



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

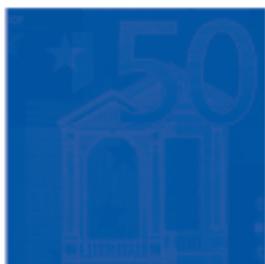
12 | 2006

**BOLLETTINO MENSILE
MAGGIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 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 3 maggio 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

INDICE

EDITORIALE	5
-------------------	----------

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	14
Prezzi e costi	35
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	44
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	56

Riquadri:

1 Andamenti a più lungo termine dei prestiti al settore privato	16
2 Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro	20
3 I risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> della BCE per il secondo trimestre del 2006	40
4 Le stime dello stock di capitale dell'area dell'euro	45
5 L'utilità per l'analisi congiunturale degli indicatori delle indagini presso le imprese	48

ARTICOLI

Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea	63
La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema	77
L'emissione azionaria nell'area dell'euro	91

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO **SI**

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 4 maggio 2006, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Nel complesso, le informazioni pervenute dopo la riunione del 2 aprile scorso confermano sostanzialmente la precedente valutazione del Consiglio direttivo sulle prospettive per l'andamento dei prezzi e per l'attività economica nell'area dell'euro, nonché il perdurare di una crescita assai sostenuta della moneta e del credito. In tale contesto, il Consiglio direttivo vigilerà con molta attenzione per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Un atteggiamento vigile è particolarmente necessario a fronte dell'abbondante liquidità e dei livelli ancora molto contenuti dei tassi di interesse, nominali e reali, su tutte le scadenze, fattori che implicano un orientamento di politica monetaria complessivamente accomodante. Affinché quest'ultima contribuisca in maniera duratura a sostenere la crescita e l'occupazione nell'area dell'euro, le attese di inflazione devono essere saldamente ancorate.

Per quanto concerne l'analisi economica, i dati pervenuti dall'inizio dell'anno segnalano un recupero della crescita nel primo trimestre, dopo la moderazione osservata nell'ultimo trimestre del 2005. Inoltre, i più recenti indicatori e i risultati delle ultime indagini congiunturali evidenziano il procedere dell'espansione nel secondo trimestre e avvalorano lo scenario di un graduale ampliamento dell'attività economica, incorporato nelle proiezioni dello scorso marzo elaborate dagli esperti della BCE. Il clima di fiducia delle imprese particolarmente positivo fa ben sperare, in linea di principio, per gli investimenti, mentre la ripresa dei consumi e dell'occupazione sembra proseguire, benché in maniera ancora graduale.

Guardando oltre il breve termine continuano a esistere i presupposti per il procedere dell'espansione nei prossimi trimestri. L'attività economica a livello mondiale dovrebbe rimanere vigorosa, seguitando a sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. La crescita degli investimenti beneficerebbe del protrarsi di un periodo carat-

terizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazione dei bilanci societari e incremento dei profitti e dell'efficienza delle imprese. L'espansione dei consumi dovrebbe altresì intensificarsi nel tempo, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché la situazione nel mercato del lavoro continuerà a migliorare. Queste favorevoli prospettive di crescita economica sono sostanzialmente in linea con le previsioni delle organizzazioni internazionali e del settore privato.

Tenuto conto delle informazioni disponibili, questo scenario sembra essere soggetto a rischi sostanzialmente equilibrati nel breve periodo, sebbene di recente i prezzi del greggio abbiano nuovamente mostrato un'elevata variabilità e la capacità di originare rischi al ribasso per l'espansione economica. Ciò mette in luce la necessità di accrescere ulteriormente la trasparenza dei mercati petroliferi e gli investimenti in tale settore. Su orizzonti temporali più estesi continuano a sussistere, da una parte, timori riguardo agli squilibri nell'economia mondiale, dall'altra, rischi connessi al protezionismo.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per aprile un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,4 per cento, rispetto al 2,2 di marzo e al 2,3 di febbraio. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe collocarsi su livelli superiori al 2 per cento, con un andamento sul mese precedente largamente dipendente dall'evoluzione dei corsi petroliferi e dall'intensità della loro trasmissione ad altri prezzi nella catena produttiva. A più lungo termine, ci si attende che le variazioni di prezzi amministrati e imposte indirette si ripercuotano in misura significativa sull'inflazione nel 2007, così come ulteriori spinte al rialzo dovrebbero provenire dagli effetti indiretti degli scorsi rincari del greggio. 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 pressioni concorrenziali a livello mondiale, in particolare nel settore manifatturiero. La recente moderazione salariale ha contribuito ad attenuare le spinte inflazionistiche interne. In futuro, è altrettanto

cruciale che le parti sociali continuino a mostrare senso di responsabilità, soprattutto al fine di promuovere la crescita dell'occupazione.

Le prospettive per l'andamento dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo, connessi a ulteriori rincari del petrolio e a 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 dei salari più vigorosa delle attese, a causa di possibili effetti di secondo impatto degli scorsi rincari del greggio.

Passando all'analisi monetaria, la crescita della moneta e del credito resta molto vigorosa, a fronte dell'abbondante liquidità presente nell'area dell'euro. In particolare, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al settore privato ha continuato ad aumentare negli ultimi mesi, fino a raggiungere attualmente valori a due cifre. L'espansione del credito è divenuta più diffusa interessando tutte le tipologie di prenditori, con un più marcato incremento dei prestiti alle famiglie, soprattutto per l'acquisto di abitazioni, e alle società non finanziarie. La crescita monetaria seguita a essere riconducibile principalmente all'espansione delle componenti più liquide. I recenti andamenti confermano quindi che l'effetto di stimolo esercitato dal basso livello dei tassi di interesse resta il fattore determinante all'origine dell'attuale forte tendenza della crescita monetaria. Nel complesso, l'ulteriore accelerazione della moneta e del credito continua, in tale contesto, a segnalare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Gli andamenti monetari richiedono pertanto un'attenta osservazione, specialmente alla luce del rafforzamento dell'attività economica e, in particolare, della sostenuta dinamica dei prezzi delle attività, soprattutto sui mercati immobiliari.

In sintesi, si prevede che il tasso di inflazione si mantenga su livelli elevati nel 2006 e 2007, e l'analisi economica conferma che i rischi per la stabilità dei prezzi restano orientati al rialzo. Alcuni di questi rischi sembrano essere aumentati a causa dell'ulteriore rialzo delle quotazioni

petrolifere. Data la vigorosa espansione della moneta e del credito in condizioni di liquidità già abbondanti, 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. Rimane pertanto d'importanza cruciale far sì 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, presupposto affinché la politica monetaria contribuisca in maniera durevole a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro. Pertanto, è essenziale tenere un atteggiamento particolarmente vigile per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi.

Per quanto attiene alle politiche di bilancio, alcuni segnali indicano che sul fronte dell'applicazione del Patto di stabilità e crescita e dell'impegno a rispettare le regole sono stati registrati progressi in seguito alla revisione dello scorso anno. Tuttavia, in diversi casi gli obiettivi di bilancio comportano un ritmo molto lento nel risanamento dei conti pubblici e il loro raggiungimento resta soggetto a rischi considerevoli. Il Consiglio direttivo sostiene quindi ogni ulteriore rafforzamento degli interventi di riequilibrio in grado di sfruttare appieno il più favorevole contesto economico. Obiettivi di bilancio adeguatamente ambiziosi, integrati in un programma articolato di riforme strutturali consentirebbero una più rapida riduzione del disavanzo e del debito in rapporto al PIL, fattore decisivo per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Tali strategie accrescerebbero inoltre la fiducia nelle prospettive economiche dell'area dell'euro.

Per quanto riguarda le politiche strutturali, il Consiglio direttivo ribadisce l'importanza di realizzare riforme esaustive per rendere i mercati del lavoro e dei beni e servizi aperti, competitivi ed efficienti, nonché per promuovere la flessibilità di salari e prezzi e un contesto favorevole agli investimenti e all'innovazione. I recenti andamenti dei corsi petroliferi hanno nuovamente messo in luce la necessità di attuare tali riforme, che migliorerebbero la capacità del-

l'economia dell'area di resistere a shock esterni. Vi è un ampio e solido consenso riguardo al fatto che l'apertura e la flessibilità favoriscano la crescita e l'occupazione e che, allo stadio attuale, sia essenziale tradurre in pratica e, se necessario, rafforzare i programmi di riforma stabiliti. Portando avanti riforme strutturali ambiziose i paesi dell'area dell'euro sosterranno inoltre la ripresa economica in atto.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo articolo presenta un aggiornamen-

to sul lavoro attualmente svolto dalla BCE sulla verifica e sulla valutazione dei progressi compiuti verso l'integrazione finanziaria in Europa. Il secondo descrive il processo di elaborazione di una lista unica di garanzie valida per tutta l'area dell'euro che sostituirà il sistema corrente basato su un elenco di primo livello e uno di secondo livello. Il terzo fornisce una visione d'insieme degli andamenti delle emissioni di azioni e altre partecipazioni nell'area dell'euro negli ultimi dodici anni, con particolare enfasi sulle operazioni di prima quotazione.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

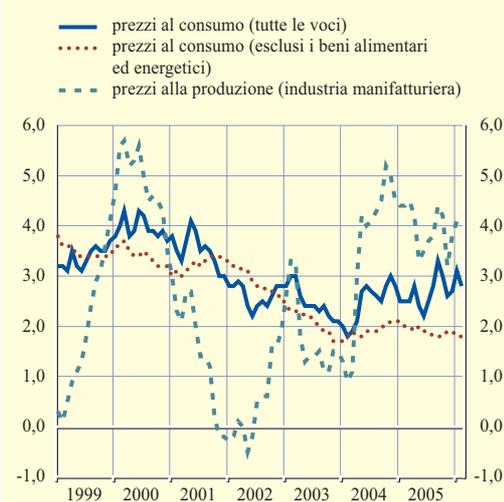
La crescita mondiale si è mantenuta robusta, grazie soprattutto all'effetto propulsivo di Stati Uniti e Cina, che restano i due motori principali dell'attività. Le prospettive economiche internazionali rimangono piuttosto positive, sorrette dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dagli elevati utili societari, come si evince dagli indicatori anticipatori dei paesi industriali. Le principali fonti di rischio restano connesse alle nuove spinte al rialzo sui prezzi dei beni energetici e al persistere degli squilibri a livello mondiale.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Nel primo trimestre la crescita economica è rimasta vigorosa a livello mondiale e si è intensificata negli Stati Uniti e in Cina, i due principali motori dell'espansione. L'attività manifatturiera mondiale ha registrato tassi di incremento relativamente elevati. Se nell'insieme dei paesi dell'OCSE la produzione industriale ha lievemente rallentato in gennaio, i dati disponibili per i singoli paesi – corroborati dai risultati delle indagini – suggeriscono una lieve accelerazione nei mesi successivi. Allo stesso tempo, l'interscambio mondiale mostra un lieve rafforzamento. Per quanto concerne i prezzi, le spinte al rialzo determinate dal rincaro del petrolio appaiono chiaramente evidenti nell'inflazione al consumo complessiva. È invece proseguita nei paesi dell'OCSE la leggera tendenza decrescente dell'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) al netto della componente alimentare ed energetica, un andamento che potrebbe riflettere il perdurante impatto della forte concorrenza internazionale soprattutto nel settore manifatturiero (cfr. figura 1).

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti le stime preliminari segnalano una vigorosa espansione del PIL in termini reali nel primo trimestre (4,8 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno). Il risultato è interamente riconducibile alla domanda interna e soprattutto al forte incremento della spesa per consumi delle famiglie (in presenza di un tasso di risparmio personale ancora negativo e pari al -0,5 per cento del reddito disponibile) e per investimenti delle imprese (principalmente in attrezzature e software). Le esportazioni nette hanno continuato a fornire un contributo negativo alla crescita, in quanto il sensibile aumento delle esportazioni è stato più che controbilanciato da quello delle importazioni.

La forte espansione del PIL in termini reali nel primo trimestre potrebbe essere in parte dovuta al recupero dopo il rallentamento provocato dall'uragano Katrina. Permangono tuttavia aspettative di una prosecuzione della crescita della produzione e della spesa, seppur a ritmi più moderati. Per il secondo trimestre, indicatori recenti segnalano consistenti incrementi della spesa sia delle famiglie sia delle imprese. Più in particolare, le statistiche di marzo sulle vendite di prodotti al dettaglio e di autoveicoli – assieme alle ultime informazioni sul clima di fiducia dei consumatori – sarebbero coerenti con il protrarsi dell'aumento della spesa per consumi personali. In aggiunta, il fatto che le nuove richieste di

sussidi di disoccupazione si mantengano su livelli contenuti e il sensibile incremento dell'occupazione dovrebbero influire positivamente sui redditi. Inoltre, stando a un'indagine sui piani di spesa in conto capitale del settore societario condotta alla fine dello scorso anno, la spesa per attrezzature e impianti rimarrà sostenuta anche nel 2006. Ciò è ulteriormente corroborato dall'aumento in marzo dei nuovi ordinativi di beni d'investimento non connessi alla difesa a eccezione degli aeromobili.

