	49,9
2° trim.	70,1	2,7	11,6	5,7	50,2
3° trim.	70,3	2,7	11,6	5,5	50,5
4° trim.	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 1° trim.	71,1	2,0	12,5	5,5	51,2
2° trim.	71,8	2,2	12,4	5,7	51,5
3° trim.	71,7	2,2	12,2	5,6	51,6
4° trim.	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4
2005 1° trim.	71,3	2,2	11,9	4,9	52,3
2° trim.	72,1	2,3	11,7	5,1	52,9
3° trim.	71,7	2,4	11,7	4,9	52,6

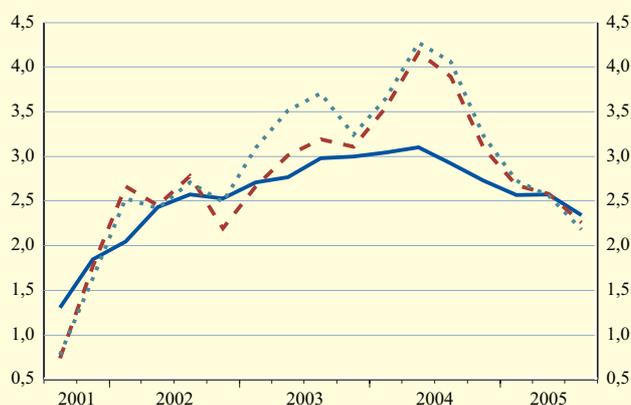
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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 4° trim.	-1,1	-1,7	-2,9	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	-1,8	-1,2	0,7
2003 1° trim.	7,8	-4,7	3,1	2,4	1,8	0,2	0,1	0,3	0,0	0,8	7,9
2° trim.	3,5	-1,4	2,1	2,9	2,0	0,0	0,1	0,9	-0,2	-0,6	3,8
3° trim.	2,8	-4,2	-1,4	-1,2	-1,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	2,7
4° trim.	-1,3	-1,8	-3,2	-3,4	-2,1	-0,2	-0,3	-0,8	-0,3	0,5	-1,0
2004 1° trim.	9,4	-4,8	4,6	2,1	1,4	0,2	0,5	0,0	0,1	2,4	9,3
2° trim.	6,0	-1,7	4,3	3,7	3,4	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,8	6,3
3° trim.	1,7	-3,4	-1,7	-0,9	-1,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,6	1,9
4° trim.	-4,2	-1,1	-5,3	-3,6	-2,6	-0,2	0,0	-0,7	-0,2	-1,6	-4,0
2005 1° trim.	7,6	-4,1	3,5	1,7	1,5	0,3	-0,2	0,1	0,5	1,3	7,1
2° trim.	5,5	-1,8	3,7	3,4	2,7	0,3	0,3	0,1	0,0	0,3	5,5
3° trim.	0,5	-2,5	-2,0	-2,3	-2,7	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,4

F26 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

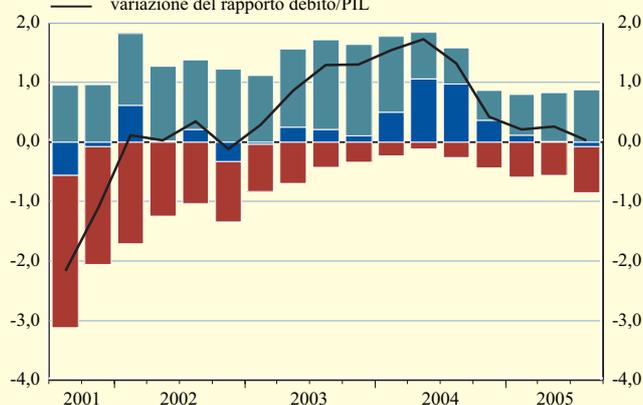
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F27 Debito (definizione di Maastricht)

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

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



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 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
2003	33,9	108,2	19,5	-37,4	-56,4	12,9	46,8	4,1	-1,7	68,9	-11,2	-80,2	28,2	-50,9
2004	45,6	106,7	28,3	-33,1	-56,3	17,4	63,0	-8,3	-46,8	71,2	-4,8	-40,4	12,5	-54,7
2005	-28,0	58,5	31,8	-52,0	-66,4	12,2	-15,8	44,2	-153,8	144,7	-15,9	50,3	18,9	-28,4
2004 4° trim.	15,5	21,6	6,3	1,9	-14,3	5,9	21,4	2,3	-19,9	30,7	-4,1	-6,8	2,4	-23,7
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.	-13,6	18,4	10,2	-26,0	-16,1	3,9	-9,7	43,4	-11,6	103,3	3,3	-54,7	3,1	-33,7
3° trim.	-3,8	16,3	8,1	-9,0	-19,3	3,0	-0,9	29,8	-97,6	92,6	-8,7	41,3	2,2	-29,0
4° trim.	-14,0	8,3	10,3	-13,9	-18,7	4,1	-9,9	-54,9	-24,6	-55,0	-3,3	19,2	8,8	64,8
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.	-11,0	3,8	2,5	-13,0	-4,3	0,2	-10,8	-11,2	-11,6	-14,0	-0,5	15,6	-0,8	22,0
mag.	-3,0	6,0	3,2	-7,0	-5,3	1,6	-1,5	39,4	7,9	18,2	0,7	10,0	2,6	-38,0
giu.	0,4	8,5	4,4	-6,0	-6,5	2,1	2,5	15,3	-7,9	99,1	3,0	-80,3	1,4	-17,8
lug.	1,4	9,8	3,8	-6,5	-5,6	0,8	2,2	3,4	-83,7	75,3	0,9	8,4	2,6	-5,6
ago.	-2,8	0,8	1,6	0,4	-5,7	0,8	-2,0	-1,3	-12,2	-12,9	-7,0	30,9	-0,1	3,3
set.	-2,4	5,7	2,7	-2,8	-8,0	1,4	-1,1	27,7	-1,7	30,3	-2,6	2,0	-0,3	-26,6
ott.	-7,5	3,2	4,2	-9,4	-5,5	0,8	-6,8	-9,9	-6,4	-6,6	-1,5	4,3	0,2	16,7
nov.	-7,2	2,5	2,7	-5,5	-6,9	0,9	-6,4	-8,8	-12,9	-34,7	1,0	36,6	1,2	15,2
dic.	0,7	2,5	3,5	1,0	-6,3	2,5	3,2	-36,2	-5,3	-13,8	-2,8	-21,7	7,4	32,9
2005 gen.	-11,3	-6,8	-0,3	-1,7	-2,5	1,0	-10,3	-12,3	5,1	-38,2	-2,1	25,3	-2,3	22,5
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2006 gen.	-33,5	50,3	31,0	-49,6	-65,2	14,0	-19,5	13,7	-138,2	123,9	-14,6	24,5	18,2	5,8

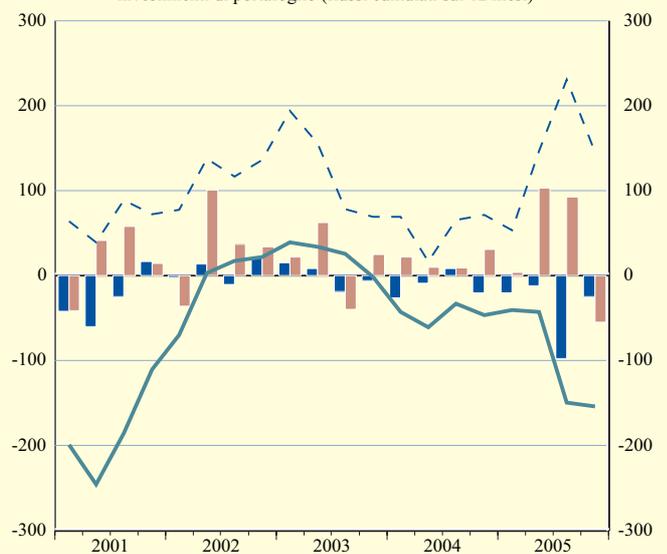
F28 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ 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

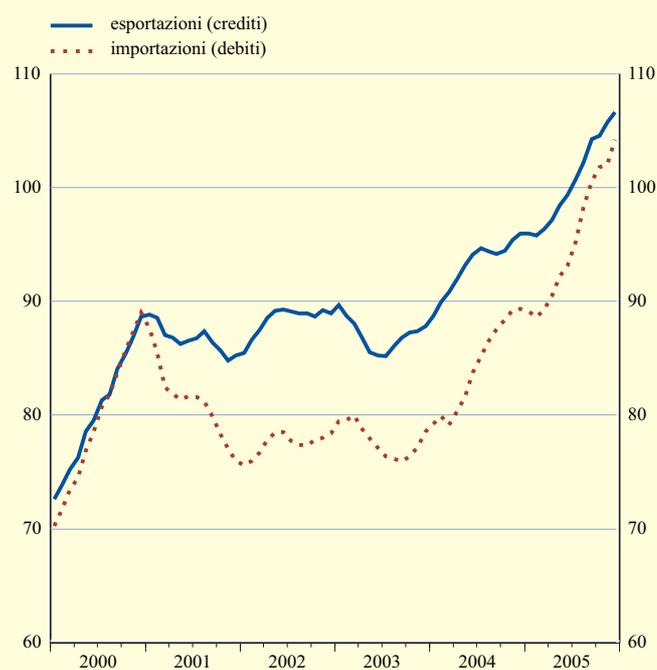
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2003	1.691,0	1.657,1	33,9	1.041,2	933,0	331,9	312,3	236,3	273,6	81,7	138,1	23,7	10,8
2004	1.840,7	1.795,1	45,6	1.133,1	1.026,4	360,3	332,0	266,2	299,3	81,0	137,3	24,0	6,6
2005	1.996,6	2.024,6	-28,0	1.222,1	1.163,6	386,0	354,2	306,3	358,3	82,2	148,5	22,2	10,1
2004 4° trim.	485,0	469,5	15,5	299,9	278,3	92,6	86,2	74,5	72,6	18,0	32,3	7,6	1,7
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.	498,7	512,3	-13,6	304,9	286,5	96,1	86,0	81,0	107,1	16,7	32,8	5,7	1,8
3° trim.	505,6	509,4	-3,8	309,2	292,8	107,1	99,0	73,9	82,8	15,4	34,7	4,8	1,8
4° trim.	531,9	545,9	-14,0	329,2	320,9	98,8	88,5	86,1	100,0	17,7	36,5	6,9	2,8
2005 nov.	176,7	183,9	-7,2	112,7	110,1	31,2	28,5	28,3	33,8	4,5	11,5	1,5	0,7
dic.	185,9	185,1	0,7	108,3	105,8	34,1	30,6	34,5	33,5	9,0	15,3	3,7	1,2
2006 gen.	163,7	174,9	-11,3	100,9	107,8	29,8	30,0	23,4	25,1	9,6	12,0	1,7	0,7
	Dati destagionalizzati												
2004 4° trim.	470,3	460,4	9,9	287,8	268,0	91,0	83,8	71,4	74,8	20,1	33,9	.	.
2005 1° trim.	473,7	469,2	4,5	289,0	267,8	93,2	85,8	70,7	77,4	20,8	38,2	.	.
2° trim.	487,8	487,6	0,3	298,0	279,3	94,4	87,4	73,9	86,2	21,5	34,6	.	.
3° trim.	509,6	521,2	-11,6	312,8	301,7	99,8	93,4	77,0	90,0	20,0	36,1	.	.
4° trim.	518,8	540,0	-21,3	318,8	311,6	97,7	86,7	82,8	104,0	19,5	37,7	.	.
2005 mag.	162,7	162,3	0,4	99,7	94,0	31,3	29,4	24,8	27,3	6,9	11,6	.	.
giu.	163,2	162,8	0,4	100,0	93,1	32,0	29,4	24,1	28,8	7,1	11,5	.	.
lug.	168,2	171,3	-3,1	102,4	98,6	33,1	31,0	25,7	30,6	6,9	11,1	.	.
ago.	170,1	176,4	-6,3	104,1	103,1	33,4	31,3	25,7	29,6	7,0	12,3	.	.
set.	171,3	173,5	-2,2	106,3	100,0	33,3	31,0	25,6	29,8	6,1	12,7	.	.
ott.	167,7	175,0	-7,4	103,2	102,1	32,5	29,3	25,5	32,8	6,5	10,8	.	.
nov.	174,2	183,7	-9,5	107,6	103,8	33,3	29,2	28,0	38,1	5,3	12,6	.	.
dic.	176,9	181,3	-4,4	108,0	105,7	31,9	28,1	29,3	33,2	7,8	14,3	.	.
2006 gen.	171,6	174,9	-3,3	108,2	108,4	33,2	31,0	26,4	26,8	3,7	8,7	.	.