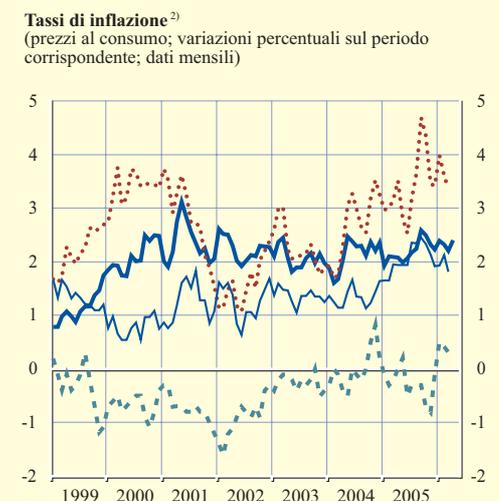
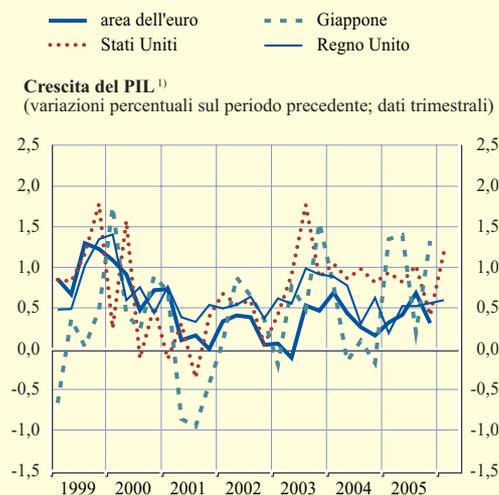
In marzo l'inflazione complessiva si è lievemente moderata (al 3,4 per cento sui dodici mesi, dal 3,6 per cento di febbraio), mentre quella calcolata al netto dei beni energetici e alimentari è rimasta invariata al 2,1 per cento. Le attese di inflazione appaiono contenute e gli incrementi salariali rimangono modesti. Ciò nonostante, il crescente grado di utilizzo della capacità ed eventuali eccessi di domanda nel mercato del lavoro, soprattutto se accompagnati da ulteriori rincari dei beni energetici, potrebbero in futuro intensificare le spinte sui prezzi.

Con riferimento alla politica monetaria, nella riunione del 28 marzo (l'ultima prima della data di chiusura di questo numero del Bollettino mensile) 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 prosegue la ripresa dell'economia. I risultati dell'indagine Tankan della Banca del Giappone pubblicata in marzo confermano la valutazione favorevole dello stato dell'economia nipponica da parte del settore societario del paese. In particolare, l'indice a diffusione del clima di fiducia delle grandi imprese manifatturiere – che tradizionalmente costituisce un indicatore attendibile dello stato del ciclo economico – ha confermato che una percentuale superiore di imprese intervistate considera positive le condizioni attuali. Allo stesso tempo, l'indice ha registrato un lieve calo per la prima volta in quattro trimestri. Dati settoriali suggeriscono che questa leggera flessione potrebbe rispecchiare l'effetto frenante degli elevati prezzi del petrolio e dei prodotti di base sul clima di fiducia delle imprese in alcuni settori ad elevato consumo di energia e di materie prime. In prospettiva, l'economia nipponica dovrebbe continuare a espandersi a ritmi robusti, sorretta dalla forte crescita della domanda interna e dal recupero in atto delle esportazioni.

Figura 2 | 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.

I prezzi al consumo hanno continuato a salire in misura moderata. In marzo l'IPC complessivo è aumentato dello 0,3 per cento sui dodici mesi, mentre l'incremento dell'indice al netto degli alimentari freschi, il quinto consecutivo, è stato dello 0,5 per cento. L'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici è invece salito in misura minore (0,2 per cento) sui dodici mesi, a indicare che i recenti andamenti dei prezzi al consumo riflettono in qualche misura l'impatto dei più elevati corsi petroliferi.

Nella riunione del 28 aprile la Banca del Giappone ha deciso di mantenere pari a zero il proprio tasso ufficiale, rappresentato dal *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

In base alla stima preliminare, nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre è stata pari allo 0,6 per cento sul periodo precedente, invariata rispetto all'ultimo trimestre del 2005. La produzione manifatturiera ha accelerato, mentre il settore dei servizi ha rallentato. Il debole andamento delle vendite al dettaglio induce a ritenere che i consumi delle famiglie si siano moderati nel primo trimestre. Il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare, al 5,1 per cento nella media dei tre mesi fino a febbraio. Nel contempo il tasso di incremento su tre mesi delle retribuzioni medie (al netto delle gratifiche) si è mantenuto relativamente basso rispetto al periodo corrispondente. La crescita del PIL in termini reali dovrebbe intensificarsi in corso d'anno, grazie soprattutto ai consumi privati. I dati delle indagini segnalano inoltre il buon andamento delle esportazioni.

In marzo l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,8 per cento, dal 2,0 di febbraio. Il contributo negativo dei prodotti alimentari, delle bevande analcoliche e dei trasporti ha più che controbilanciato il rincaro del gas e dell'elettricità. I prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare: stando all'indice Halifax, in marzo sono saliti del 7,4 per cento sui dodici mesi.

Nella riunione del 4 maggio il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale della banca – vale a dire il tasso per le operazioni pronti contro termine – invariato al 4,5 per cento.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto è aumentata o si è mantenuta vigorosa durante il quarto trimestre dello scorso anno e le prospettive sono ancora favorevoli. In generale, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe crescere gradualmente nel medio periodo, pur restando relativamente moderata in alcuni paesi.

In Svezia l'attività economica è rimasta positiva nonostante una lieve moderazione nel quarto trimestre del 2005. L'espansione del PIL in termini reali è stata sorretta principalmente dalla domanda interna. In Danimarca il prodotto ha ristagnato nel quarto trimestre rispetto al trimestre precedente, riflettendo una contrazione dei consumi privati e un contributo negativo delle esportazioni nette. In marzo l'inflazione misurata sullo IAPC è lievemente aumentata in Svezia (all'1,5 per cento), mentre in Danimarca nello stesso mese è scesa all'1,8 per cento rispecchiando soprattutto gli andamenti dei prezzi dei beni. Le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute in entrambe le economie a causa della forte concorrenza nel settore al dettaglio e dei modesti incrementi salariali.

Nelle tre economie principali dell'Europa centrale (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria) il PIL ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti durante l'ultimo trimestre del 2005 e, stando agli indicatori disponibili, la dinamica di fondo è rimasta favorevole anche nel primo trimestre di quest'anno. In tali paesi la crescita del prodotto è stata sorretta in misura crescente dalle esportazioni nette, in presenza

di una graduale ripresa della domanda estera. In marzo 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 salita al 2,4 per cento in Ungheria nonostante l'ulteriore decelerazione dei prezzi dei beni energetici rispetto a un anno prima.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita economica ha continuato a risultare superiore alle attese nel primo trimestre, in un contesto di condizioni favorevoli sui mercati finanziari e di politiche macroeconomiche ancora accomodanti. La domanda interna si è ulteriormente rafforzata in tutte le economie principali della regione e le esportazioni sono tornate ad accelerare. Nonostante gli aumenti dei corsi petroliferi, nel mese di marzo le misure dell'inflazione al consumo complessiva e di fondo sono rimaste sostanzialmente modeste in tutta la regione.

In Cina la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita nel primo trimestre al 10,2 per cento, il tasso più elevato degli ultimi tre anni. Le spinte inflazionistiche sono rimaste modeste, con un'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC pari allo 0,8 per cento in marzo. I consumi sono rimasti robusti e gli investimenti si sono ulteriormente rafforzati, sorretti dalla forte espansione del credito interno e dell'offerta di moneta. Il 27 aprile la banca centrale cinese ha innalzato il tasso di riferimento sui prestiti al dettaglio di 25 punti base, al 5,85 per cento, per la prima volta dall'ottobre 2004. Anche nella Corea del Sud il ritmo di incremento del PIL in termini reali è aumentato nel primo trimestre (al 6,2 per cento, dal 5,3 del periodo precedente), mentre l'inflazione è rimasta contenuta.

Guardando al futuro, le prospettive economiche dei paesi asiatici emergenti restano piuttosto favorevoli, sostenute dal perdurante miglioramento della domanda interna e da una lieve accelerazione delle esportazioni. Ulteriori aumenti delle quotazioni petrolifere e un eccesso di investimenti in determinati settori dell'economia cinese continuano a rappresentare due significativi rischi al ribasso per questo quadro complessivamente favorevole.

AMERICA LATINA

In America latina, l'Argentina ha continuato a registrare ritmi elevati di espansione dell'attività economica e in marzo la produzione industriale è salita del 7,5 per cento sui dodici mesi. La persistente inflazione, che in marzo era pari all'11,1 per cento sui dodici mesi, rimane tuttavia una fonte di preoccupazione. In Brasile e in Messico l'inflazione sui dodici mesi ha continuato a calare, scendendo rispettivamente al 3,4 e al 5,3 per cento in marzo. Gli indicatori disponibili segnalano il perdurare della ripresa di tali economie, nelle quali a febbraio la produzione industriale è salita del 5,4 per cento sui dodici mesi. L'allentamento monetario è proseguito in aprile, quando le rispettive autorità preposte alla conduzione della politica monetaria hanno ridotto i tassi di interesse ufficiali di 25 punti base in Messico (al 7 per cento) e di 75 punti base in Brasile (al 15,75 per cento).

Le prospettive economiche per la regione restano nell'insieme favorevoli sul breve periodo, in presenza della prevista accelerazione dell'attività nelle economie principali sullo sfondo di un contesto esterno e finanziario positivo.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Dopo una breve pausa in febbraio, nei due mesi successivi i corsi petroliferi sono tornati a impennarsi (cfr. figura 3). Il 3 maggio il greggio di qualità Brent ha raggiunto un nuovo massimo storico a 74,4

dollari al barile, un livello superiore del 28 per cento a quello dell'inizio dell'anno. A differenza dei rincari osservati nel 2004, quando le quotazioni erano trainate principalmente da una domanda sorprendentemente forte di petrolio e dalla conseguente erosione del margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento, la più recente impennata dei prezzi va per lo più ricondotta a timori dal lato dell'offerta in un momento in cui le condizioni dei fondamentali di mercato sono già tese. I disordini nella regione nigeriana del Delta, ricca di petrolio, hanno determinato turbative alla produzione del paese. Il pesante ricorso alle scorte statunitensi di benzina ha intensificato le spinte al rialzo sui prezzi all'emergere di preoccupazioni per l'adeguatezza dell'offerta in vista dei picchi di domanda durante l'estate. Anche il peggioramento del clima geopolitico ha contribuito in misura determinante a sospingere i prezzi verso l'alto. In particolare, sia i recenti sviluppi connessi ai piani nucleari dell'Iran sia le ipotesi circa le sanzioni contro tale paese e le ripercussioni delle stesse sui mercati petroliferi hanno alimentato i timori per la sicurezza futura degli approvvigionamenti. In prospettiva, tenuto conto del limitato margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento, i corsi del petrolio resteranno presumibilmente sensibili alle variazioni inattese dell'equilibrio fra domanda e offerta e del contesto geopolitico.

Negli ultimi mesi i prezzi delle materie prime non energetiche sono anch'essi notevolmente aumentati. L'aumento è per lo più riconducibile ai metalli, in quanto tutti i principali metalli industriali hanno registrato forti rincari per effetto di una domanda ancora sostenuta, di una crescita limitata della produzione e dei bassi livelli delle scorte. In aprile i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori di circa il 17 per cento rispetto a un anno prima.

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. Condizioni di finanziamento ancora favorevoli (in termini di bassi tassi di interesse a lungo termine, ridotti differenziali di credito e di rendimento dei paesi emergenti ed elevati utili societari in molte economie) dovrebbero sostenere l'attività mondiale. Queste prospettive relativamente favorevoli trovano altresì conferma nel fatto che il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è salito ulteriormente in febbraio, proseguendo la tendenza al rialzo osservata da aprile 2005.

I rischi per le suddette prospettive rimangono lievemente sbilanciati verso il basso. In particolare, i prezzi dei beni energetici restano fra le principali fonti di rischio, come dimostra la recente nuova ascesa delle quotazioni petrolifere fino ai massimi storici. I connessi rischi per l'economia mondiale potrebbero essere esacerbati dal fatto che le pressioni al rialzo sui prezzi del petrolio provengono in misura crescente da fattori dal lato dell'offerta. Un altro rischio al ribasso è ancora rappresentato dal perdurare degli squilibri economici a livello mondiale.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

In marzo la crescita sui dodici mesi di M3 è aumentata all'8,6 per cento, il tasso più elevato dal luglio 2003. Il basso livello dei tassi di interesse è rimasto la principale determinante delle dinamiche di fondo della moneta e del credito. Nel contempo, sembra che non si sia più manifestato l'effetto frenante sulla crescita di M3 causato dall'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio. In un contesto di liquidità già abbondante, la crescita vigorosa del credito e della moneta suggerisce la possibilità di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e nel più lungo termine. Occorre pertanto tenere sotto stretta osservazione gli andamenti monetari, soprattutto alla luce del rafforzamento dell'attività economica e di una vigorosa dinamica dei prezzi delle attività.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

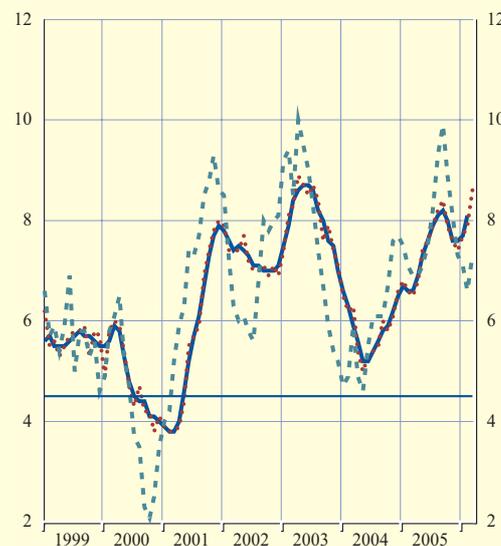
In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato all'8,6 per cento (dal 7,9 di febbraio), un tasso osservato l'ultima volta a metà del 2003. Questo ulteriore rafforzamento ha completamente invertito la riduzione registrata nel quarto trimestre del 2005. La media mobile a tre mesi di M3 nel periodo gennaio-marzo si è collocata all'8,1 per cento, dal 7,7 per cento di quella del periodo dicembre-febbraio (cfr. figura 4). Il vigore della crescita di M3 è stato evidente anche nella dinamica a più breve termine, misurata ad esempio dal tasso di variazione sui sei mesi espresso in ragione d'anno, che in marzo è aumentato di 0,7 punti percentuali, al 7,3 per cento.