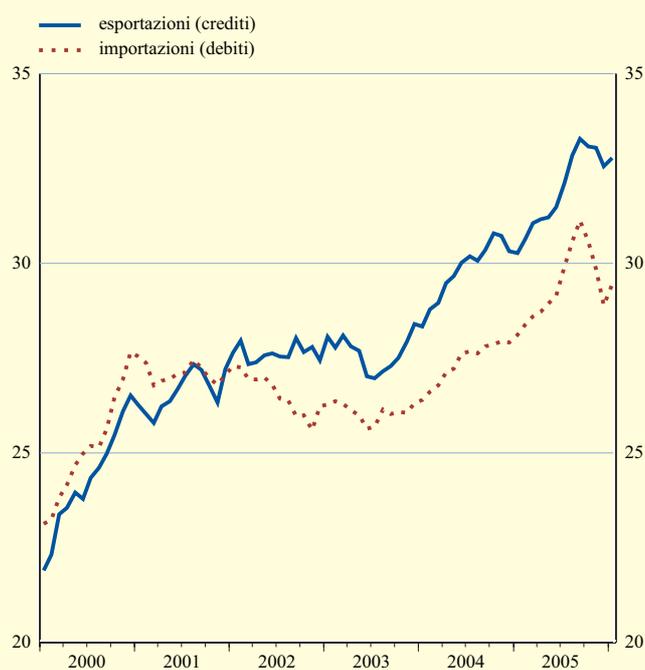
F30 Conto dei beni

(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	15,1	6,2	230,6	277,1	54,9	55,2	7,5	7,1	19,9	52,1	65,4	71,9	83,0	90,8
2003	14,8	6,1	221,4	267,5	59,4	52,6	10,0	9,7	18,6	53,5	65,7	79,1	67,8	72,6
2004	15,2	6,2	251,0	293,1	77,8	67,5	11,7	12,3	24,0	57,3	74,6	84,3	63,0	71,6
2004 3° trim.	3,8	1,8	59,9	66,0	16,5	16,3	2,5	2,9	5,7	11,3	19,3	17,6	15,9	17,8
4° trim.	4,0	1,6	70,5	71,0	25,5	15,1	3,0	3,5	5,4	10,4	19,5	22,7	17,1	19,4
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	1,8	77,3	105,3	23,9	24,4	3,2	3,6	9,8	30,0	21,7	24,1	18,7	23,1
3° trim.	3,8	1,9	70,1	80,9	16,5	20,8	2,8	3,0	7,4	15,4	23,6	19,3	19,7	22,4

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
2003	-139,7	-122,6	-2,3	-120,3	-17,1	0,0	-17,1	138,0	120,4	3,1	117,4	17,6	0,1	17,5
2004	-130,8	-141,6	-18,5	-123,0	10,8	0,1	10,7	84,0	76,6	1,2	75,5	7,4	0,7	6,7
2005	-206,9	-124,8	-8,4	-116,5	-82,1	0,2	-82,3	53,1	14,6	-0,4	14,9	38,6	0,3	38,3
2004 4° trim.	-65,2	-68,6	-8,6	-60,0	3,4	0,1	3,3	45,4	36,4	1,0	35,4	9,0	-0,1	9,1
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.	-25,9	-20,5	-1,8	-18,6	-5,4	0,0	-5,5	14,4	4,6	0,4	4,2	9,8	-0,1	10,0
3° trim.	-102,6	-78,3	-4,8	-73,5	-24,3	0,1	-24,4	4,9	-8,8	0,9	-9,6	13,7	0,4	13,3
4° trim.	-46,1	-10,6	0,7	-11,3	-35,5	0,0	-35,5	21,5	6,6	-1,9	8,5	14,9	-0,3	15,3
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.	-15,6	2,1	-1,8	3,9	-17,7	0,0	-17,7	4,1	7,8	-0,2	8,0	-3,7	0,1	-3,9
mag.	8,0	-4,5	-0,5	-4,0	12,5	0,0	12,5	-0,1	-2,1	0,2	-2,3	2,0	0,0	1,9
giu.	-18,3	-18,0	0,5	-18,5	-0,3	0,0	-0,3	10,4	-1,2	0,4	-1,5	11,6	-0,3	11,9
lug.	-83,5	-75,6	-3,2	-72,3	-7,9	0,1	-8,0	-0,2	0,9	0,2	0,7	-1,2	0,0	-1,2
ago.	-7,4	-1,9	-0,6	-1,4	-5,5	0,0	-5,5	-4,7	-4,9	0,2	-5,1	0,2	0,1	0,1
set.	-11,6	-0,8	-1,0	0,2	-10,8	0,0	-10,9	9,9	-4,8	0,4	-5,2	14,7	0,3	14,4
ott.	-9,4	6,9	0,6	6,3	-16,3	0,0	-16,3	3,0	5,9	0,1	5,8	-3,0	0,0	-2,9
nov.	-21,6	-5,2	0,5	-5,7	-16,3	0,0	-16,3	8,7	0,0	-1,7	1,8	8,6	-0,1	8,7
dic.	-15,1	-12,2	-0,3	-11,9	-2,9	0,0	-2,9	9,9	0,6	-0,3	0,9	9,3	-0,2	9,5
2006 gen.	1,8	6,5	-0,6	7,2	-4,7	-0,2	-4,5	3,3	5,6	0,1	5,4	-2,3	-0,1	-2,2

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				Passività
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema		IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche		
														Amministrazioni pubbliche		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-63,1	-2,6	111,6	-2,4	-45,0	-129,4	-0,2	197,5	0,2	-45,9	21,6	0,6	38,0
2004	0,0	-22,4	-80,4	-3,4	137,5	1,2	-81,4	-94,7	-2,1	255,8	-0,1	-43,3	-9,7	0,1	8,6
2005	-0,1	-14,8	-111,5	.	271,3	-0,7	-121,4	-160,9	.	240,8	0,0	-17,1	3,4	.	55,8
2004 4° trim.	0,0	-0,9	-23,8	-0,2	82,9	0,6	-20,9	-27,2	-0,5	41,3	-0,1	-12,2	5,6	4,3	-14,6
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	-22,2	-0,6	26,7	-0,7	-40,4	-33,2	-0,1	151,2	-0,4	-9,1	-5,0	-2,4	14,7
3° trim.	-0,1	-5,1	-26,4	-1,0	149,7	-0,4	-21,6	-53,6	0,1	28,5	0,1	-7,3	5,1	0,2	23,7
4° trim.	0,0	-3,9	-42,2	.	58,4	0,6	-24,0	-35,2	.	15,8	-0,1	-6,5	9,9	.	-27,8
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	-5,2	-	-47,4	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,8	-0,3	-10,5	1,3	-	11,2
mag.	0,0	6,7	-15,4	-	22,9	-0,1	-16,1	-5,5	-	27,5	0,0	-2,2	-6,0	-	6,4
giu.	0,0	5,1	-1,6	-	51,3	0,2	-11,1	-17,1	-	72,0	0,0	3,5	-0,2	-	-3,0
lug.	-0,1	-3,5	-14,6	-	109,0	0,2	-4,3	-16,0	-	0,5	-0,6	0,0	-0,4	-	5,1
ago.	0,0	2,0	-8,9	-	23,9	-0,5	-5,6	-15,2	-	-7,4	0,3	-11,5	1,0	-	8,9
set.	0,0	-3,5	-3,0	-	16,8	-0,2	-11,6	-22,4	-	35,3	0,4	4,2	4,5	-	9,7
ott.	0,0	4,9	-7,7	-	-9,8	0,6	-16,0	-13,4	-	19,7	0,0	7,0	5,2	-	3,0
nov.	0,0	-6,6	-16,2	-	16,0	0,1	-3,8	-14,8	-	2,8	0,0	-6,1	1,2	-	-7,3
dic.	0,0	-2,1	-18,3	-	52,3	-0,1	-4,1	-7,1	-	-6,8	0,0	-7,4	3,4	-	-23,5
2006 gen.	0,0	-5,2	-23,7	-	20,7	0,2	-31,8	-2,3	-	-4,7	0,4	1,9	-6,1	-	12,5

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Banconote, monete e depositi	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Attività	Passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2003	-254,1	173,9	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,4	134,8	-50,7	52,3	-101,7	82,5	-100,5	-	32,6
2004	-314,3	273,9	-0,2	7,1	-2,2	-2,0	-2,6	-259,6	246,9	-20,0	-3,3	-239,6	250,2	-52,4	-13,2	22,5
2005	-549,6	600,0	-1,0	5,9	3,6	-3,3	-2,2	-385,4	472,8	-101,4	44,9	-283,9	427,9	-166,9	-40,2	123,5
2004 4° trim.	-71,8	65,0	1,4	3,5	3,1	3,7	-1,6	-73,8	58,8	0,9	-0,9	-74,6	59,7	-2,5	10,3	4,4
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.	-162,6	107,9	-1,3	0,3	-7,4	-8,5	-1,8	-97,5	45,6	-18,7	22,4	-78,8	23,2	-56,4	11,5	63,8
3° trim.	-104,0	145,3	0,4	4,3	7,3	4,7	1,2	-85,5	125,0	-21,9	15,9	-63,6	109,2	-26,2	-16,8	14,7
4° trim.	-112,5	131,6	-0,6	-3,4	-0,2	-2,1	-1,9	-75,6	106,3	-39,3	-3,7	-36,3	110,0	-36,0	-16,0	30,7
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.	-120,5	136,1	0,1	-0,2	-5,2	-5,3	-2,1	-98,1	94,6	-9,1	0,1	-89,0	94,5	-17,4	11,5	43,8
mag.	-12,7	22,7	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	21,1	-3,4	11,0	20,9	10,1	-29,6	-3,7	1,4
giu.	-29,4	-50,9	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,1	-6,2	11,4	-10,7	-81,4	-9,4	3,7	18,6
lug.	-42,2	50,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,5	0,9	-39,1	47,3	-6,5	4,8	-32,7	42,5	-2,7	-1,5	3,5
ago.	20,7	10,2	0,2	0,8	6,0	8,4	0,5	20,5	-0,3	-0,7	4,3	21,2	-4,6	-6,0	-5,7	9,2
set.	-82,5	84,5	-0,1	4,6	2,0	0,9	-0,2	-66,9	78,0	-14,7	6,8	-52,2	71,2	-17,5	-9,6	2,0
ott.	-52,9	57,3	0,0	-1,0	0,3	-0,6	2,0	-49,1	51,5	-5,0	0,6	-44,1	50,9	-4,1	2,6	4,8
nov.	-126,4	163,0	-0,7	1,7	0,2	0,8	0,2	-114,0	170,1	-1,6	-3,4	-112,3	173,5	-12,0	-9,9	-9,0
dic.	66,9	-88,6	0,0	-4,1	-0,7	-2,3	-4,1	87,5	-115,3	-32,7	-0,9	120,2	-114,4	-19,9	-8,7	34,9
2006 gen.	-104,0	129,3	-0,2	8,0	1,2	1,8	-2,4	-71,2	117,4	9,1	-1,9	-80,3	119,4	-33,8	-18,0	6,2

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			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	0,4	-0,7	-1,1	0,0	-7,8	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-1,0	0,0	-3,7	0,3
2004	0,1	-0,3	7,1	0,1	0,0	-0,3	1,8	-2,0	-2,0	0,0	-2,6	0,0
2004 3° trim.	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2	0,1
4° trim.	1,7	-0,3	3,5	0,0	0,0	3,6	-0,1	3,7	-0,5	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	0,3	0,0	0,0	-6,9	1,6	-8,5	-0,5	0,0	-1,8	0,0
3° trim.	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	7,5	2,8	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-51,0	-21,8	-29,1	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-10,9	-86,3	-2,3	4,1	28,3	0,1
2004	-256,5	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-41,3	-28,1	-13,2	-5,0	8,6	11,7	2,2
2004 3° trim.	-22,1	-1,7	4,9	1,5	1,8	-8,7	4,2	-12,9	-0,8	0,0	-0,3	3,7
4° trim.	-75,6	1,8	59,1	-0,3	-0,1	-0,8	-11,2	10,3	-1,6	2,5	2,4	-0,5
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.	-97,3	-0,2	44,5	1,2	-5,2	-49,2	-60,8	11,5	-2,0	1,1	61,4	1,3
3° trim.	-83,5	-2,0	122,1	2,9	2,3	-21,7	-4,9	-16,8	-6,8	0,5	17,1	-2,9

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	-2,6	0,7	0,2	-2,0	-1,5	-1,7	-17,1	0,0	8,5	8,9	-0,2	0,0
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,3	18,7	-12,2	-0,1	0,0
2004 3° trim.	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,1	1,4	1,7	0,0	0,0
4° trim.	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,4	-2,8	-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	0,9	2,9	0,0	0,0
3° trim.	2,2	0,5	0,0	2,6	-1,0	1,6	0,9	0,0	-4,4	1,0	-0,1	0,0

Fonte: BCE.

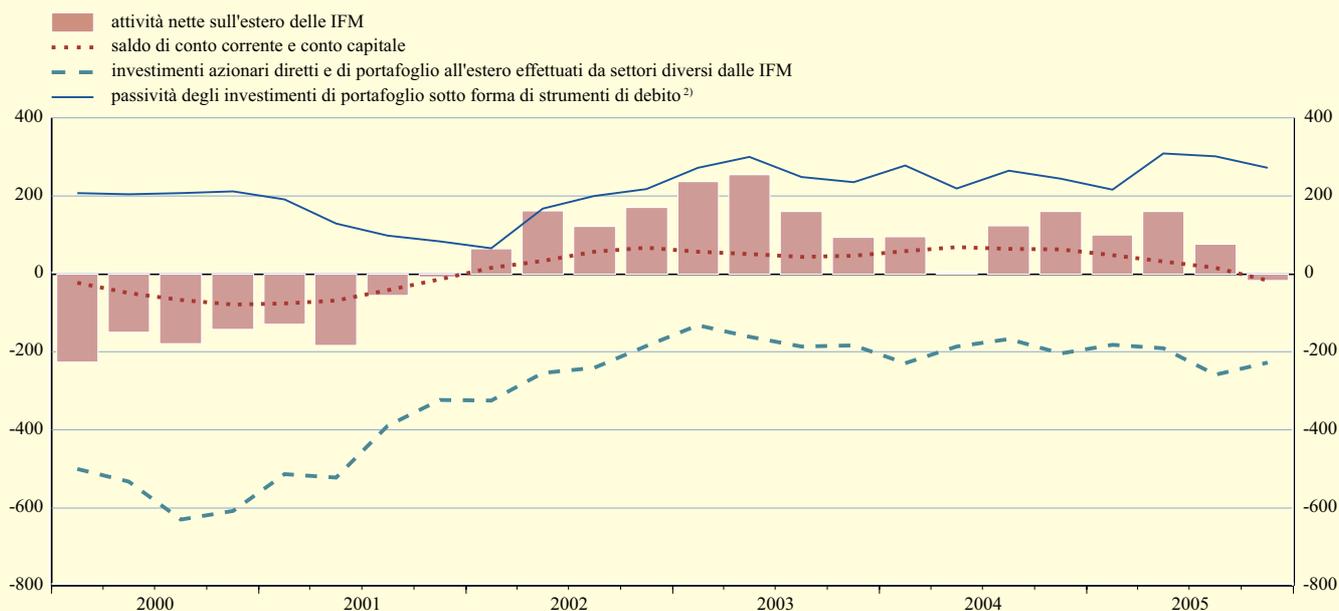
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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	
2003	46,8	-137,4	137,9	-170,9	115,9	235,8	-100,9	29,2	-11,2	-50,9	94,3	94,1
2004	63,0	-112,4	83,3	-184,8	127,5	244,5	-54,6	19,9	-4,8	-54,7	127,0	160,7
2005	-15,8	-198,7	52,8	-269,0	227,9	272,4	-163,3	121,3	-15,9	-28,4	-16,8	-16,2
2004 4° trim.	21,4	-56,7	45,4	-45,4	90,3	13,3	0,6	2,7	-4,1	-23,7	43,9	57,2
2005 1° trim.	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,3	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,6	-24,8
2° trim.	-9,7	-24,1	14,5	-60,3	0,9	171,6	-63,8	62,0	3,3	-33,7	60,5	65,0
3° trim.	-0,9	-97,9	4,5	-75,0	154,3	45,4	-18,9	16,0	-8,7	-29,0	-10,0	-20,7
4° trim.	-9,9	-46,8	21,9	-67,5	43,3	-15,8	-36,2	28,8	-3,3	64,8	-20,7	-35,7
2005 gen.	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,3	-15,8
feb.	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,7
mar.	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,5	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,9	-22,7
apr.	-10,8	-13,8	3,9	-14,6	-57,8	60,1	-22,5	41,6	-0,5	22,0	7,7	2,3
mag.	-1,5	8,5	-0,1	-26,9	11,2	31,9	-29,4	1,9	0,7	-38,0	-41,6	-39,5
giu.	2,5	-18,8	10,7	-18,9	47,5	79,6	-11,9	18,4	3,0	-17,8	94,4	102,1
lug.	2,2	-80,3	-0,3	-31,1	116,0	3,8	-3,4	4,4	0,9	-5,6	6,7	0,6
ago.	-2,0	-6,9	-4,8	-23,0	25,5	0,4	0,0	9,7	-7,0	3,3	-4,8	1,7
set.	-1,1	-10,7	9,6	-20,8	12,8	41,1	-15,5	1,8	-2,6	-26,6	-11,9	-22,9
ott.	-6,8	-10,0	3,0	-15,8	-10,6	16,8	-3,8	6,8	-1,5	16,7	-5,2	-6,6
nov.	-6,4	-22,0	8,7	-29,7	15,9	-4,0	-11,8	-8,8	1,0	15,2	-41,8	-43,6
dic.	3,2	-14,8	10,1	-22,0	38,0	-28,6	-20,6	30,8	-2,8	32,9	26,3	14,5
2006 gen.	-10,3	2,6	3,4	-32,0	17,2	0,2	-32,6	3,8	-2,1	22,5	-27,3	-1,0
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2006 gen.	-19,5	-182,7	52,9	-285,4	237,6	249,7	-178,7	123,0	-14,6	5,8	-11,8	-1,4