I dati monetari di marzo continuano a suggerire che la principale determinante della crescita di M3 è il basso livello prevalente dei tassi di interesse, in contrasto con quanto avvenuto nel precedente periodo di crescita vigorosa di M3 fra il 2001 e la metà del 2003, sospinta, allora, principalmente da riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie in un'epoca di accresciuta incertezza economica e finanziaria. L'evidenza a sostegno del ruolo importante svolto dal basso livello dei tassi di interesse nel determinare l'attuale crescita di M3 è offerta, dal lato delle componenti, dal significativo contributo dell'aggregato ristretto M1 alla crescita di M3 e, dal lato delle contropartite, dall'ulteriore rafforzamento della crescita dei prestiti delle IFM al settore privato. L'effetto frenante sulla crescita di M3 causato dal riassorbimento delle scorse riallocazioni di portafoglio osservato nel quarto trimestre del 2005 non sembra essersi protratto in marzo; esso potrebbe essere stato compensato, in parte, da una maggior propensione degli investitori internazionali per le attività dell'area dell'euro e da maggiori investimenti da parte dei residenti nell'area dell'euro in depositi bancari e titoli a più breve scadenza in un contesto di tassi del mercato monetario in rialzo.

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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

- M3 (media mobile centrata a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi)
- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)
- valore di riferimento (4^{1/2} per cento)



Fonte: BCE.

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 fiducia migliorato e di un'attività economica in via di ripresa. La forte espansione della moneta e del credito, inoltre, rende anche 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 marzo del tasso di crescita di M3 riflette in particolare un aumento dei contributi provenienti dagli strumenti negoziabili, mentre l'apporto delle componenti più liquide comprese in M1 è rimasto sostanzialmente stabile. Nondimeno, il contributo di M1 è stato ancora molto più consistente di quello delle altre componenti di M3. Quanto alle componenti di M1, l'aumento del tasso di crescita dei depositi a vista è stato pressoché controbilanciato dalla flessione di quello del circolante.

Il tasso di variazione dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è aumentato per effetto di un ulteriore rafforzamento dei depositi a termine (ovvero depositi con durata prestabilita fino a due anni), solo parzialmente compensato dal calo del tasso di crescita dei depositi a risparmio (ovvero depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi). 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 contenuti (cfr. tavola 1).

In marzo il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è fortemente aumentato. Seppure tale incremento rifletta contributi più elevati di tutte le categorie degli strumenti in esame, il dettaglio mostra tassi di crescita notevolmente differenziati. Da un lato, il tasso di crescita dei titoli di debito con scadenza fino a due anni è fortemente aumentato al 45,1 per cento. Le performance positive dei mercati azionari potrebbero aver contribuito a questa rapida espansione favorendo una domanda vivace di cosiddetti prodotti strutturati (strumenti che combinano derivati connessi a ca-

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					
		2° trim. 2005	3° trim. 2005	4° trim. 2005	1° trim. 2006	feb. 2006	mar. 2006
M1	48,4	9,8	11,2	10,9	10,3	9,9	10,1
Banconote e monete in circolazione	7,4	17,3	16,0	14,8	13,4	13,6	12,4
Depositi <i>overnight</i>	41,0	8,5	10,4	10,2	9,8	9,3	9,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	37,6	5,1	5,5	5,9	6,8	7,3	7,8
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	16,0	2,7	4,6	6,5	9,8	11,2	12,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,6	6,6	6,0	5,3	4,6	4,6	4,3
M2	86,0	7,5	8,4	8,5	8,6	8,7	9,0
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,0	4,4	5,5	3,8	3,5	3,6	6,1
M3	100,0	7,1	8,0	7,8	7,9	7,9	8,6
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,6	7,0	7,9	8,7	8,8	9,4
Credito alle amministrazioni pubbliche		2,1	1,2	2,6	2,5	1,8	1,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,8	-1,0	0,4	1,2	0,9	1,5
Credito al settore privato		7,8	8,6	9,4	10,4	10,7	11,5
Prestiti al settore privato		7,6	8,4	8,9	10,0	10,4	10,8
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		9,6	10,0	9,4	8,6	8,5	8,5

Fonte: BCE.

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

pitale di rischio con titoli di debito più tradizionali). L'andamento potrebbe altresì rispecchiare una parziale sostituzione di titoli di debito a più breve termine con altri a più lungo termine in un contesto di attese di tassi di interesse a breve termine in aumento. Dall'altro lato, le consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari non sono aumentate rispetto a un anno fa. Sebbene l'andamento di queste attività liquide e sicure (utilizzate dalle famiglie e dalle imprese come forme di investimento temporaneo nei periodi di maggiore incertezza) sia rimasto debole negli ultimi due mesi, non si sono verificati ulteriori deflussi da queste attività come osservato fra ottobre e gennaio.

In marzo 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 ha in parte invertito il calo dell'accumulo dei relativi depositi osservato nel quarto trimestre del 2005. Il contributo delle famiglie, rimasto il più significativo dei vari settori privati, è moderatamente aumentato in marzo, mentre quello delle società non finanziarie è lievemente diminuito.

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 marzo al 10,8 per cento (il tasso di incremento più elevato dall'introduzione dell'euro nel 1999), dal 10,4 del mese precedente (cfr. il riquadro 1 *Andamenti a più lungo termine dei prestiti al settore privato*). La vigorosa domanda 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.

Riquadro 1

ANDAMENTI A PIÙ LUNGO TERMINE DEI PRESTITI AL SETTORE PRIVATO

La crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato è aumentata ulteriormente nei primi mesi dell'anno, toccando in marzo il 10,8 per cento, un tasso comparabile a quelli osservati nei punti di picco di precedenti cicli del credito. Il presente riquadro esamina gli andamenti a più lungo termine dei prestiti al settore privato, raffrontandoli a quelli di due altre importanti variabili macroeconomiche, l'attività economica e la moneta, al fine di individuare eventuali differenze significative fra l'attuale periodo di crescita vigorosa dei prestiti e quelli osservati in passato.

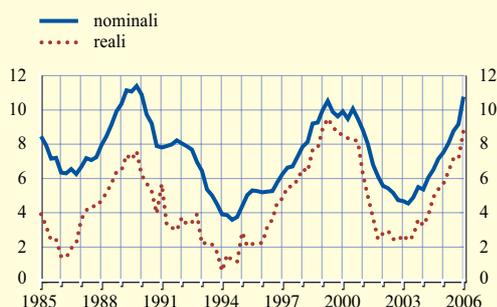
La crescita dei prestiti al settore privato è elevata in termini storici

L'esame del profilo a più lungo termine della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato nell'area dell'euro consente di individuare due cicli ampi. Il primo si estende tra il minimo osservato a metà degli anni ottanta e quello osservato a metà degli anni novanta, con un massimo vicino al 12 per cento nel 1989; il secondo, dalla metà degli anni novanta all'inizio del decennio successivo, con un massimo vicino all'11 per cento nel 1999. Dalla metà del 2003 la crescita dei prestiti ha ricominciato a rafforzarsi, toccando all'inizio del 2006 livelli analoghi a quelli osservati nei punti di massimo precedenti (cfr. figura A).

L'elevato livello della crescita in termini storici emerge anche dall'esame della dinamica dei prestiti in termini reali (ovvero corretta per l'inflazione). L'attuale crescita in termini reali, all'8 per cento, è lievemente inferiore al massimo osservato nel 1999, ma chiaramente superiore a quello

Figura A Prestiti al settore privato

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

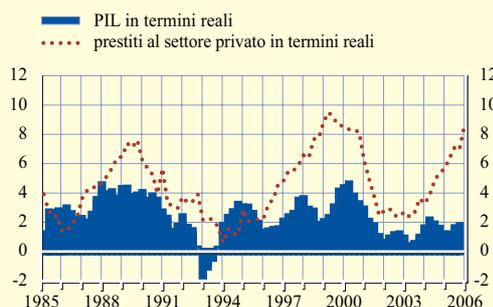


Fonte: BCE.

Nota: le serie in termini reali sono state ottenute deflazionando quelle in termini nominali con il deflatore del PIL.

Figura B Prestiti al settore privato e PIL in termini reali

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



Fonte: BCE.

del 1989. È inoltre utile tenere conto del fatto che il livello dei tassi di interesse, tanto nominali che reali, è attualmente molto inferiore rispetto alla fine degli anni novanta.

L'attuale crescita elevata dei prestiti è associata a una crescita moderata del PIL

Il raffronto tra la dinamica dei prestiti al settore privato e quella della crescita dell'attività economica aggregata evidenzia, in linea con la teoria del ciclo economico, l'esistenza di una qualche relazione fra le due variabili, per quanto essa non si riveli molto stretta se valutata sul periodo corrispondente. Per esempio, i picchi della crescita dei prestiti, nel 1989 e 1999, sono coincisi con periodi in cui anche la crescita del PIL ha toccato un massimo, mentre i minimi della crescita del PIL all'inizio degli anni novanta e del decennio successivo sono più o meno coincisi con periodi di modesta crescita dei prestiti (cfr. figura B).

In questo contesto, il ritorno a una crescita dei prestiti storicamente elevata nei trimestri recenti può in qualche misura sorprendere, considerato che, nell'attuale fase di ripresa, il PIL dell'area dell'euro è cresciuto a tassi reali abbastanza modesti e comunque ben inferiori a quelli osservati in occasione dei precedenti picchi della dinamica dei prestiti. Una possibile spiegazione risiede nel fatto che i fattori che hanno determinato il rafforzamento della crescita dei prestiti dalla metà del 2003 sono diversi da quelli all'opera nei periodi precedenti. Gli andamenti settoriali potrebbero aver svolto un ruolo importante al riguardo. Per esempio, l'evoluzione più ampia della crescita dei prestiti al settore privato è tipicamente determinata in gran misura dalla dinamica dei prestiti alle società non finanziarie, che ha un andamento più ciclico di quella dei prestiti alle famiglie¹⁾. Tuttavia, dalla fine degli anni novanta, l'andamento dei prestiti è stato caratterizzato da oscillazioni relativamente ampie della crescita dei prestiti alle famiglie. Negli ultimi cinque anni il rafforzamento della crescita dei prestiti totali al settore privato è stato inizialmente sospinto dalla maggiore crescita dei prestiti alle famiglie, che appare essere stata collegata alla dinamica sostenuta dei prezzi delle abitazioni piuttosto che all'attività e ai redditi, seguita solo in una fase successiva da un aumento del contributo dei prestiti alle società non finanziarie (cfr. figura C).

1) Sulla volatilità dei prestiti alle società non finanziarie, cfr. il riquadro 1 *Andamenti recenti dei prestiti alle società non finanziarie* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

Figura C Prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie

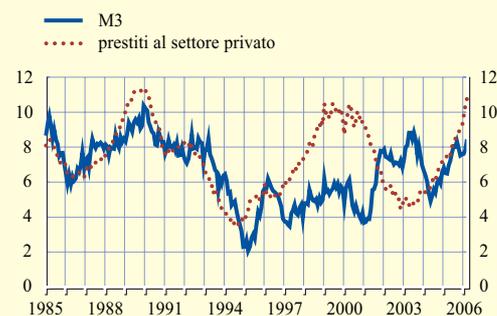
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura D Prestiti al settore privato e M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Le dinamiche della moneta e dei prestiti sono meno collegate che in passato

La concessione di prestiti da parte delle banche al settore privato svolge un ruolo determinante nella creazione di moneta. Ciò induce a prevedere che le dinamiche di M3 e dei prestiti al settore privato siano tipicamente molto collegate, in quanto rappresentano le maggiori componenti dei due lati del bilancio consolidato.

Tale relazione è stata chiaramente visibile nel primo dei due cicli ampi qui analizzati, in cui i massimi e i minimi dei tassi di crescita di M3 e dei prestiti coincidono, rispettivamente alla fine degli anni ottanta e a metà anni novanta (cfr. figura D). Tuttavia, le due serie evidenziano una relazione molto meno stretta nel secondo ciclo, in cui il punto di massimo della crescita dei prestiti alla fine degli anni novanta coincide con una fase di crescita moderata di M3.

L'allentarsi della relazione fra moneta e credito dalla metà degli anni novanta è probabilmente riconducibile a due fattori, l'intensificarsi della globalizzazione e i cambiamenti strutturali dei mercati finanziari; tali fattori hanno avuto un impatto significativo sulle dimensioni e sulla portata dei flussi finanziari internazionali, che a loro volta si riflettono almeno in parte sulla posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM (una delle contropartite di M3)²⁾. Esempi di tale impatto sono stati il forte deflusso di capitali dall'area dell'euro alla fine degli anni novanta, in gran misura riconducibile alle attività di fusione e acquisizione di residenti dell'area dell'euro negli Stati Uniti, e il successivo rimpatrio di tali fondi durante il periodo di acuta incertezza globale fra il 2001 e la metà del 2003. Ciò significa che le forti variazioni della crescita dei prestiti sono state in gran misura controbilanciate da movimenti delle attività nette sull'estero ed hanno pertanto seguito un andamento divergente rispetto alla crescita di M3.