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 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	1.949,7	716,6	40,4	64,3	386,0	166,7	59,2	26,5	50,2	132,1	330,8	693,6
Beni	1.192,8	415,6	27,8	44,3	206,8	136,4	0,2	15,3	33,3	68,1	178,8	481,8
Servizi	379,7	136,2	7,4	10,3	96,1	18,3	4,1	5,4	10,9	36,6	73,9	116,7
Redditi	294,7	104,5	4,7	9,1	74,1	10,7	5,9	5,2	5,7	21,1	71,7	86,6
<i>di cui: redditi da capitale</i>	279,6	99,3	4,6	9,0	72,5	10,5	2,6	5,1	5,6	14,9	70,3	84,4
Trasferimenti correnti	82,4	60,4	0,4	0,5	9,1	1,3	49,1	0,6	0,2	6,3	6,4	8,6
Conto capitale	22,9	20,3	0,0	0,0	0,9	0,1	19,2	0,0	0,1	0,4	0,4	1,6
Debiti												
Conto corrente	1.948,2	629,6	34,2	59,8	305,3	142,1	88,3	19,4	79,2	124,2	296,7	799,1
Beni	1.121,0	327,9	25,5	39,8	149,5	113,1	0,0	8,9	50,6	55,4	115,6	562,6
Servizi	351,9	110,7	6,1	8,3	73,4	22,7	0,2	5,6	7,3	30,0	74,7	123,5
Redditi	330,9	97,2	2,3	10,8	74,5	4,8	4,8	3,3	21,0	33,8	97,7	78,0
<i>di cui: redditi da capitale</i>	324,2	93,9	2,2	10,7	73,5	2,6	4,8	3,2	20,9	33,2	96,8	76,2
Trasferimenti correnti	144,4	93,8	0,4	0,9	7,8	1,5	83,3	1,6	0,3	5,0	8,6	35,0
Conto capitale	9,0	1,1	0,0	0,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,6	6,8
Saldo												
Conto corrente	1,5	87,0	6,2	4,5	80,8	24,6	-29,1	7,0	-29,0	7,9	34,1	-105,5
Beni	71,8	87,7	2,4	4,5	57,3	23,3	0,2	6,4	-17,2	12,7	63,1	-80,9
Servizi	27,8	25,4	1,3	2,0	22,7	-4,5	3,9	-0,2	3,6	6,7	-0,8	-6,8
Redditi	-36,2	7,3	2,4	-1,7	-0,5	5,9	1,1	1,9	-15,3	-12,7	-26,0	8,7
<i>di cui: redditi da capitale</i>	-44,7	5,4	2,4	-1,7	-1,0	7,9	-2,2	1,9	-15,2	-18,3	-26,5	8,1
Trasferimenti correnti	-62,0	-33,4	0,0	-0,4	1,3	-0,1	-34,2	-1,1	0,0	1,2	-2,2	-26,5
Conto capitale	14,0	19,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-5,1

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-149,1	-108,3	2,0	-1,9	-107,9	-0,5	0,0	-5,2	1,0	9,6	-7,3	-7,4	-31,4
All'estero	-226,0	-159,2	0,3	-5,2	-134,4	-19,8	0,0	-1,5	-1,2	-0,7	-10,8	-12,1	-40,7
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-182,9	-133,2	-2,8	-1,8	-106,0	-22,5	0,0	-0,7	-0,5	-5,7	-12,2	-6,7	-23,9
Debito	-43,1	-26,0	3,1	-3,4	-28,4	2,7	0,0	-0,8	-0,6	5,0	1,5	-5,4	-16,7
Nell'area dell'euro	76,9	50,9	1,7	3,3	26,5	19,3	0,0	-3,7	2,1	10,3	3,4	4,7	9,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	44,3	36,2	-0,9	3,6	31,7	1,8	0,0	-4,4	0,8	1,9	-0,6	5,3	5,1
Debito	32,6	14,7	2,6	-0,3	-5,2	17,5	0,0	0,7	1,3	8,4	4,0	-0,6	4,1

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 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-400,6	-185,1	-8,2	-12,0	-126,8	-23,8	-14,4	-5,7	-23,2	-3,1	-62,7	-58,1	-62,6
Azioni e altre partecipazioni	-105,0	-25,1	0,1	-2,9	-18,2	-4,0	0,0	-3,9	-14,6	-2,0	-14,0	-16,2	-29,2
Strumenti di debito	-295,6	-160,0	-8,3	-9,1	-108,5	-19,7	-14,3	-1,8	-8,7	-1,1	-48,7	-41,9	-33,5
Obbligazioni e notes	-271,9	-124,7	-6,1	-9,2	-74,4	-20,3	-14,6	-2,0	-15,8	0,4	-69,3	-30,6	-29,9
Strumenti di mercato monetario	-23,7	-35,3	-2,1	0,1	-34,2	0,6	0,3	0,2	7,2	-1,5	20,6	-11,3	-3,5

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	24,4	-38,7	-9,9	8,3	-38,5	-9,1	10,5	-4,7	15,3	-11,8	35,4	-4,3	6,3	26,8
Attività	-509,0	-351,9	-16,0	2,0	-312,2	-23,4	-2,3	-7,2	3,5	-19,5	-35,5	-51,0	-1,8	-45,5
Amministrazioni pubbliche	6,9	1,1	0,0	-0,3	0,8	1,4	-0,8	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,7	7,7
IFM	-382,5	-245,6	-13,4	2,7	-210,5	-22,9	-1,6	-6,4	4,2	-16,2	-42,6	-35,2	0,2	-40,8
Altri settori	-133,4	-107,4	-2,5	-0,4	-102,6	-1,9	0,1	-0,7	-0,7	-3,2	7,1	-15,9	-0,3	-12,3
Passività	533,3	313,2	6,0	6,3	273,8	14,2	12,9	2,5	11,9	7,7	70,9	46,8	8,1	72,3
Amministrazioni pubbliche	-1,9	0,6	0,0	0,0	-1,3	0,0	1,9	0,0	-0,1	0,0	-1,0	0,0	-0,4	-1,0
IFM	438,1	231,0	6,0	5,2	198,3	13,0	8,5	2,0	11,0	4,9	60,9	41,9	8,6	77,8
Altri settori	97,1	81,6	0,0	1,0	76,8	1,3	2,5	0,5	1,0	2,8	10,9	4,9	-0,1	-4,5

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							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
All'estero	2.265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Debito	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
Nell'area dell'euro	2.231,9	1.032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Debito	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
Investimenti di portafoglio: attività	2.984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1.050,2	310,3	28,4	324,4
Azioni e altre partecipazioni	1.238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Strumenti di debito	1.745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Obbligazioni e notes	1.458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Strumenti di mercato monetario	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
Altri investimenti	-196,1	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,3
Attività	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
Amministrazioni pubbliche	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Altri settori	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Passività	3.136,4	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,7
Amministrazioni pubbliche	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,6	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,4
Altri settori	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

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	-389,0	-5,6	422,9	-834,8	2,5	-372,3	392,7
2002	-703,6	-9,7	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,4	-12,2	33,1	-1.049,4	-14,8	-196,1	280,8
2005 2° trim.	-1.007,3	-12,6	110,8	-1.217,4	-18,1	-184,9	302,3
3° trim.	-1.049,4	-13,2	224,2	-1.349,6	-23,0	-212,0	310,9
Attività							
2001	7.758,3	110,9	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,6	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,6	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,6	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 2° trim.	9.687,9	121,5	2.386,0	3.353,2	194,3	3.452,2	302,3
3° trim.	10.156,4	127,4	2.516,7	3.545,2	217,6	3.566,0	310,9
Passività							
2001	8.147,3	116,4	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,3	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,5	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.579,0	123,8	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,4	-
2005 2° trim.	10.695,2	134,1	2.275,1	4.570,6	212,4	3.637,0	-
3° trim.	11.205,9	140,5	2.292,4	4.894,8	240,6	3.778,0	-

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	1.557,6	124,1	1.433,5	528,4	2,1	526,3	1.165,5	43,9	1.121,6	497,6	2,8	494,8
2002	1.547,4	133,3	1.414,1	461,4	1,6	459,7	1.293,1	42,1	1.251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1.702,8	125,9	1.577,0	449,2	1,4	447,8	1.526,9	46,6	1.480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1.825,7	139,9	1.685,9	439,3	1,2	438,1	1.642,1	46,1	1.596,0	589,9	3,4	586,5
2005 2° trim.	1.910,2	151,8	1.758,3	475,8	1,2	474,6	1.664,7	48,1	1.616,6	610,5	3,7	606,8
3° trim.	2.007,6	159,4	1.848,2	509,1	1,0	508,1	1.667,1	51,5	1.615,6	625,3	4,1	621,2

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	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	1.068,8	1.643,9	2,0	424,8	8,2	783,5	1.517,4	2,8	135,1	0,2	41,8	186,5
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6
2005 2° trim.	2,5	87,8	18,8	1.265,0	1.993,8	6,9	641,7	10,2	1.007,6	2.290,0	0,9	242,5	6,5	62,7	286,8
3° trim.	2,9	96,7	21,1	1.375,9	2.292,4	7,3	661,5	10,1	1.056,7	2.282,9	0,8	249,3	6,3	56,7	319,5

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			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	2,3	0,8	40,2	0,2	3,1	70,1	-	-	55,8	0,2	44,7	12,3
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	-	-	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,2	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 2° trim.	4,8	0,2	79,0	0,2	1,4	62,3	47,7	14,6	42,3	0,0	41,7	3,0
3° trim.	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	55,8	44,9	10,9	42,5	0,0	42,4	2,9

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	1.666,4	48,8	2.362,1	49,3	176,4	511,7	-	-	101,2	109,7	349,7	40,7
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	-	-	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 2° trim.	2.276,9	66,3	2.780,4	70,0	184,6	685,6	329,6	356,0	127,8	116,5	484,3	62,0
3° trim.	2.362,8	61,5	2.905,5	66,0	182,7	717,5	334,7	382,8	137,3	121,5	495,4	60,8

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 netted predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once				Banconote, monete e depositi	Titoli			Strumenti finanziari derivati					
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale		Azioni				Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	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
3° trim.	310,9	149,4	380,258	4,2	13,8	143,5	10,8	27,3	105,7	0,5	66,1	39,0	-0,3	0,0	24,0	-19,5
2005 dic.	320,2	163,4	375,861	4,3	10,6	141,8	12,7	21,3	107,8	-	-	-	0,0	0,0	25,6	-17,9
2006 gen.	332,0	176,3	375,626	4,3	7,8	143,6	7,4	30,2	105,9	-	-	-	0,2	0,0	24,7	-20,0
feb.	332,1	175,5	374,888	4,3	7,2	145,0	7,0	26,8	111,3	-	-	-	0,0	0,0	24,7	-19,7
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	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
3° trim.	41,1	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	0,0	8,9	13,1	0,0	0,0	2,3	-1,5
2005 dic.	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 gen.	42,2	10,9	23,145	0,2	0,0	31,1	1,8	5,7	23,7	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3
feb.	43,1	10,8	23,145	0,2	0,0	32,1	1,5	5,3	25,3	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,2