Nel complesso, l'andamento dei prestiti è tenuto sotto stretta osservazione nel quadro dell'analisi monetaria. Ciò impone un continuo aggiornamento della valutazione della sua relazione con l'attività economica e la moneta.

2) Sull'impatto della posizione netta sull'estero su M3, cfr. il riquadro 2 *Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

L'andamento dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a essere sospinto soprattutto da un forte indebitamento per l'acquisto delle abitazioni, aumentato a un tasso del 12,1 per cento in marzo (rispetto all'11,7 per cento di febbraio). Al contrario, la crescita del credito al consumo è lievemente diminuita, seppur rimanendo su un livello elevato (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. A tale riguardo i risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario indicano il protrarsi di una domanda positiva di prestiti per l'acquisto di abitazioni, ancorché su un livello inferiore rispetto all'indagine precedente. Nel contempo le banche hanno riportato una minor percezione di rischi riguardo alle prospettive del mercato degli immobili residenziali, il che ha contribuito a un allentamento netto dei criteri per la concessione di mutui (cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro*).

Il tasso di variazione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è ulteriormente aumentato in marzo, proseguendo l'andamento al rialzo osservato dagli inizi del 2004. L'incremento, benché interessi pressoché tutte le scadenze, è attribuibile principalmente a un'espansione particolarmente accentuata dei prestiti con scadenza compresa fra uno e cinque anni. I risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario suggeriscono che la vigorosa domanda di prestiti alle imprese riflette il fabbisogno finanziario per investimenti fissi, per quanto anche quello per attività di fusione e acquisizione abbia avuto un ruolo.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è rimasto invariato all'8,5 per cento in marzo, mentre la dinamica a più breve termine si è rafforzata. Ciò avvalorava la tesi che nel settore detentore di moneta dell'area dell'euro permanga la propensione a investire in strumenti finanziari dell'area a più lungo termine. Quanto alle componenti delle passività finanziarie in esame, il tasso di cre-

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 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 1° trim.	2006 feb.	2006 mar.
Società non finanziarie	41,3	6,2	7,0	7,7	9,2	9,7	10,4
Fino a 1 anno	30,2	4,8	5,8	5,3	6,5	7,0	7,8
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,8	6,5	6,4	8,3	11,5	12,6	14,7
Oltre 5 anni	51,9	6,9	7,9	8,9	10,0	10,3	10,5
Famiglie ²⁾	50,0	8,1	8,6	9,0	9,5	9,5	9,7
Credito al consumo ³⁾	13,0	6,5	6,9	7,8	8,1	8,4	7,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	70,2	10,2	10,7	11,0	11,7	11,7	12,1
Altri prestiti	16,8	2,1	2,2	2,3	2,1	1,9	2,2
Società di assicurazione e fondi pensione	1,0	14,4	16,5	29,3	33,0	27,4	40,7
Altri intermediari finanziari non monetari	7,7	11,2	15,5	14,2	16,2	18,9	16,9

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.

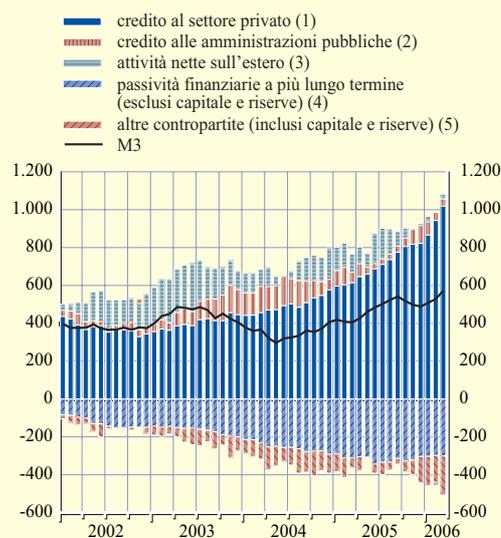
scita dei titoli di debito emessi con scadenza superiore a due anni ha continuato a diminuire, il che potrebbe riflettere una crescente preferenza per investimenti azionari ma anche per titoli bancari compresi in M3 con scadenze più brevi.

In marzo si è registrato un flusso positivo delle attività nette sull'estero delle IFM pari a 24 miliardi di euro, dopo il flusso negativo di 18 miliardi nei dodici mesi fino a febbraio (cfr. figura 5). La variazione è stata determinata in larga misura dall'ultimo andamento su base mensile (un afflusso di 28 miliardi di euro in marzo dopo il deflusso di 33 miliardi di febbraio) e potrebbe essere connesso con l'accresciuto interesse degli investitori esteri nelle attività dell'area dell'euro. Occorre tuttavia tenere presente che, considerata la variabilità della serie su base mensile, non andrebbe attribuito eccessivo rilievo alle variazioni nel breve periodo della posizione netta sull'estero.

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 ha compensato solo parzialmente la dinamica monetaria sospinta dal credito, tanto più che non si è più avuto l'effetto frenante sulla dinamica di M3 dell'andamento della posizione netta sull'estero.

Figura 5 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Riquadro 2

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

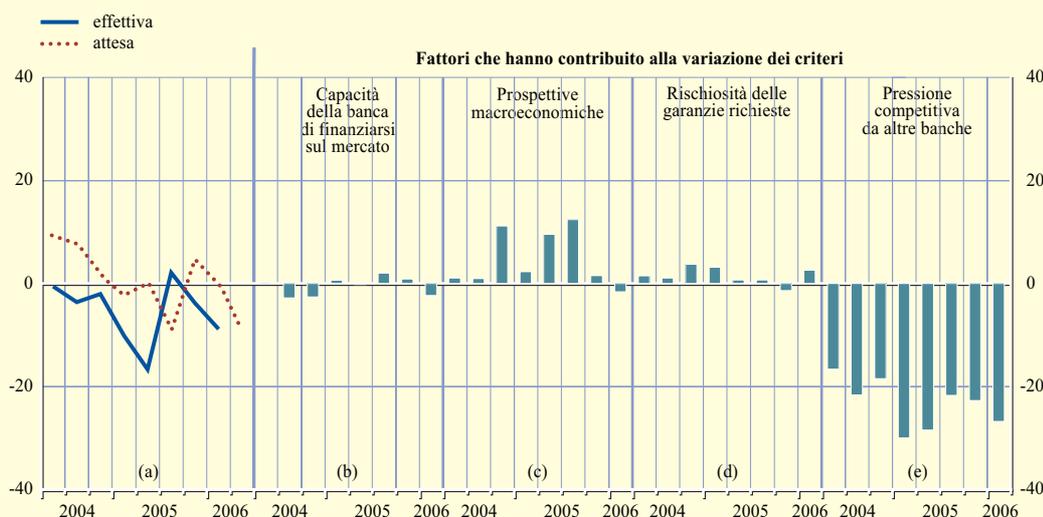
Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in aprile¹⁾. L'indagine ha evidenziato un allentamento netto²⁾ dei criteri per la concessione del credito in tutte le categorie di prestiti. In particolare, tale risultato implica una lieve accentuazione rispetto al trimestre precedente dell'allentamento netto per i prestiti alle imprese, mentre per quanto riguarda il credito alle famiglie (sia mutui per l'acquisto di abitazioni, sia credito al consumo e altre tipologie di prestiti), l'allentamento ha fatto seguito al lieve inasprimento netto rilevato dall'indagine di gennaio. Stando agli istituti interpellati, la

1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 5 maggio 2006 ed è disponibile in inglese sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html).

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

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all’inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all’allentamento. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di aprile 2006.

domanda netta³⁾ di prestiti alle imprese e alle famiglie è stata positiva nel primo trimestre, anche se inferiore al picco rilevato dalla precedente indagine.

Per il secondo trimestre le banche prevedono un allentamento netto dei criteri applicati alla concessione dei prestiti alle imprese, un lieve inasprimento di quelli relativi ai mutui per l’acquisto di abitazioni e un allentamento netto – anche se su livelli inferiori rispetto al trimestre precedente – di quelli applicati al credito al consumo e ad altre tipologie di prestiti, a fronte di un aumento della domanda netta di prestiti sia alle imprese sia alle famiglie per il periodo aprile-giugno 2006.

Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito: Per il primo trimestre le banche hanno segnalato un ulteriore allentamento netto dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito alle imprese, al -9 per cento da -4 nel trimestre precedente (cfr. figura A, primo riquadro). L’allentamento riflette, per la prima volta dall’avvio dell’indagine, un lieve contributo del miglioramento delle attese sull’attività economica generale (cfr. figura A, terzo riquadro). Tra gli altri fattori figurano la migliorata capacità delle banche di finanziarsi sui mercati dei capitali e la pressione competitiva (cfr. figura A, secondo e quinto riquadro). Per quanto riguarda i termini e le condizioni di credito, l’allentamento netto è principalmente riconducibile a un calo dei margini sulla media dei prestiti, a un ulteriore allungamento delle scadenze e a una riduzione degli oneri diversi dai tassi di interesse.

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

In termini di dimensioni dei prenditori, il risultato riflette un'accentuazione dell'allentamento netto dei criteri applicati al credito alle piccole e medie imprese a fronte della sostanziale stazionarietà di quello che ha interessato i criteri per la concessione del credito alle grandi imprese. In termini di scadenze, le banche hanno confermato l'allentamento netto dei criteri applicati ai prestiti a breve termine, segnalando inoltre un allentamento netto di quelli applicati ai prestiti a lungo termine.

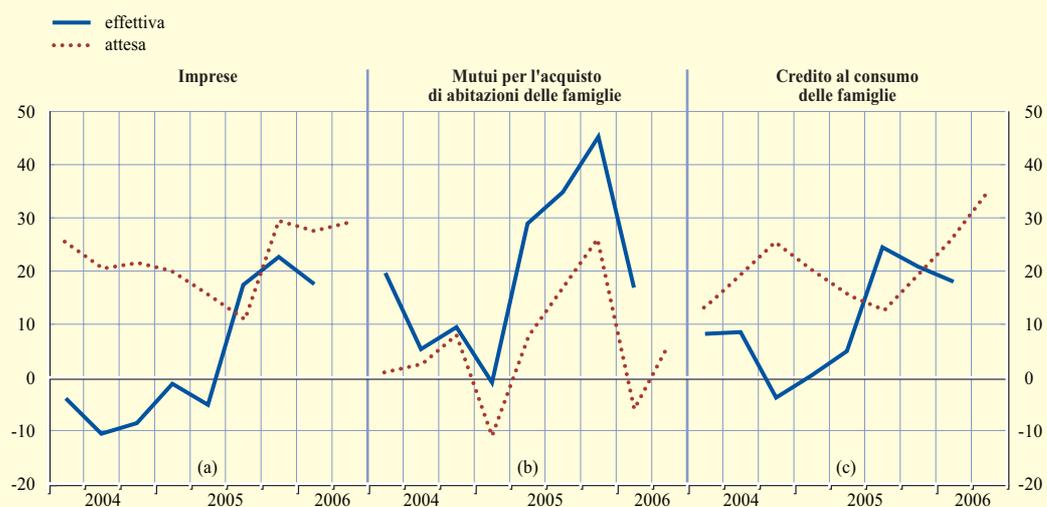
Domanda di prestiti: La domanda netta di prestiti alle imprese è stata positiva, anche se in calo rispetto al massimo rilevato dalla precedente indagine (al 18 per cento in aprile, contro il 23 per cento in gennaio; cfr. figura B, primo riquadro). L'andamento è stato molto simile per la domanda di prestiti delle piccole e medie imprese, a fronte di un aumento di quella delle grandi imprese.

Stando agli istituti intervistati, questi andamenti sono principalmente collegati a un aumento dell'uso di fonti di finanziamento alternative, quali il finanziamento interno (connesso a un aumento degli utili) e i prestiti di altre banche. Entrambi i fattori, uniti all'emissione di azioni, hanno contribuito a contenere l'andamento della domanda, sospinta d'altra parte dall'aumento del fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi e, in una certa misura, di scorte e di capitale circolante. Un contributo importante a sostegno della domanda, anche se meno intenso, è inoltre provenuto dalle attività di fusione e acquisizione e di ristrutturazione societaria.

Aspettative: Nel complesso, per il secondo trimestre le banche continuano a prevedere un allentamento netto dei criteri per l'approvazione di prestiti o linee di credito alle imprese (cfr. figura A, primo riquadro), a prescindere dalle dimensioni dei prenditori e dalle scadenze, e un andamento vigoroso della domanda netta (cfr. figura B, primo riquadro) per tutte le tipologie di prenditori e scadenze.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2006.