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)													
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,7	949,2	985,0	559,4	163,1	234,5	717,3	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,0	501,3	222,8	300,5	925,0	990,8	553,9	164,1	240,9	716,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.147,3	547,4	246,9	313,4	997,3	1.075,0	604,2	183,6	256,0	770,0	129,5
2005	7,2	12,2	1.235,4	582,4	264,8	326,7	1.067,8	1.211,7	686,4	200,0	267,2	841,4	180,4
2004 3° trim.	9,1	14,6	287,9	138,5	61,7	78,4	250,7	275,7	157,1	46,1	63,8	195,7	36,6
4° trim.	8,9	12,7	292,0	139,0	62,7	78,1	253,3	279,0	158,5	47,5	65,0	199,2	36,7
2005 1° trim.	3,4	8,6	291,8	138,3	62,3	77,5	255,7	278,9	155,2	44,5	63,3	198,0	36,1
2° trim.	6,2	10,8	302,2	143,5	63,7	80,2	258,8	291,6	165,8	49,1	65,0	201,5	40,5
3° trim.	9,9	14,4	318,6	149,2	70,0	84,2	274,6	315,8	180,8	52,5	68,6	217,4	51,3
4° trim.	9,3	14,6	322,8	151,4	68,8	84,9	278,8	325,4	184,6	53,8	70,3	224,5	52,4
2005 ago.	14,4	20,1	107,0	50,3	23,5	28,3	92,4	107,7	62,8	18,4	23,2	73,8	18,3
set.	12,9	13,8	107,8	50,6	24,0	28,6	93,0	105,2	60,2	17,2	23,3	72,3	18,2
ott.	6,6	11,6	104,6	49,1	22,2	27,5	90,1	105,7	59,3	17,5	22,7	72,5	17,3
nov.	10,6	14,3	108,4	51,0	22,8	28,6	93,1	107,3	60,8	18,6	23,5	74,2	17,9
dic.	10,8	18,0	109,8	51,4	23,8	28,8	95,6	112,5	64,5	17,7	24,1	77,8	17,2
2006 gen.	15,1	25,2	110,3	50,5	17,5	29,2	93,9	112,8	63,2	11,1	25,3	73,6	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,2	98,2	98,8	89,6	104,2	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,8	109,2	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,2	121,0	119,8	118,3	107,9	103,8	108,4	118,3	107,3	105,7
2005	4,5	4,0	123,7	117,8	129,6	122,5	124,3	112,7	104,6	118,0	120,9	114,7	107,0
2004 3° trim.	7,7	8,3	117,6	115,7	120,2	119,5	118,2	108,8	105,2	108,3	117,2	108,1	114,6
4° trim.	7,5	6,2	119,7	115,7	123,6	119,5	119,9	109,4	104,3	113,6	119,9	110,4	105,9
2005 1° trim.	1,2	2,4	118,8	113,8	122,9	118,0	120,1	109,7	102,7	107,8	116,6	109,9	105,9
2° trim.	4,3	4,7	121,9	117,0	125,0	121,2	121,1	111,1	104,3	117,2	119,1	111,0	103,1
3° trim.	7,1	4,6	126,9	120,2	136,6	125,6	127,5	114,1	105,5	122,0	123,4	117,7	109,6
4° trim.	5,3	4,2	127,4	120,2	133,8	125,3	128,4	116,0	105,8	124,8	124,4	120,4	109,6
2005 ago.	11,6	9,3	127,6	121,8	137,6	126,4	128,6	116,2	109,3	125,9	124,9	119,2	118,3
set.	9,9	3,8	128,7	122,2	140,3	127,5	129,4	113,7	104,8	121,5	125,0	117,7	113,0
ott.	2,8	3,4	124,1	117,5	130,2	122,1	124,8	114,3	103,2	122,8	121,7	117,7	109,3
nov.	7,4	4,4	128,6	121,7	132,5	126,6	129,0	115,2	104,9	129,6	125,0	119,4	113,9
dic.	5,8	4,8	129,5	121,3	138,6	127,1	131,5	118,5	109,3	122,1	126,5	124,2	105,6
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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	99,5
2005	2,6	7,8	99,4	100,3	94,5	101,4	98,0	104,8	111,0	92,6	100,0	98,3	137,0
2004 3° trim.	1,3	5,8	97,6	97,2	94,9	99,8	96,8	98,9	101,1	93,2	98,5	97,2	103,9
4° trim.	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,5	96,5	99,5	102,9	91,5	98,2	96,8	112,9
2005 1° trim.	2,2	6,0	97,9	98,7	93,7	99,9	97,1	99,3	102,3	90,3	98,3	96,8	111,1
2° trim.	1,8	5,8	98,8	99,6	94,2	100,7	97,6	102,4	107,6	91,6	98,8	97,5	128,3
3° trim.	2,6	9,3	100,1	100,8	94,8	102,0	98,3	108,0	116,0	94,1	100,7	99,1	152,6
4° trim.	3,8	10,0	101,0	102,3	95,1	103,1	99,1	109,4	118,0	94,2	102,3	100,0	155,9
2005 ago.	2,5	9,9	100,2	100,7	94,9	102,4	98,4	108,6	116,6	95,8	100,8	99,8	151,0
set.	2,8	9,6	100,2	100,9	94,7	102,2	98,4	108,4	116,7	93,0	101,1	98,9	157,8
ott.	3,7	7,8	100,7	101,8	94,7	102,9	98,9	108,2	116,6	93,4	101,5	99,1	154,8
nov.	3,0	9,5	100,8	102,1	95,4	103,0	98,9	109,0	117,6	94,2	102,1	100,0	153,7
dic.	4,8	12,6	101,4	103,2	95,2	103,3	99,5	111,2	119,8	95,0	103,4	100,9	159,4
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
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	100,4
2003	1.060,0	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,5	59,5	37,9	100,8
2004	1.147,3	25,7	41,8	203,9	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,4
2005	1.235,4	28,5	44,8	202,3	141,9	42,9	70,1	34,6	184,9	43,5	34,0	165,6	72,7	46,7	122,8
2004 3° trim.	287,9	6,5	10,5	51,5	31,8	9,2	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	26,7
4° trim.	292,0	6,7	10,7	51,2	32,7	9,3	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,8	15,9	10,5	30,5
2005 1° trim.	291,8	6,7	10,9	49,8	33,1	9,8	17,4	8,0	43,4	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,8
2° trim.	302,2	7,0	11,1	49,8	34,0	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,2	11,2	31,8
3° trim.	318,6	7,3	11,4	51,3	36,1	11,3	17,9	9,0	47,1	11,4	8,5	43,9	19,3	12,3	31,8
4° trim.	322,8	7,5	11,3	51,4	38,7	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,2	19,2	12,2	32,4
2005 ago.	107,0	2,5	3,8	17,5	11,9	4,0	6,2	3,1	15,9	3,8	2,9	14,5	6,7	4,1	10,1
set.	107,8	2,5	3,8	17,0	12,4	3,9	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,9	6,6	4,1	11,0
ott.	104,6	2,4	3,7	16,6	12,5	3,6	5,9	3,0	15,8	3,8	2,8	13,8	6,1	4,0	10,6
nov.	108,4	2,6	3,8	17,4	12,8	3,9	5,9	2,9	16,3	3,9	2,9	14,1	6,4	4,2	11,4
dic.	109,8	2,5	3,9	17,3	13,4	3,7	6,2	3,4	16,8	4,2	3,0	14,3	6,7	4,0	10,4
2006 gen.	110,3	.	.	.	.	4,0	6,2	3,1	16,9	4,0	3,0	14,4	6,2	4,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2005	100,0	2,3	3,6	16,4	11,5	3,5	5,7	2,8	15,0	3,5	2,8	13,4	5,9	3,8	9,9
Importazioni (c.i.f.)															
2002	985,0	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,8	67,8	39,4	81,4
2003	990,8	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	141,2	68,9	39,8	85,3
2004	1.075,0	25,3	39,7	144,0	107,2	56,4	53,5	22,8	113,8	92,1	53,9	163,2	72,8	45,1	85,4
2005	1.211,7	25,3	41,9	150,4	116,6	72,9	57,8	24,8	120,5	117,7	52,8	187,2	95,0	52,7	96,2
2004 3° trim.	275,7	6,4	10,1	37,5	26,1	14,6	13,6	6,0	28,7	23,5	13,7	42,5	19,1	11,6	22,2
4° trim.	279,0	6,5	10,2	36,6	27,3	16,0	13,8	6,1	28,9	25,3	13,5	43,3	19,8	11,7	20,3
2005 1° trim.	278,9	6,1	10,0	35,8	27,0	16,6	13,5	6,2	29,0	26,3	12,9	41,0	20,3	12,1	22,1
2° trim.	291,6	6,4	10,3	36,7	28,8	17,5	14,4	5,9	30,0	27,7	12,5	46,1	21,8	12,0	21,5
3° trim.	315,8	6,3	10,6	38,6	29,9	18,9	15,0	6,1	30,7	31,1	13,6	49,4	26,8	13,8	25,0
4° trim.	325,4	6,5	11,0	39,2	30,8	19,9	15,0	6,6	30,9	32,5	13,8	50,7	26,1	14,8	27,6
2005 ago.	107,7	2,1	3,5	12,9	9,9	6,8	5,1	2,1	10,3	10,6	4,7	17,3	9,8	4,8	7,9
set.	105,2	2,1	3,5	12,9	10,3	6,5	5,0	2,1	10,2	10,3	4,5	16,6	9,1	4,7	7,5
ott.	105,7	2,2	3,6	12,8	10,1	6,4	5,0	2,1	10,1	10,2	4,3	15,8	8,3	4,8	9,9
nov.	107,3	2,1	3,7	13,2	10,2	6,4	4,9	2,2	10,3	10,7	4,6	17,2	9,1	4,9	7,6
dic.	112,5	2,2	3,7	13,2	10,5	7,0	5,0	2,3	10,5	11,6	4,8	17,7	8,7	5,1	10,2
2006 gen.	112,8	.	.	.	.	7,7	5,0	2,1	10,6	11,1	4,6	18,1	8,5	5,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,4	9,6	6,0	4,8	2,1	10,0	9,7	4,4	15,4	7,8	4,3	7,9
Saldo															
2002	98,7	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,5	-31,8	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,1
2003	69,2	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-5,7	-9,4	-1,8	15,6
2004	72,3	0,5	2,1	59,9	20,9	-20,8	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,3	-9,0	-4,8	28,0
2005	23,7	3,2	2,8	51,9	25,3	-29,9	12,3	9,8	64,4	-74,2	-18,8	-21,6	-22,2	-6,1	26,6
2004 3° trim.	12,3	0,1	0,4	13,9	5,8	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,7	-5,3	-4,3	-2,5	-1,3	4,5
4° trim.	13,0	0,2	0,5	14,7	5,4	-6,7	3,3	1,6	14,9	-15,3	-5,3	-5,5	-3,9	-1,2	10,2
2005 1° trim.	12,8	0,6	0,9	13,9	6,1	-6,8	3,9	1,8	14,4	-16,0	-4,5	-2,0	-3,1	-1,1	4,8
2° trim.	10,6	0,6	0,9	13,2	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,7	-4,1	-5,6	-4,7	-0,9	10,3
3° trim.	2,8	1,1	0,8	12,7	6,2	-7,6	2,8	2,9	16,5	-19,7	-5,0	-5,5	-7,5	-1,5	6,8
4° trim.	-2,6	1,0	0,3	12,1	7,9	-8,7	3,0	2,8	17,9	-20,7	-5,1	-8,5	-6,9	-2,5	4,8
2005 ago.	-0,8	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,7	1,1	1,0	5,6	-6,8	-1,7	-2,8	-3,1	-0,7	2,2
set.	2,5	0,4	0,2	4,0	2,2	-2,6	0,9	1,1	5,7	-6,4	-1,7	-1,7	-2,5	-0,6	3,4
ott.	-1,1	0,3	0,1	3,8	2,4	-2,8	0,9	1,0	5,6	-6,5	-1,5	-2,1	-2,2	-0,7	0,7
nov.	1,2	0,4	0,1	4,2	2,6	-2,5	0,9	0,7	6,0	-6,9	-1,8	-3,1	-2,7	-0,7	3,8
dic.	-2,6	0,3	0,2	4,1	2,9	-3,3	1,2	1,1	6,3	-7,4	-1,8	-3,3	-2,1	-1,1	0,3
2006 gen.	-2,5	.	.	.	.	-3,8	1,1	1,0	6,3	-7,0	-1,6	-3,7	-2,2	-0,5	.