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

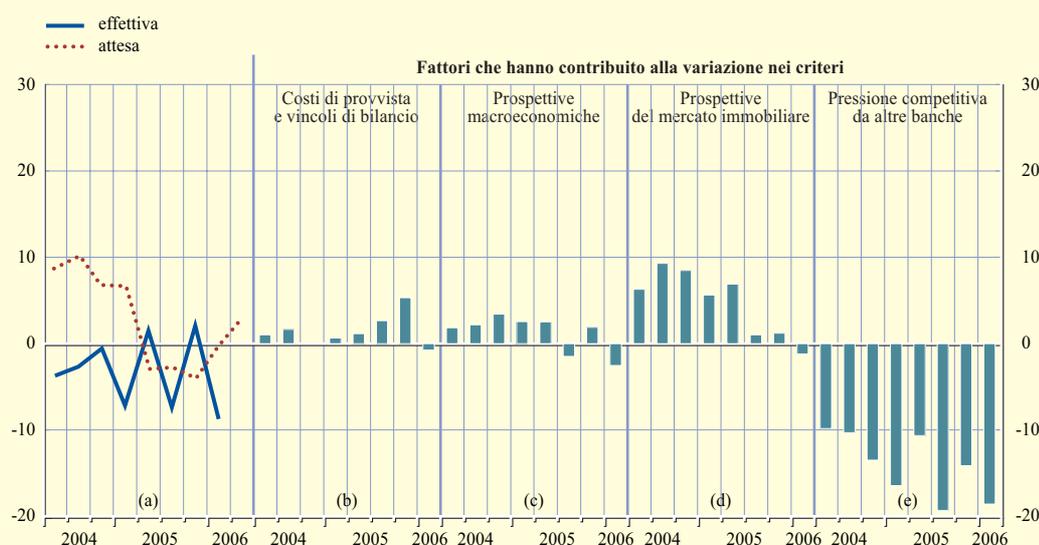
Criteri per la concessione del credito: Dopo il lieve inasprimento netto osservato nel trimestre precedente, le banche segnalano un allentamento netto dei criteri applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre (al -9 per cento in aprile, dal 2 per cento in gennaio; cfr. figura C, primo riquadro). L'andamento riflette un miglioramento generale di tutti i fattori indicati nel questionario dell'indagine: una riduzione dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio, un miglioramento della concorrenza e una riduzione della percezione dei rischi relativi all'attività economica generale e alle prospettive del mercato immobiliare (cfr. figura C, terzo, quarto e quinto riquadro). Quest'ultimo fattore in particolare ha offerto un lieve contributo all'allentamento netto dei criteri, per la prima volta dall'avvio dell'indagine. L'allentamento netto – analogamente a quanto avvenuto per il credito alle imprese – è stato attuato principalmente mediante una riduzione dei margini sulla media dei prestiti e un allungamento delle scadenze, a fronte tuttavia di un ulteriore incremento dei margini sui prestiti più rischiosi.

Domanda di prestiti: La domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad essere positiva, anche se su un livello molto inferiore a quello del trimestre precedente (17 per cento in aprile, contro il 45 per cento in gennaio; cfr. figura B, secondo riquadro).

Il calo è principalmente riconducibile alle prospettive meno favorevoli del mercato degli immobili residenziali (che, seppure positive, hanno contribuito in misura inferiore all'aumento della domanda netta) e al maggior ricorso a fonti di finanziamento alternative, quali i risparmi o i prestiti di altre banche.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2006.

Aspettative: Per il secondo trimestre le banche intervistate prevedono un lieve inasprimento dei criteri per la concessione di mutui (cfr. figura C, primo riquadro), a fronte di un aumento della domanda netta di tali prestiti (cfr. figura B, secondo riquadro).

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

Criteri per la concessione del credito: L'indagine evidenzia un allentamento netto dei criteri applicati alle domande di prestiti per credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie nel primo trimestre (-5 per cento in aprile, dall'1 per cento in gennaio; cfr. figura D, primo riquadro).

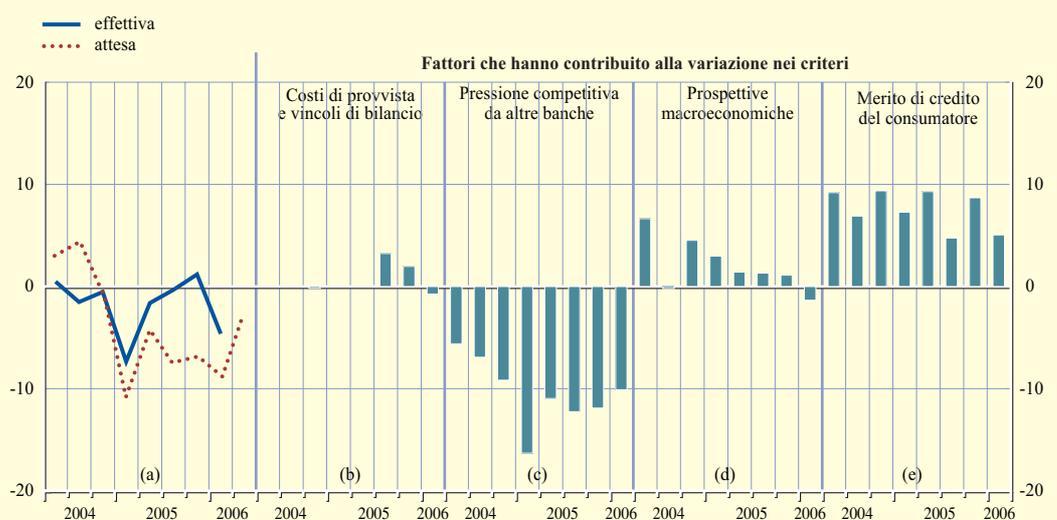
I principali fattori citati per tale variazione dei criteri sono un calo generale dei costi di raccolta e dei vincoli di bilancio, le attese più favorevoli sull'attività economica generale e la pressione competitiva. In particolare, quest'ultimo fattore continua ad essere quello che contribuisce maggiormente all'allentamento dei criteri, anche se in misura inferiore che in precedenza (cfr. figura D, terzo riquadro).

In linea con quanto avvenuto per il credito alle imprese e i prestiti per l'acquisto di abitazioni, la politica di allentamento è stata realizzata principalmente tramite una variazione delle condizioni di prezzo e in particolare riducendo considerevolmente i margini sulla media dei prestiti, a fronte di un lieve aumento di quelli sui prestiti con più elevato profilo di rischio. Tutti gli altri termini e condizioni sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente.

Domanda di prestiti: Stando alle banche intervistate, la domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è rimasta positiva nel primo trimestre, anche se su

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 2006.

un livello lievemente inferiore a quello rilevato dalla precedente indagine (al 18 per cento, dal 21 in gennaio; cfr. figura B, terzo riquadro). Il risultato riflette gli effetti contrastanti di fattori diversi, e in particolare l'impatto al rialzo del significativo aumento del contributo della spesa in beni di consumo durevoli, controbilanciato da un contributo meno positivo della fiducia dei consumatori e da un aumento dell'uso di fonti di finanziamento alternative (in particolare prestiti di altre banche).

Aspettative: Per il secondo trimestre le banche prevedono un proseguimento dell'allentamento netto dei criteri, seppure su un livello inferiore a quello rilevato dalla precedente indagine (cfr. figura D, primo riquadro), e un aumento della domanda netta (cfr. figura B, terzo riquadro).

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 7,2 per cento, sostanzialmente in linea con il tasso medio di variazione dall'introduzione dell'euro. Mentre la crescita dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie e, in misura minore, dalle IFM 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 su un livello relativamente contenuto.

TITOLI DI DEBITO

In febbraio il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è sceso al 7,2 per cento (cfr. tavola 3). Il tasso di crescita complessivo ha continuato a essere sospinto principalmente dalla vigorosa emissione di titoli di debito a lungo termine, che ha rappresentato circa il 90 per cento delle consistenze complessive di titoli di debito. Il tasso di variazione dei titoli a lungo termine, ancorché lievemente calato rispetto al mese precedente, ha continuato a crescere vigorosamente, collocandosi in febbraio al 7,6 per cento. Quello dei titoli a breve termine ha invece continuato a essere moderato, benché in lieve aumento al 3,8 per cento in

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2006 feb.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 gen.	2006 feb.
Emissione di titoli di debito:	10.424	7,6	7,7	7,6	7,5	7,6	7,2
IFM	4.211	10,1	9,8	10,0	9,2	9,1	8,9
Società finanziarie non monetarie	951	11,8	17,1	19,3	21,6	24,3	26,6
Società non finanziarie	620	2,8	4,6	2,2	3,3	3,4	2,8
Amministrazioni pubbliche	4.643	5,5	4,9	4,5	4,3	4,1	3,2
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.354	5,1	4,5	4,1	3,9	3,7	2,7
Altre amministrazioni pubbliche	289	13,7	12,0	12,1	12,2	11,3	11,8
Emissione di azioni quotate:	5.430	1,1	1,0	1,1	1,2	1,3	1,2
IFM	939	2,7	2,2	2,7	2,2	1,2	1,2
Società finanziarie non monetarie	562	1,0	2,2	2,6	3,2	3,5	3,5
Società non finanziarie	3.929	0,8	0,6	0,6	0,7	1,0	0,9

Fonte: BCE.

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

febbraio. L'emissione dei titoli di debito a lungo termine è stata sospinta prevalentemente dalla sostenuta attività di emissione dei titoli a tasso variabile, il cui tasso di crescita si è collocato al 18,5 per cento in febbraio, a fronte di un tasso di crescita del 4,0 per cento nello stesso periodo per i titoli di debito a lungo termine a tasso fisso. In genere, a partire dai primi mesi del 2000 il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a tasso variabile è aumentato a un ritmo più sostenuto rispetto a quello dei titoli analoghi a tasso fisso.

Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è sceso in febbraio al 2,8 per cento (cfr. figura 6). Un fattore che potrebbe spiegare l'attuale crescita moderata dell'emissione netta di titoli di debito da parte di società non finanziarie è la relativa sostituzione con prestiti bancari. Il ricorso a questi ultimi anziché all'emissione di titoli di debito sembra essere particolarmente accentuato per il debito a breve termine. A questo riguardo, il tasso di crescita sui dodici mesi dell'emissione di titoli di debito a breve termine da parte di società non finanziarie è ulteriormente diminuito in febbraio, mentre quello dei prestiti delle

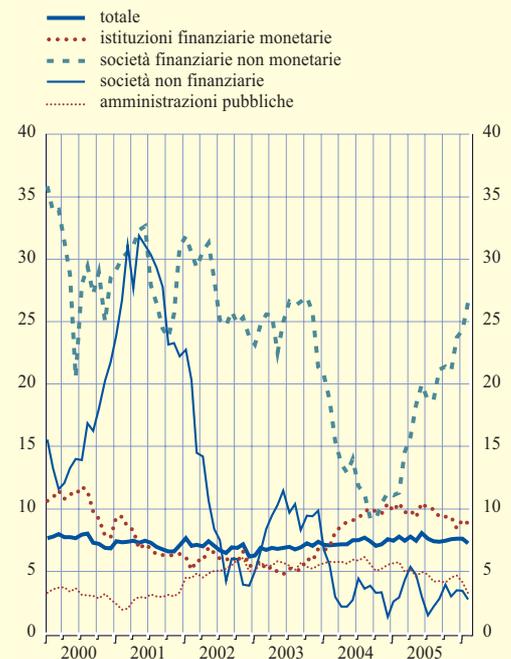
IFM a società non finanziarie è tornato ad aumentare da novembre. Inoltre, il livello relativamente elevato di rimborsi, che probabilmente è in parte connesso con la significativa attività di emissione di obbligazioni societarie osservata nel periodo 1999-2001, potrebbe fornire una spiegazione per i bassi livelli di attività di emissione netta di titoli di debito attualmente osservati per le società non finanziarie.

In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è lievemente diminuito all'8,9 per cento, dal 9,1 del mese precedente. Il ritmo di espansione dei titoli di debito emessi dalle IFM ha continuato ad essere sostenuto, in particolare per i titoli a tasso variabile, mentre quello dei titoli emessi a tasso fisso è rimasto modesto. La vigorosa crescita delle emissioni di titoli di debito da parte del settore bancario riflette, in certa misura, il fabbisogno finanziario delle IFM determinato dalla dinamica piuttosto vivace dei prestiti delle IFM al settore privato e, in particolare, dalla notevole espansione dei prestiti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

In febbraio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è ulteriormente aumentato al 26,6 per cento (dal 24,3 di gennaio). L'attività di emissione molto vigorosa in questo settore può essere attribuita a due fattori. In primo luogo, è probabile che una parte significativa dell'emissione di questo settore sia ascrivibile al settore delle IFM, che sta ricorrendo sempre più alle società finanziarie non monetarie per cartolarizzare parte del proprio portafoglio prestiti trasferendo alcuni di questi ai mercati finanziari sotto forma di titoli di debito negoziabi-

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.

li. Nel contempo anche le società non finanziarie possono, in qualche misura, aver sostituito l'emissione diretta di titoli di debito con finanziamenti indiretti attraverso società finanziarie non monetarie, ad esempio attraverso le società veicolo (*special purpose vehicles*).

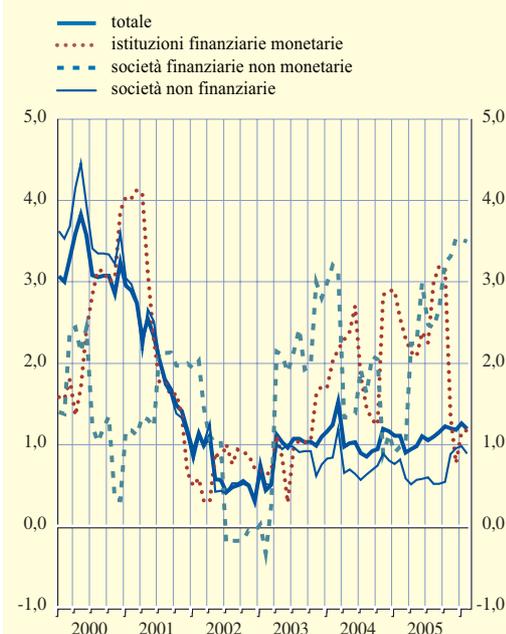
In febbraio il tasso di variazione dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è diminuito al 3,2 per cento, dal 4,1 di gennaio. La flessione è riconducibile soprattutto alla decelerazione dei titoli di debito emessi da parte del settore delle amministrazioni centrali dal 3,7 per cento di gennaio al 2,7 di febbraio. Nel contempo il tasso di crescita per le altre amministrazioni pubbliche ha continuato a crescere vigorosamente, collocandosi nel mese in esame all'11,8 per cento.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è sostanzialmente rimasto sullo stesso livello degli ultimi mesi, collocandosi in febbraio all'1,2 per cento. In termini di attività per settore, il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano circa tre quarti delle azioni quotate in essere, è rimasto invariato in febbraio rispetto al mese precedente, all'1,2 per cento, ponendo termine alla fase di lieve incremento registrata dalla fine del 2005 (cfr. figura 7). Uno dei principali fattori che spiegano la precedente crescita delle azioni emesse da società non finanziarie è stato l'andamento delle emissioni lorde nella forma di offerte pubbliche iniziali (*initial public offerings*) e per altri collocamenti (*secondary public offerings*), che hanno beneficiato delle performance favorevoli dei mercati azionari. In febbraio il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è rimasto invariato rispetto al mese precedente, collocandosi all'1,2 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.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

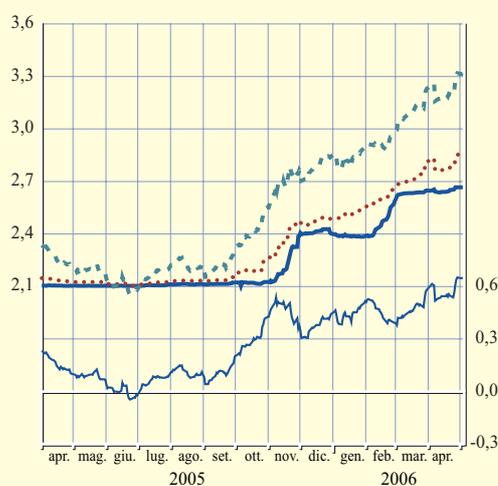
In aprile i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, con i maggiori rialzi su quelle a più lungo termine. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente accentuata.

Nel periodo compreso tra la fine di marzo e il 3 maggio, i tassi di interesse Euribor del mercato monetario con scadenza a uno, tre, sei e dodici mesi sono leggermente aumentati, rispettivamente di 2, 5, 5 e 8 punti base, portandosi al 2,67, 2,87, 3,03 e 3,32 per cento alla fine del periodo in esame. Di conseguenza, nel corso del periodo in rassegna l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente accentuata. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è salito da 59 a 65 punti base tra la fine di marzo e il 3 maggio (cfr. figura 8).

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)

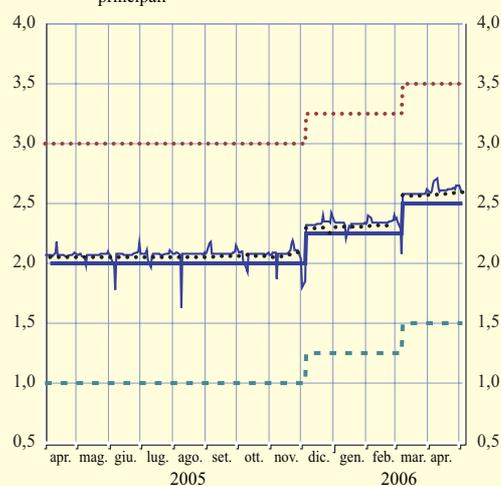


Fonti: BCE e Reuters.

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.

Il 3 maggio 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 3,01, 3,29 e 3,51 per cento. Rispetto ai livelli di fine marzo, ciò rappresenta un calo di 7 e 3 punti base per i contratti con scadenza in giugno e settembre e un incremento di 1 punto base per quelli con scadenza in dicembre.

In connessione con gli effetti di fine mese l'Eonia è salito al 2,62 per cento alla fine di marzo; agli inizi di aprile ha subito un ulteriore lieve aumento a causa delle percezioni di mercato di condizioni di liquidità divenute significativamente più tese verso la fine del periodo di mantenimento terminato l'11 aprile. Il volume del disavanzo di liquidità previsto per la fine del periodo di mantenimento sia dalla BCE che dagli operatori di mercato ha reso chiara, l'11 aprile, la necessità di un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) di immissione di liquidità. Tali condizioni di liquidità tese sono principalmente riconducibili a revisioni insolitamente ampie dei fattori autonomi (pari a 19,5 miliardi di euro) e a un sostanziale ricorso netto al rifinanziamento marginale (pari a 6,2 miliardi di euro il 10 aprile). Pertanto, l'11 aprile la BCE ha condotto un'operazione di immissione di liquidità per 26 miliardi di euro.

Dopo i tassi di interesse *overnight* relativamente elevati e volatili della fine del terzo periodo di mantenimento dell'anno, l'Eonia è gradualmente salito a circa il 2,62 per cento durante il periodo di mantenimento iniziato il 12 aprile, fatto che ha implicato un ampliamento del differenziale rispetto al tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, malgrado le condizioni di liquidità relativamente abbondanti prevalenti per tutto il periodo di mantenimento (cfr. figura 9). Per contrastare l'ampliamento di tale differenziale, nelle ultime due ORP di tale periodo di mantenimento la BCE ha accresciuto in ulteriore, lieve, misura l'ammontare assegnato al di sopra di quello di riferimento annunciato.

In aprile il tasso marginale e quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono gradualmente aumentati, rispettivamente al 2,59 e al 2,60 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 27 aprile, la quarta con il più elevato importo di aggiudicazione pari a 40 miliardi di euro, i tassi di interesse marginale e medio ponderato sono saliti rispettivamente al 2,76 e al 2,78 per cento, ossia di 3 punti base ciascuno rispetto all'operazione precedente. Rispetto al tasso Euribor a tre mesi prevalente a quella data, i tassi d'asta sono risultati inferiori rispettivamente di 7 e 5 punti base.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

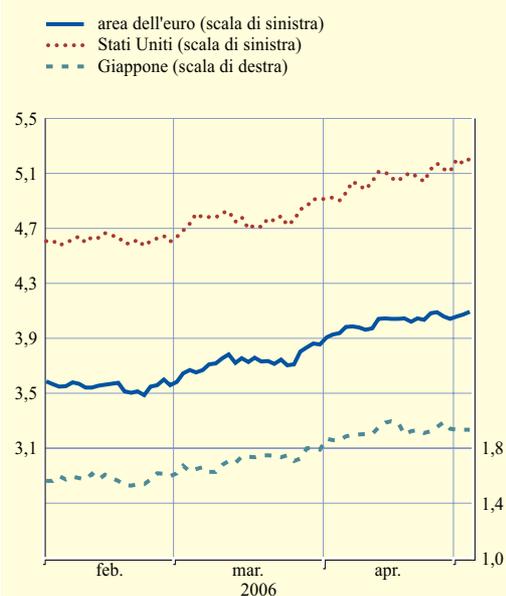
Nel corso di aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono significativamente aumentati nei principali mercati. Gli incrementi hanno principalmente rispecchiato un rialzo dei rendimenti reali, in particolare nell'area dell'euro, dovuto alla percezione da parte degli operatori di mercato di migliorate prospettive di crescita. Nel complesso, i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine sono lievemente cresciuti, in particolare negli Stati Uniti.

Nei principali mercati obbligazionari i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati significativamente su tutte le scadenze. Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono cresciuti di circa 25 punti base tra la fine di marzo e il 3 maggio, collocandosi in tale data al 4,1 per cento (cfr. figura 10). Negli Stati Uniti hanno registrato un incremento analogo, portandosi al 5,2 per cento il 3 maggio. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Stati Uniti e area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato e si è situato in prossimità di 110 punti base alla fine del periodo in esame. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno chiuso il periodo all'1,9 per cento, anch'essi in rialzo, per circa 15 punti base, rispetto ai livelli di fine 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 in tutti i mercati in aprile.

Negli Stati Uniti l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine di aprile è riconducibile in misura pressoché eguale a due fattori: i maggiori rendimenti obbligazionari reali a lungo termine e i più alti tassi di inflazione di pareggio. I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati a dieci anni, che forniscono una misura dei rendimenti obbligazionari reali, sono aumentati di quasi 10 punti base tra la fine di marzo e il 3 maggio. I verbali della riunione di marzo del Federal Open Market Committee (FOMC) sono stati interpretati, secondo la lettura data dagli investitori, come un'indicazione che la Federal Reserve si stava avvicinando alla fine del ciclo di interventi restrittivi, il che ha esercitato temporanee pressioni

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.

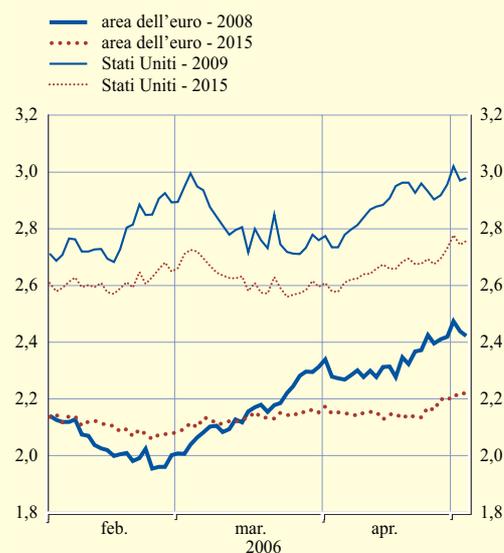
al ribasso sui tassi di interesse a lungo termine. Successivamente, la pubblicazione di alcuni dati macroeconomici – in particolare dell'indice dei prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia, rivelatosi superiore alle attese degli operatori di mercato – ha esercitato un effetto opposto sui rendimenti obbligazionari. Con l'aumentare delle preoccupazioni degli investitori in merito all'accumularsi di pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, nel periodo in esame il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni è cresciuto di circa 15 punti base (cfr. figura 12).

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti in aprile ai livelli più elevati degli ultimi sette anni. I tassi di interesse a lungo termine sono andati aumentando da quando il 9 marzo la Banca del Giappone ha annunciato la fine della sua politica di allentamento quantitativo. Malgrado la modifica dell'obiettivo operativo per le operazioni del mercato monetario, la banca centrale nipponica ha di fatto mantenuto il proprio tasso di riferimento allo zero per cento. Il fatto che i tassi di interesse con le scadenze più lunghe siano tutti ulteriormente cresciuti durante il periodo in rassegna indica aspettative da parte degli operatori di mercato di una fine anticipata della politica di tassi zero.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono ulteriormente aumentati in aprile, sotto l'impulso di pubblicazioni di dati macroeconomici in linea con l'opinione secondo cui l'espansione dell'attività economica avrebbe sostanzialmente acquisito vigore. Di riflesso a tale aumento, i rendimenti delle obbligazioni indicizzate decennali sono cresciuti di circa 15 punti base nel corso di aprile. L'incremento dei rendimenti reali potrebbe inoltre essere considerato 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

Figura 11 Tassi di inflazione di pareggio

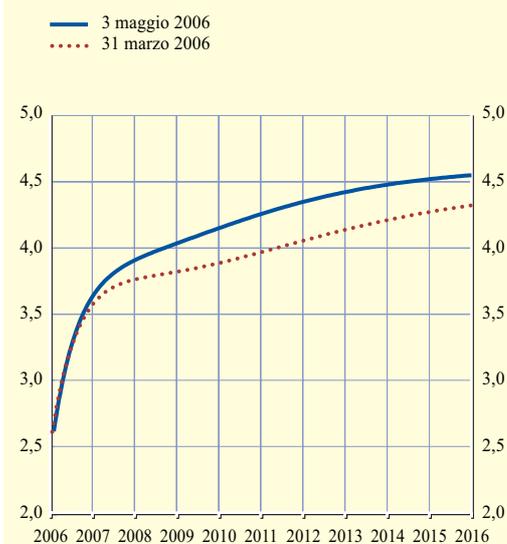
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



Fonti: stime della BCE e Reuters.

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.

di inflazione di pareggio a dieci anni, desunto dalla differenza tra i rendimenti nominali dei titoli di Stato francesi e quelli dei corrispondenti titoli indicizzati con scadenza nel 2015, è salito leggermente nel periodo in esame, collocandosi al 2,2 per cento il 3 maggio.

Considerando le recenti dinamiche da un'ottica diversa, è probabile che la diffusione di dati in generale favorevoli sull'attività economica e il clima di fiducia prevalente presso le imprese abbiano contribuito allo spostamento verso l'alto della curva dei tassi overnight a termine impliciti nei tassi swap sulle scadenze a medio e più lungo termine (cfr. figura 12). Per contro, la decisione del 6 aprile del Consiglio direttivo di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE ha esercitato un effetto solo lieve sulla struttura per scadenza dei tassi di interesse, poiché era stata ben anticipata dagli operatori di mercato.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

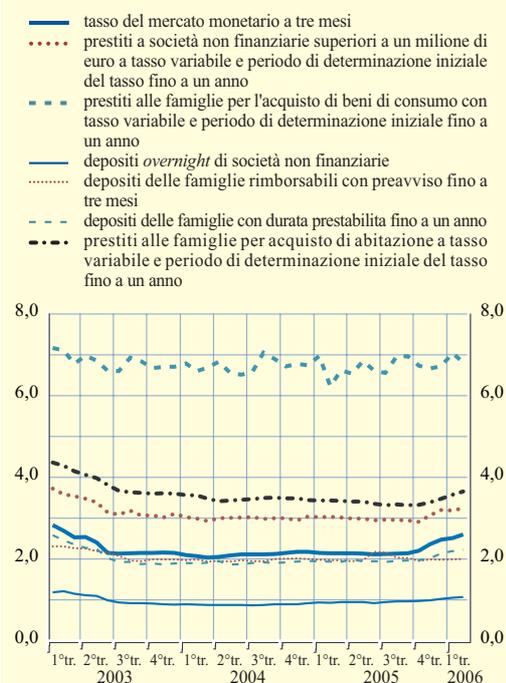
In febbraio i tassi di interesse applicati alla maggior parte dei prestiti delle IFM hanno continuato ad aumentare leggermente, in linea con gli andamenti dei tassi di mercato comparabili.