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	
2003	99,9	101,7	102,2	101,4	97,6	99,0	106,6	101,6	
2004	103,8	105,9	105,2	105,2	103,3	103,7	111,0	105,4	
2005	102,9	105,2	103,6	104,3	100,8	101,8	109,5	103,5	
2005 1° trim.	105,7	107,8	106,9	107,2	104,4	104,6	112,6	106,6	
2° trim.	103,4	105,6	104,2	104,8	101,2	102,6	110,1	104,1	
3° trim.	101,9	104,1	102,4	103,2	99,1	100,6	108,3	102,4	
4° trim.	100,9	103,2	101,2	102,1	98,4	99,4	107,2	101,2	
2006 1° trim.	101,2	103,5	102,2	.	.	.	107,2	101,0	
2005 mar.	106,0	108,2	107,3	-	-	-	112,9	106,8	
apr.	105,1	107,2	105,8	-	-	-	111,9	105,8	
mag.	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6	
giu.	101,2	103,5	102,1	-	-	-	107,6	101,9	
lug.	101,7	103,9	102,3	-	-	-	108,0	102,1	
ago.	102,3	104,5	102,8	-	-	-	108,7	102,7	
set.	101,8	104,0	101,9	-	-	-	108,2	102,3	
ott.	101,4	103,5	101,5	-	-	-	107,8	101,7	
nov.	100,7	103,0	100,9	-	-	-	106,9	100,9	
dic.	100,7	103,1	101,1	-	-	-	106,9	101,0	
2006 gen.	101,4	103,6	102,0	-	-	-	107,5	101,3	
feb.	100,7	103,0	101,8	-	-	-	106,6	100,5	
mar.	101,5	103,9	102,6	-	-	-	107,4	101,3	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2006 mar.	0,8	0,8	0,8	-	-	-	0,8	0,8	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2006 mar.	-4,2	-4,0	-4,3	-	-	-	-4,8	-5,2	

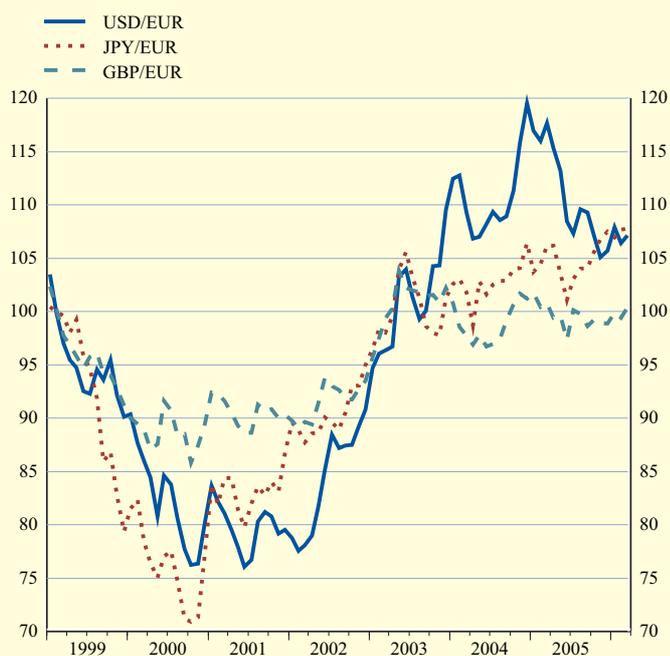
F33 Tassi di cambio effettivi

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



F34 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1,273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2005 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
4° trim.	7,4586	9,4731	0,67996	1,1884	139,41	1,5472	1,231,69	9,2157	2,0065	1,3956	7,8785	1,5983
2006 1° trim.	7,4621	9,3525	0,68625	1,2023	140,51	1,5590	1,173,72	9,3273	1,9567	1,3894	8,0227	1,6274
2005 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
nov.	7,4596	9,5614	0,67933	1,1786	139,59	1,5449	1,226,38	9,1390	2,0017	1,3944	7,8295	1,6030
dic.	7,4541	9,4316	0,67922	1,1856	140,58	1,5479	1,212,30	9,1927	1,9855	1,3778	7,9737	1,5979
2006 gen.	7,4613	9,3111	0,68598	1,2103	139,82	1,5494	1,190,02	9,3851	1,9761	1,4025	8,0366	1,6152
feb.	7,4641	9,3414	0,68297	1,1938	140,77	1,5580	1,157,96	9,2640	1,9448	1,3723	8,0593	1,6102
mar.	7,4612	9,4017	0,68935	1,2020	140,96	1,5691	1,171,84	9,3270	1,9486	1,3919	7,9775	1,6540
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 mar.	0,0	0,6	0,9	0,7	0,1	0,7	1,2	0,7	0,2	1,4	-1,0	2,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 mar.	0,2	3,4	-0,4	-8,9	1,5	1,3	-11,9	-9,4	-9,5	-13,4	-2,6	-1,6
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2005 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
4° trim.	29,304	15,6466	0,57339	0,6965	3,4528	251,84	0,4293	3,9152	239,51	38,494	1,9558	3,6379
2006 1° trim.	28,599	15,6466	0,57449	0,6961	3,4528	254,56	0,4293	3,8346	239,51	37,456	1,9558	3,5638
2005 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
nov.	29,266	15,6466	0,57351	0,6963	3,4528	251,04	0,4293	3,9701	239,51	38,678	1,9557	3,6543
dic.	28,972	15,6466	0,57346	0,6967	3,4528	252,68	0,4293	3,8501	239,51	37,872	1,9558	3,6589
2006 gen.	28,722	15,6466	0,57376	0,6960	3,4528	250,71	0,4293	3,8201	239,49	37,492	1,9558	3,6449
feb.	28,407	15,6466	0,57436	0,6961	3,4528	251,57	0,4293	3,7941	239,49	37,390	1,9558	3,5393
mar.	28,650	15,6466	0,57530	0,6961	3,4528	260,85	0,4293	3,8837	239,55	37,478	1,9558	3,5074
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 mar.	0,9	0,0	0,2	0,0	0,0	3,7	0,0	2,4	0,0	0,2	0,0	-0,9
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 mar.	-3,8	0,0	-1,4	0,0	0,0	6,6	-0,6	-3,2	-0,1	-2,0	0,0	-
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neo-zelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
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	10,1955	7,4008	78,23	12,072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2005 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	
4° trim.	9,6057	7,3831	73,86	11,875,37	4,4881	1,7124	64,821	34,1294	7,7706	48,780	1,6132	
2006 1° trim.	9,6793	7,3426	78,43	11,178,36	4,4814	1,8128	62,292	33,8349	7,4067	47,273	1,6026	
2005 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	
nov.	9,5273	7,3791	72,98	11,834,55	4,4534	1,7088	64,258	33,9184	7,8502	48,469	1,6033	
dic.	9,5746	7,3882	75,36	11,675,40	4,4796	1,7072	63,454	34,1538	7,5439	48,731	1,6038	
2006 gen.	9,7630	7,3772	74,58	11,472,89	4,5425	1,7616	63,590	34,3284	7,3811	47,965	1,6158	
feb.	9,6117	7,3191	76,57	11,048,98	4,4487	1,7741	61,776	33,6802	7,3079	47,014	1,5830	
mar.	9,6581	7,3300	83,74	11,009,15	4,4514	1,8956	61,499	33,4973	7,5171	46,836	1,6071	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 mar.	0,5	0,1	9,4	-0,4	0,1	6,8	-0,4	-0,5	2,9	-0,4	1,5	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 mar.	-11,6	-1,7	5,8	-11,1	-11,3	4,8	-14,4	-8,2	-5,6	-8,0	-	

Fonte: BCE.

- 1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.
- 2) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.