In febbraio i tassi di interesse sulla maggior parte dei prestiti a breve termine delle IFM a favore delle famiglie e delle società non finanziarie hanno continuato ad aumentare, in linea con gli andamenti dei corrispondenti tassi del mercato monetario. Tali incrementi sono stati tuttavia minori rispetto a quelli del tasso a tre mesi del mercato monetario (cfr. tavola 4 e figura 13). La principale eccezione a tale tendenza è stato il calo in febbraio del tasso sui prestiti al consumo erogati alle famiglie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, che ha tendenzialmente registrato una certa volatilità sul periodo. In aggiunta, il tasso sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi è rimasto sostanzialmente invariato in febbraio rispetto al mese precedente.

Su un periodo leggermente più lungo, da settembre 2005 la maggior parte dei tassi a breve termine delle IFM è cresciuta in parallelo con i corrispondenti tassi del mercato monetario, seppur in misura minore. A tale riguardo, gli incrementi dei tassi sui prestiti a breve termine sono stati in generale leggermente più pronunciati di quelli dei tassi sui depositi con scadenza comparabile. Le principali eccezioni all'aumento dei tassi a breve termine applicati dalle IFM sono state rappresentate dal tasso sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi e dal tasso sui prestiti al consumo erogati alle famiglie con tasso variabile e periodo

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⁾)



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.

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 febbraio 2006		
	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2006 gen.	2006 feb.	2005 feb.	2005 nov.	2006 gen.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,92	1,94	1,97	2,14	2,19	2,23	29	21	4
con durata prestabilita oltre due anni	2,38	2,21	2,06	2,21	2,44	2,32	-3	8	-12
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,96	2,17	2,02	1,98	1,98	1,99	2	0	1
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,47	2,38	2,29	2,30	2,31	2,34	-15	7	3
Depositi <i>overnight</i> detenuti da società non finanziarie	0,94	0,92	0,96	1,02	1,05	1,07	14	8	2
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,00	2,01	2,04	2,26	2,27	2,31	27	23	4
con durata prestabilita oltre due anni	3,34	3,63	2,98	3,53	3,41	3,34	-25	3	-7
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	6,62	6,61	6,96	6,73	7,04	6,82	59	16	-22
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,42	3,35	3,32	3,48	3,57	3,65	22	26	8
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni									
	4,35	4,15	3,99	4,02	4,11	4,14	-24	17	3
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,26	5,13	5,13	5,13	5,22	5,28	-1	19	6
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,91	3,88	3,81	3,99	4,07	4,14	20	22	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni									
	4,33	4,20	4,04	4,07	4,10	4,13	-23	14	3
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno									
	3,01	2,94	2,94	3,20	3,18	3,24	21	17	6
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni									
	4,04	3,89	3,87	3,95	3,96	3,98	20	0	2
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,14	2,11	2,14	2,47	2,51	2,60	46	24	9
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,49	2,07	2,21	2,80	2,86	2,97	52	24	11
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,08	2,58	2,60	3,07	3,10	3,26	29	16	16

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.

di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, che tra settembre 2005 e febbraio 2006 sono calati, rispettivamente di 3 e 15 punti base.

In febbraio i tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti a lungo termine sono aumentati lievemente, mentre la maggior parte dei corrispondenti tassi sui depositi sono diminuiti (cfr. tavola 4 e figura 14).

Tra settembre 2005 e febbraio 2006 la maggior parte dei tassi a lungo termine delle IFM è cresciuta, con aumenti compresi tra circa 10 e 35 punti base. Gli incrementi più significativi sono stati registrati per i tassi sui depositi sia delle famiglie sia delle società non finanziarie con scadenza predeterminata superiore a due anni, saliti rispettivamente di circa 25 e 35 punti base, a fronte di

rialzi dei rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni rispettivamente di circa 75 e 65 punti base nello stesso periodo. Dal momento che gli incrementi dei tassi sui prestiti a lungo termine delle IFM sono stati in generale significativamente inferiori a quelli dei tassi di mercato comparabili, nel corso di tale periodo i differenziali dei tassi di interesse sui prestiti a lungo termine delle IFM hanno teso a diminuire.

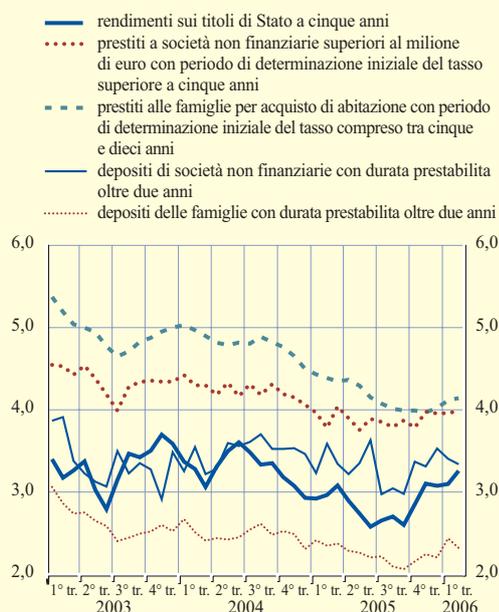
2.6 MERCATI AZIONARI

Nel complesso, sui mercati azionari mondiali le quotazioni sono rimaste sostanzialmente invariate in aprile. Gli andamenti delle quotazioni hanno rispecchiato, da un lato, la persistente forte crescita degli utili societari e, dall'altro, il rialzo dei tassi di interesse. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è restata in larga misura invariata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

La tendenza crescente dei corsi azionari registrata in precedenza nelle principali economie si è arrestata in aprile (cfr. figura 15). Pertanto, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono rimaste prossime ai massimi degli ultimi cinque anni. In particolare, i corsi azionari

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⁾)

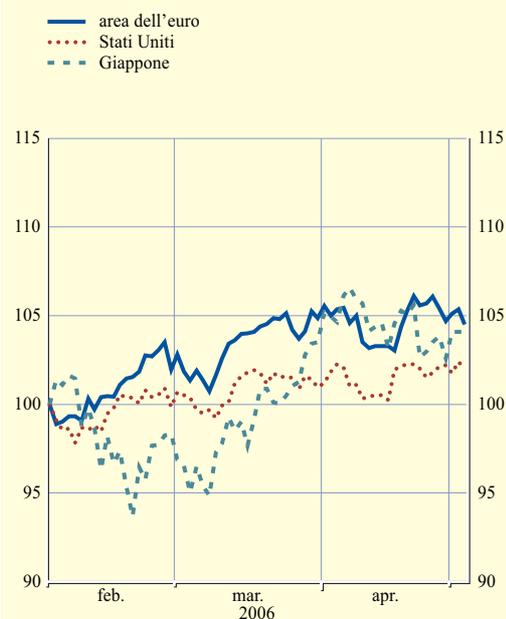


Fonte: BCE.

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 15 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° febbraio 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.

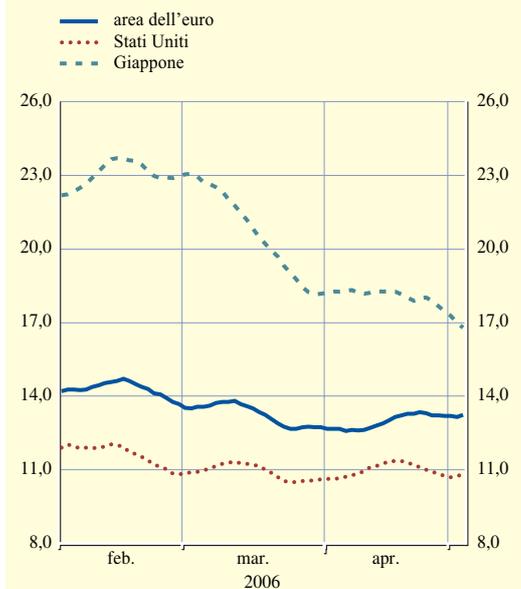
nell'area dell'euro e in Giappone, misurati dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Nikkei 225, sono restati pressoché immutati tra la fine di marzo e il 3 maggio, mentre le quotazioni statunitensi sono risultate, sulla base dell'indice Standard and Poor's 500, in rialzo dell'1 per cento. Nel contempo l'incertezza nei mercati azionari di tali principali economie, misurata dalla volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni, è restata in larga misura invariata su livelli relativamente bassi rispetto ai valori storici (cfr. figura 16).

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie hanno continuato a essere favorite dalla forte crescita degli utili effettivi e attesi. Inoltre, per una netta maggioranza di società incluse nell'indice Standard & Poor's 500, gli utili del primo trimestre sono risultati superiori alle stime degli analisti. Nel corso di aprile gli operatori di mercato hanno cominciato a ritenere che la politica di inasprimento monetario della Federal Reserve potrebbe presto volgere al termine, e ciò ha fornito sostegno alle quotazioni azionarie statunitensi. Nel contempo, l'aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, che operano come un fattore di sconto per la valutazione delle azioni, ha esercitato una contrapposta pressione al ribasso sui corsi azionari.

Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno continuato a trarre vantaggio in aprile dai solidi risultati sugli utili e dall'ottimismo circa le implicazioni per gli utili societari dell'aumento dell'attività di fusioni e acquisizioni. Thomson Financial Datastream ha riportato in aprile che gli analisti hanno previsto per i prossimi tre-cinque anni una crescita del 9 per cento degli utili per azione per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx. Inoltre, le stime sugli utili per azione nei prossimi dodici mesi formulate dagli analisti di mercato e dalle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx hanno continuato a essere riviste al rialzo in aprile su base netta. Nel contempo, i maggiori rendimenti obbligazionari hanno esercitato un effetto contrapposto e limitato i guadagni delle quotazioni azionarie. I timori degli operatori di mercato sui rischi insiti nella recente ulteriore impennata dei corsi petroliferi per l'attività economica futura e, pertanto, per la redditività delle imprese sono stati un altro fattore di potenziale contenimento per le quotazioni dei titoli non connessi al petrolio. In linea con i recenti rincari del petrolio e di altre materie prime, in aprile i settori del petrolio, del gas e delle materie prime hanno ottenuto risultati superiori a quelli dell'indice ampio del mercato azionario.

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.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat l'inflazione nell'area dell'euro si è collocata al 2,4 per cento in aprile. Le pressioni inflazionistiche interne all'area dell'euro sono rimaste finora contenute, ma quelle derivanti dai prezzi delle materie prime, in particolare il petrolio, hanno mantenuto l'inflazione nell'area al di sopra del 2 per cento. Tali pressioni, come pure l'elevata volatilità dei prezzi di petrolio e beni energetici, dovrebbero continuare a influenzare le prospettive di inflazione a breve termine. La stabilità dei prezzi continua a essere esposta a rischi al rialzo fra i quali: ulteriori rincari dei corsi petroliferi, una trasmissione di questi ultimi ai prezzi al consumo maggiore del previsto, nonché nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette. Inoltre permane il rischio di una dinamica salariale più vigorosa delle attese dovuta a effetti di secondo impatto, in particolare in un contesto economico più favorevole.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER APRILE 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in aprile l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento, in rialzo dal 2,2 del mese precedente (cfr. tavola 5). Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per le componenti dell'indice, l'aumento dell'inflazione sarebbe ascrivibile a un incremento della crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi, su cui avrebbero inciso effetti base sfavorevoli derivanti dalla volatilità stagionale dei prezzi dei pacchetti turistici, nonché a spinte al rialzo provenienti dai prezzi dei beni energetici. La stima rapida dell'Eurostat è attualmente basata sulle stime preliminari relative a nove paesi dell'area: Belgio, Germania, Grecia, Italia e Spagna, cui si sono aggiunti la Francia nel dicembre 2005, i Paesi Bassi e l'Austria nel marzo 2006 e il Lussemburgo dall'aprile di quest'anno. La copertura attuale corrisponde a circa il 95 per cento dell'area dell'euro e dovrebbe migliorare ulteriormente l'affidabilità dei risultati.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A MARZO 2006

L'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 2,2 per cento in marzo, dal 2,3 di febbraio, rispecchiando principalmente gli andamenti dei prezzi di beni energetici e alimentari freschi.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2005 nov.	2005 dic.	2006 gen.	2006 feb.	2006 mar.	2006 apr.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,2	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4
Beni energetici	4,5	10,1	10,0	11,2	13,6	12,5	10,5	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	1,5	1,5	2,0	1,7	0,6	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,6	1,8	1,9	1,9	2,3	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5	.
Servizi	2,6	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	4,1	4,2	4,7	5,3	5,4	5,1	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	47,9	48,5	52,5	51,8	52,6	57,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	22,5	29,8	23,1	23,1	17,7	23,2

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

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

In marzo la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici si è ridotta per il secondo mese consecutivo scendendo di 2,0 punti percentuali, al 10,5 per cento. Rispetto al mese precedente la crescita dei prezzi dei beni energetici è aumentata moderatamente, dello 0,5 per cento, dato simile a quello di febbraio (0,4 per cento). Il calo del tasso sui dodici mesi sottolinea l'elevata volatilità dei prezzi del petrolio e dei beni energetici negli ultimi anni. Il marcato rincaro dei beni energetici lo scorso marzo ha dato luogo a effetti base favorevoli cui è da ricondurre la moderazione del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi di tali beni.