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													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,7	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
2005 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	1,8	2,3	2,2	0,9	2,4
4° trim.	2,2	2,0	4,0	1,9	7,5	3,0	3,2	3,5	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
2005 ott.	2,4	1,9	4,5	2,2	7,7	3,0	3,1	3,0	1,6	3,2	3,5	0,9	2,3
nov.	2,2	1,8	4,0	2,0	7,6	2,9	3,3	4,3	1,1	2,1	3,6	1,2	2,1
dic.	1,9	2,2	3,6	1,4	7,1	3,0	3,3	3,4	0,8	2,4	3,9	1,3	1,9
2006 gen.	2,4	2,0	4,7	2,0	7,6	3,5	2,5	2,4	0,9	2,6	4,1	1,1	1,9
feb.	2,4	2,1	4,5	2,3	7,0	3,4	2,3	2,3	0,9	2,3	4,3	1,1	2,0
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	-5,8	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,7
2003	-12,5	1,2	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	2,9	1,7	-4,1	-0,9	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,2
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	63,2	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 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
ott.	3,46	3,22	-	4,22	3,87	3,50	6,49	4,41	4,91	3,62	3,25	3,17	4,40
nov.	3,76	3,46	-	4,22	3,56	3,64	6,81	4,39	5,38	3,62	3,70	3,39	4,37
dic.	3,61	3,35	-	4,09	3,59	3,79	6,89	4,39	5,16	3,69	3,62	3,37	4,27
2006 gen.	3,39	3,31	-	3,96	3,60	3,62	6,66	4,39	4,95	3,73	3,59	3,33	3,97
feb.	3,41	3,48	-	3,96	3,60	3,53	6,71	4,38	4,79	3,72	3,75	3,42	4,05
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
ott.	1,91	2,22	2,32	3,59	2,78	2,31	6,15	3,24	4,55	4,01	3,03	1,72	4,59
nov.	2,24	2,39	2,32	3,51	2,84	2,42	6,20	3,19	4,64	4,01	3,19	1,72	4,62
dic.	2,17	2,48	2,59	3,47	3,16	2,53	6,21	3,22	4,62	4,00	3,12	1,89	4,64
2006 gen.	2,14	2,52	2,61	3,42	4,03	2,56	6,02	3,20	4,49	4,00	3,17	2,03	4,60
feb.	2,00	2,66	2,62	3,24	4,03	2,61	-	3,18	4,26	3,84	3,34	2,11	4,58
PIL a prezzi costanti													
2004	4,7	1,9	7,8	3,9	8,5	7,0	4,6	-1,5	5,2	4,2	5,5	3,7	3,1
2005	6,0	3,4	9,8	3,8	10,2	7,4	4,1	2,5	2,6	3,9	6,0	2,7	1,8
2005 2° trim.	5,8	3,4	10,2	3,6	11,4	7,7	4,3	1,5	2,1	4,9	5,1	2,4	1,7
3° trim.	5,8	4,8	10,4	4,0	11,4	8,5	4,4	5,4	2,7	4,0	6,2	2,9	1,9
4° trim.	6,9	3,8	11,5	3,6	10,5	8,3	4,2	2,5	2,8	5,1	7,6	2,9	1,8
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2004	-5,7	2,4	-11,9	-4,9	-11,9	-6,4	-8,5	-8,0	-3,8	-2,5	-3,1	6,9	-1,8
2005	-2,5	3,5	-9,8	-6,0	-11,3	-5,9	-6,8	-9,3	-1,3	-1,2	-7,7	6,2	-
2005 2° trim.	-4,1	5,0	-10,9	1,6	-9,9	-6,7	-7,6	-10,6	-0,8	0,4	-11,9	5,8	-1,1
3° trim.	-4,3	5,0	-6,6	3,2	-11,2	-6,7	-7,1	-0,6	-1,4	0,6	-4,7	6,8	-3,2
4° trim.	-4,2	2,8	-12,3	-16,2	-14,0	-5,4	-5,9	-18,4	-1,8	-4,2	-11,5	5,4	-
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2004	1,1	0,3	3,0	-	7,2	1,0	4,2	-	-	3,8	2,1	-0,6	2,1
2005	.	0,6	3,7	-	5,4	.	.	.	.	.	2,7	1,4	.
2005 2° trim.	-0,1	1,7	2,4	-	-	1,3	-	-	-	-	3,6	0,1	3,5
3° trim.	2,0	-1,7	4,1	-	-	3,5	-	-	-	-	4,1	0,6	.
4° trim.	.	0,5	5,6	-	-	-	-	-	-	-	.	.	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,7	10,4	11,4	6,1	7,3	19,0	6,3	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	4,8	7,9	5,2	9,0	8,2	7,2	7,3	17,8	6,3	16,4	.	4,7
2005 3° trim.	7,8	4,6	7,4	5,3	9,1	7,8	7,3	7,2	17,7	6,4	16,2	.	4,7
4° trim.	7,7	4,1	7,0	5,0	8,3	6,9	7,5	7,4	17,3	6,4	16,3	.	5,0
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	7,5	.	.	.	.	.	.
2005 nov.	7,7	4,1	7,0	5,0	8,3	6,8	7,5	7,3	17,3	6,4	16,3	.	5,0
dic.	7,7	4,0	6,7	4,9	8,1	6,8	7,5	7,6	17,2	6,4	16,1	.	4,9
2006 gen.	7,7	4,4	6,3	5,3	8,2	6,9	7,6	7,9	17,2	6,3	15,9	.	.
feb.	7,7	4,4	5,9	5,2	8,0	6,6	7,6	8,0	17,0	6,3	15,8	.	.
mar.	.	.	.	.	.	.	7,4	.	.	.	.	.	.

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

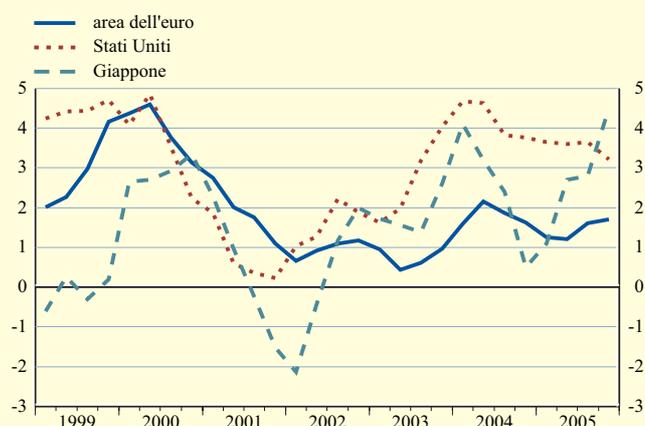
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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											
2002	1,6	0,6	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	2,5	2,7	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	3,4	1,9	3,5	3,9	5,1	6,0	3,56	4,28	1,2441	.	.
2005 1° trim.	3,0	2,3	3,6	4,8	5,2	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,5
2° trim.	2,9	3,0	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
3° trim.	3,8	2,2	3,6	3,1	5,0	5,8	3,77	4,21	1,2199	-4,5	48,5
4° trim.	3,7	0,2	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	.	.
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	4,76	4,57	1,2023	.	.
2005 nov.	3,5	-	-	4,7	5,0	7,3	4,35	4,53	1,1786	-	-
dic.	3,4	-	-	4,5	4,9	7,6	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 gen.	4,0	-	-	5,0	4,7	8,0	4,60	4,41	1,2103	-	-
feb.	3,6	-	-	4,5	4,8	8,0	4,76	4,56	1,1938	-	-
mar.	.	-	-	.	.	.	4,92	4,72	1,2020	-	-
Giappone											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,3	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	-0,5	2,8	1,3	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 1° trim.	-0,2	-1,0	1,1	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2° trim.	-0,1	0,9	2,7	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
3° trim.	-0,3	0,3	2,8	0,1	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
4° trim.	-0,5	-2,1	4,5	3,4	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,08	1,58	140,51	.	.
2005 nov.	-0,8	-2,5	-	3,4	4,6	2,1	0,06	1,52	139,59	-	-
dic.	-0,1	-2,1	-	3,7	4,4	2,0	0,07	1,54	140,58	-	-
2006 gen.	0,5	.	-	2,2	4,5	1,9	0,07	1,47	139,82	-	-
feb.	0,4	.	-	3,7	4,1	.	0,07	1,57	140,77	-	-
mar.	.	.	-	.	.	.	0,10	1,70	140,96	-	-

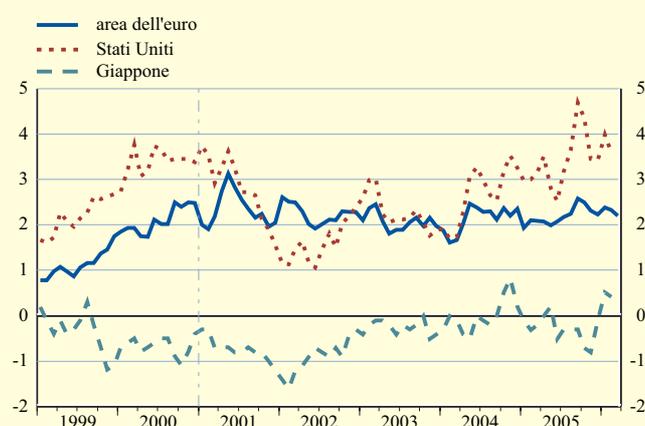
F35 PIL a prezzi costanti

(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.

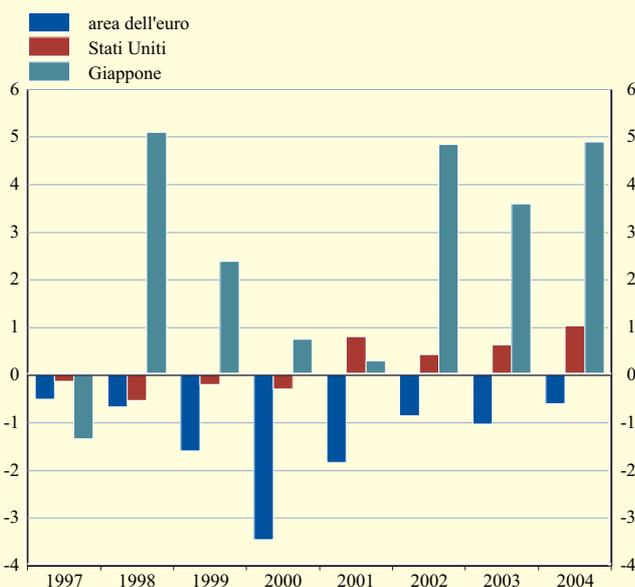
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

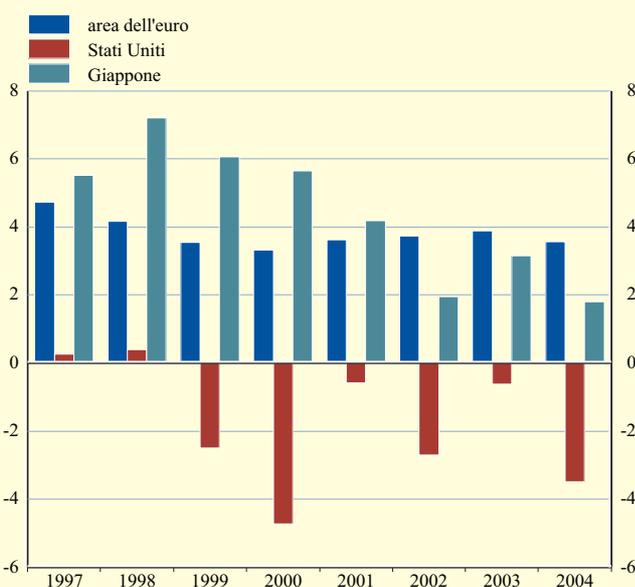
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	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													
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	3,9	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,1	0,2	13,3	8,4	11,3	9,0
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,3	8,0	3,2	0,3	13,5	6,0	11,0	9,5
2005	13,3	20,1	-6,3	7,4	7,3	2,5	8,2	1,2	-0,6	13,7	4,2	9,6	9,5
2004 1° trim.	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,0	8,2	3,6	1,0	13,3	6,0	11,0	9,5
2° trim.	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,3	8,1	2,0	-0,5	13,6	5,1	10,7	9,1
3° trim.	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	4,0	8,4	2,6	-0,1	13,6	6,3	10,9	8,8
4° trim.	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,8	7,3	4,6	0,8	13,6	6,7	11,4	10,6
2005 1° trim.	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,2	7,7	2,7	0,5	13,7	4,3	10,0	8,3
2° trim.	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,8	8,1	1,5	-0,4	13,9	4,3	9,4	10,0
3° trim.	13,6	19,9	-5,9	7,2	7,4	1,6	8,6	-0,3	-1,9	13,8	4,2	9,9	10,5
4° trim.	13,2	20,5	-6,7	7,6	7,4	2,2	8,3	1,1	-0,5	13,5	3,8	9,1	9,0
Giappone													
2002	25,3	23,3	2,8	12,8	13,2	-1,7	16,0	-7,5	-0,9	4,9	-0,3	7,7	-2,2
2003	25,6	22,9	3,1	13,3	13,4	2,4	17,0	-5,4	0,2	4,7	0,3	7,1	-0,7
2004	25,5	22,9	3,7	13,3	13,6	4,2	17,7	-0,5	1,0	4,7	3,1	6,6	-1,0
2005	.	23,2	.	.	.	4,4	.	2,0	1,2	.	2,8	.	0,7
2004 1° trim.	28,7	25,5	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,6	.	-7,2	.	2,6
2° trim.	21,4	20,2	3,6	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
3° trim.	23,9	23,0	3,9	.	.	10,2	.	0,0	0,1	.	-1,3	.	1,9
4° trim.	26,1	21,4	3,0	.	.	11,7	.	14,0	2,6	.	9,7	.	-0,6
2005 1° trim.	31,5	25,4	3,7	.	.	10,3	.	-3,4	-1,7	.	-12,1	.	2,9
2° trim.	.	23,7	.	.	.	-15,4	.	-13,8	2,2	.	8,9	.	-6,3
3° trim.	.	23,5	.	.	.	6,3	.	6,2	0,8	.	-2,4	.	2,8
4° trim.	.	23,9	.	.	.	15,8	.	18,2	3,3	.	15,5	.	3,4

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^P , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori 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:

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” 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:

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

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

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:

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*.

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

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 redditi, la correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni 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. 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 5 aprile 2006.

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.

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 ch  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 destagionalizzate, 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 destagionalizzato delle consistenze nozionali che   stato depurato dagli effetti della stagionalit  . 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   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 passivit  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   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 stagionalit , 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 passivit . 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 societ  non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passivit , 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 cos  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 societ  non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati

come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

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

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti

dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

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

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

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative. L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998

riguardante le statistiche a breve termine ³⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001 ⁴⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

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

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano 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 ⁵⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 ⁶⁾. 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-cartta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si

3) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

4) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

5) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

6) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

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 2000 ⁷⁾, 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 2002 ⁸⁾ 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) ⁹⁾ 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* (novembre 2005) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

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, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini,

Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

8 GENNAIO 2004

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

12 GENNAIO 2004

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

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

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

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orien-

tamento 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 ri-

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2003, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE e le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE.

finanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

1 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare 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 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2005.

16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormente nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. 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 2007.

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

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 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE 2006

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.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2005

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra gennaio 2006 e marzo 2006. 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 2004, aprile 2005.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.

La prevedibilità della politica monetaria della BCE, gennaio 2006.

Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy, gennaio 2006.

Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro, febbraio 2006.

Politiche di bilancio e mercati finanziari, febbraio 2006.

L'importanza delle riforme della spesa pubblica per la crescita economica e la stabilità, aprile 2006.

La gestione di portafoglio presso la BCE, aprile 2006.

Regimi monetari e di cambio tra l'area dell'euro e alcuni paesi terzi e territori, aprile 2006.



STATISTICS POCKET BOOK

Publicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.
- 2 *The application of multilingualism in the European Union context*, di P. Athanasiou, marzo 2006.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 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.

- 40 *What does European institutional integration tell us about trade integration?*, di F.P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, dicembre 2005.
- 41 *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, di N. Leiner-Killinger, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2005.
- 42 *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, di F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K.G. Spitzer, dicembre 2005.
- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una *task force* del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.

WORKING PAPERS SERIES

- 570 *Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis*, di L. Rinaldi e A. Sanchis-Arellano, gennaio 2006.
- 571 *Are emerging market currency crises predictable? A test*, di T. A. Peltonen, gennaio 2006.
- 572 *Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data*, di M. Kuismanen e L. Pistaferri, gennaio 2006.
- 573 *Credit chains and the propagation of financial distress*, di F. Boissay, gennaio 2006.
- 574 *Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union*, di F. Buseti, L. Forni, A. Harvey e F. Venditti, gennaio 2006.
- 575 *Growth in euro area labour quality*, di G. Schwerdt e J. Turunen, gennaio 2006.
- 576 *Debt-stabilizing fiscal rules*, di P. Michel, L. von Thadden e J.-P. Vidal, gennaio 2006.
- 577 *Distortionary taxation, debt and the price level*, di A. Schabert e L. von Thadden, gennaio 2006.
- 578 *Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography*, di H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, gennaio 2006.
- 579 *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, di J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano e M. Spolander, gennaio 2006.
- 580 *Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison*, di C. K. Sørensen e T. Werner, gennaio 2006.
- 581 *Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets*, di A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, gennaio 2006.
- 582 *What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?*, di F. O. Bilbiie, A. Meier e G. J. Müller, gennaio 2006.
- 583 *Back to square one: identification issues in DSGE models*, di F. Canova e L. Sala, gennaio 2006.
- 584 *A new theory of forecasting*, di S. Manganeli, gennaio 2006.
- 585 *Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement*, di A. Lamo, J. Messina e E. Wasmer, febbraio 2006.
- 586 *A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models*, di A. Beyer e R.E.A. Farmer, febbraio 2006.
- 587 *Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries*, di U. Böwer e C. Guillemineau, febbraio 2006.
- 588 *Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover*, di M. Ehrmann, febbraio 2006.
- 589 *Forecasting economic aggregates by disaggregates*, di D. F. Hendry e K. Hubrich, febbraio 2006.
- 590 *The Pecking Order of Cross-Border Investment*, di C. Daude e M. Fratzscher, febbraio 2006.

- 591 *Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence*, di A. Banerjee e J. L. Carrion-i-Silvestre, febbraio 2006.
- 592 *Non-linear dynamics in the euro area demand for M1*, di A. Calza e A. Zaghini, febbraio 2006.
- 593 *Robustifying Learnability*, di R.J. Tetlow e P. von zur Muehlen, febbraio 2006.
- 594 *The euro's trade effects*, di R. Baldwin, commenti di J. A. Frankel e J. Melitz, marzo 2006.
- 595 *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, di D. Giannone e L. Reichlin, commenti di B. E. Sørensen e M. McCarthy, marzo 2006.
- 596 *The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets*, di R. Duval e J. Elmeskov, commenti di S. Nickell e J. F. Jimeno, marzo 2006.
- 597 *Price-setting and inflation persistence: did EMU matter?*, di I. Angeloni, L. Aucremanne, M. Ciccarelli, commenti di W. T. Dickens e T. Yates, marzo 2006.
- 598 *The impact of the euro on financial markets*, di L. Cappiello, P. Hördahl, A. Kadareja e S. Manganelli, commenti di X. Vives e B. Gerard, marzo 2006.
- 599 *What effects is EMU having on the euro area and its member countries? An overview*, di F. P. Mongelli e J. L. Vega, marzo 2006.

ALTRE PUBBLICAZIONI

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 accession countries – 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.

Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles, 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.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2005.

Large EU banks' exposures to hedge funds, novembre 2005.

Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation, novembre 2005.

The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation, dicembre 2005.

Financial stability review, dicembre 2005.

Review of the international role of the euro, dicembre 2005.

The Eurosystem, the Union and beyond, dicembre 2005.

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables, gennaio 2006.

Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling, gennaio 2006.

Euro Money Market Survey 2005, gennaio 2006.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, febbraio 2006.

Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report), febbraio 2006.

Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet, febbraio 2006.

Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment, febbraio 2006.

National implementation of Regulation ECB/2001/13, febbraio 2006.

Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book), marzo 2006.

OPUSCOLI INFORMATIVI

The current TARGET system, agosto 2005.

TARGET2 – innovation and transformation, agosto 2005.

The 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.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato.

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 la produttività del lavoro (definito come PIL 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*]: rappresentazione grafica della relazione esistente fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza a una certa data di titoli di debito con stesso rischio di credito ma con scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come la 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 lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

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.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

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 (BLS)*]: 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 in attesa, 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 (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

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.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

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 (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: 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.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

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.

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.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

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'an-

damento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dalle enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.