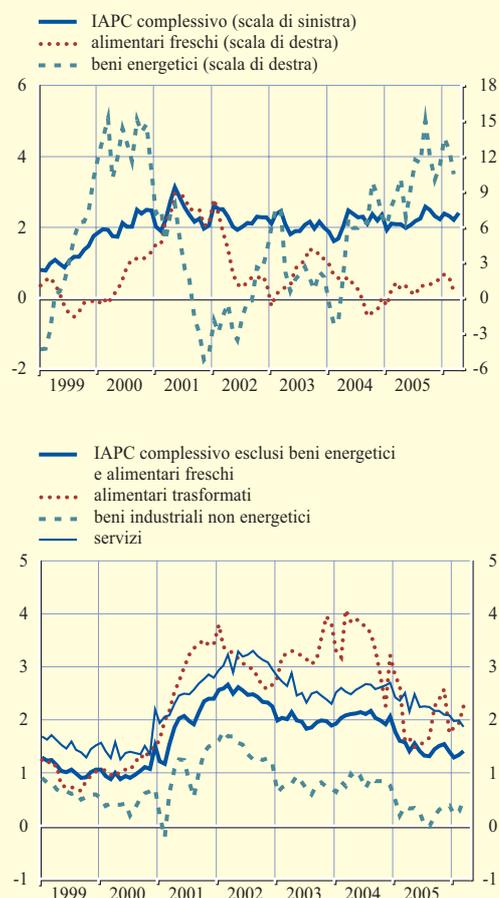
I prezzi degli alimentari freschi hanno rallentato in marzo rispetto a febbraio e effetti base favorevoli hanno ulteriormente sospinto la riduzione del tasso di crescita dall'1,7 allo 0,6 per cento. La flessione ha rispecchiato principalmente l'andamento dei prezzi degli ortofrutticoli. Fino a marzo non si sono riscontrati effetti significativi dell'influenza aviaria sui prezzi degli alimentari freschi nell'area, malgrado il modesto incremento nei prezzi della carne il cui tasso di crescita è stato in marzo dell'1,4 per cento rispetto allo 0,9 dello scorso ottobre. Permane, tuttavia, un lieve rischio al rialzo, in quanto è possibile che nei prossimi mesi si manifestino alcune ripercussioni.

La crescita dello IAPC al netto di alimentari freschi e beni energetici (HICPX) è aumentata all'1,4 per cento in marzo, dall'1,3 del mese precedente (cfr. figura 17), per effetto di un incremento dei tassi di inflazione di alimentari trasformati e beni industriali non energetici. La crescita dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è lievemente aumentata al 2,3 per cento, dall'1,9 di febbraio, con un incremento che ha riguardato diverse componenti. Anche il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentato di 0,2 punti percentuali, allo 0,5 per cento, in parte a causa di effetti base sfavorevoli derivanti da una risalita dei prezzi minore del solito dopo il periodo dei saldi. Benché l'inflazione in questa componente rimanga moderata, la recente graduale accelerazione di tali prezzi da gennaio potrebbe altresì rispecchiare alcuni effetti indiretti degli elevati costi degli input sui prezzi al consumo. Tuttavia, in un contesto caratterizzato da una forte concorrenza internazionale e da una domanda per consumo relativamente debole, tali effetti sembrano essere rimasti finora contenuti.

Passando ai servizi, in marzo l'inflazione sui dodici mesi è calata ancora, all'1,9 per cento, sostanzialmente seguendo l'andamento osservato lo scorso anno. È da notare che tale flessione ha riguardato la maggior parte delle componenti, ma in particolare i servizi di comunicazione, dove dal 2002 i decrementi sono divenuti più

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

significativi fino ad attestarsi al -3,3 per cento nel primo trimestre del 2006 rispetto a una media del -0,3 per cento nel 2002, e i servizi vari (incluse sanità e assicurazioni). Per quanto riguarda i servizi abitativi, tuttavia, l'inflazione è rimasta piuttosto stabile, intorno al 2,5 per cento dal 2002, in gran parte a causa dell'andamento dei prezzi dei canoni di locazione.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In marzo l'incremento sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) si è ridotto al 5,1 per cento, dal 5,4 del mese precedente (cfr. figura 18). Tale rallentamento è stato determinato in larga misura da un'attenuazione della crescita dei prezzi dei beni energetici, a sua volta prevalentemente riconducibile a un effetto base favorevole, in linea con la sostanziale stabilizzazione dei corsi petroliferi (in euro) registrata in marzo. Tuttavia, la recente nuova accelerazione dei prezzi del greggio suggerisce che, almeno nel breve termine, permane un rischio significativo di nuove pressioni derivanti da tale componente.

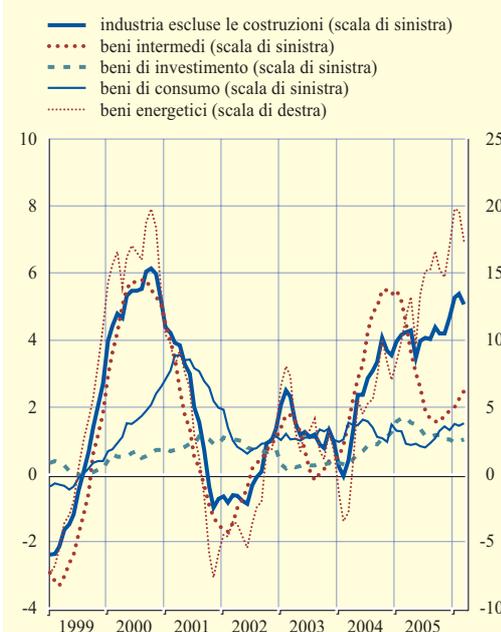
La sola componente che ha accelerato è stata quella relativa ai prezzi alla produzione dei beni intermedi, aumentata in marzo per il quinto mese consecutivo. In virtù della stretta relazione fra i prezzi alla produzione dei beni intermedi e l'andamento dei prezzi delle materie prime industriali, su un sentiero ascendente dalla fine del 2004, nel corso dei prossimi mesi si potrebbero osservare ulteriori spinte verso l'alto sui prezzi alla produzione dei beni intermedi. In marzo la crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo e di investimento è rimasta stabile, come nel mese precedente; di conseguenza, il tasso di variazione al netto di beni energetici e costruzioni ha continuato ad aumentare lievemente per il terzo mese consecutivo.

In una prospettiva più a lungo termine, l'accelerazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo sia nell'ultimo trimestre del 2005 sia nel primo del 2006 suggerisce che le pressioni sui prezzi dei beni delle materie prime potrebbero aver iniziato a ripercuotersi in parte agli stadi successivi della catena produttiva.

Quanto agli indicatori di prezzo delle indagini congiunturali lo Eurozone Input Price Index per il settore manifatturiero, elaborato da NTC Economics, è aumentato al 65,5 in aprile, dopo una temporanea flessione nel mese precedente (cfr. figura 19). Ciò è attribuibile in larga misura alla dinamica dei prezzi dei beni energetici che, dopo essere rimasti piuttosto stabili in febbraio e marzo, sono aumentati di nuovo in aprile. L'incremento dell'indice dei prezzi degli input da metà 2005, che è probabilmente connesso non solo ai rincari dei beni energetici ma anche a quelli delle materie prime industriali

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

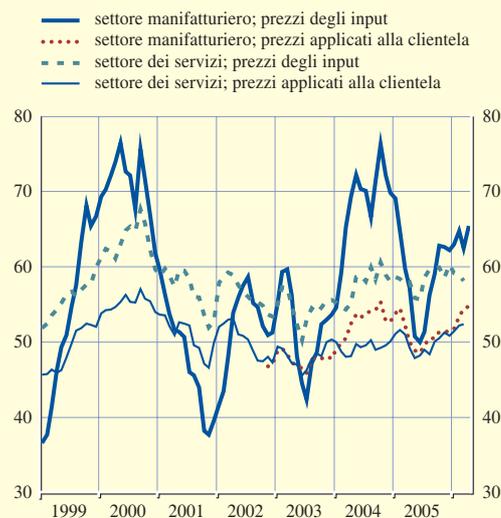


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

osservati da inizio 2005, segnala un significativo rafforzamento delle pressioni sui costi degli input nel settore manifatturiero. Contestualmente, l'indice dei prezzi applicati alla clientela in questo settore ha raggiunto il valore massimo dall'ottobre 2004 (54,8), a indicare che negli ultimi mesi le imprese hanno trasferito sempre più i rincari degli input ai clienti. Al momento della stesura di questo Bollettino, non erano disponibili i dati delle indagini di aprile relativi ai prezzi dei servizi. In base all'indice dei prezzi degli input per i servizi, l'inflazione sarebbe scesa lievemente in marzo rispetto al mese precedente, mentre il rispettivo indicatore dei prezzi di vendita ha segnalato un rafforzamento della trasmissione degli scorsi rincari degli input ai prezzi finali dell'output. Tale andamento è probabilmente proseguito anche in aprile, rispecchiando il rincaro degli input in atto sulla scorta del costo più elevato delle materie prime. Al riguardo, i dati delle indagini disponibili confermano l'ipotesi secondo cui i rincari degli input vengono già trasferiti dalle imprese ai clienti in modo visibile anche se graduale.

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.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nell'ultimo trimestre del 2005 la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è stata pari al 2,1 per cento nell'area dell'euro (cfr. tavola 6), mentre nell'insieme dell'anno si è collocata sul 2,0, come nel 2004. A seguito della divulgazione dei dati relativi alle retribuzioni in gran parte dei paesi dell'area, sono state effettuate alcune revisioni significative che hanno portato ad un aumento di 0,2-0,5 punti percentuali per ciascuno degli ultimi cinque trimestri del tasso di variazione dei redditi per occupato nell'area dell'euro. Tali revisioni, sebbene non infrequenti, in questo caso sono state abbastanza ampie, tanto da modificare lievemente il quadro della dinamica salariale nel 2005, suggerendo un andamento meno moderato di quanto ritenuto in precedenza. Tuttavia, è necessario conservare un atteggiamento di cautela in quanto il ritardo con cui vengono diffusi alcuni dati nazio-

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

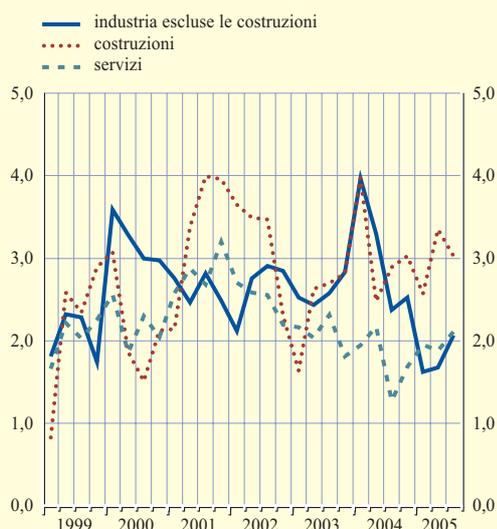
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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	2,0	1,9	1,8	1,9	2,1	2,1
<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	.	1,3	1,5	1,5	1,3	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 20 Redditi per occupato per settore

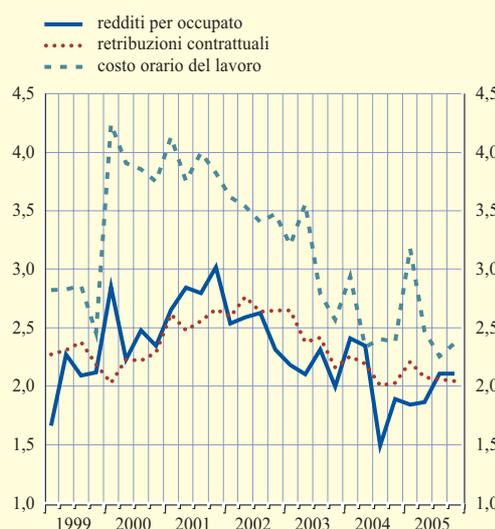
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 21 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

nali potrebbe rendere necessarie ulteriori revisioni. Inoltre, la limitata disponibilità dei dati non ha consentito di eseguire la scomposizione settoriale dei redditi per occupato nell'area (cfr. figura 20) nell'ultimo trimestre del 2005 e nell'insieme dell'anno. Tuttavia, le informazioni disponibili a livello nazionale suggeriscono che la crescita dei redditi per occupato potrebbe essere diminuita nell'industria al netto delle costruzioni, mentre potrebbe essere aumentata lievemente nel settore dei servizi.

Nonostante tali elementi di cautela, i dati più recenti continuano ad avvalorare il quadro di una moderata crescita salariale nel periodo fino alla fine del 2005, peraltro confermato anche dagli altri indicatori del costo del lavoro disponibili (cfr. figura 21). 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 trimestre precedente, ma in linea con la stabilizzazione del tasso di variazione intorno al 2,5 dal secondo semestre del 2004. Inoltre, la dinamica dell'indice delle retribuzioni contrattuali nell'area è rimasta contenuta, al 2,0 per cento nell'ultimo trimestre e mediamente al 2,1 nel 2005, dato simile a quello registrato nel 2004. Sembra pertanto che la ripresa ancora graduale dell'economia nell'area, associata a un elevato tasso di disoccupazione e alle pressioni concorrenziali provenienti dai paesi con costi bassi esterni all'area, abbia mantenuto contenuta la dinamica salariale.

A causa della limitata disponibilità di dati, già menzionata, non è ancora possibile calcolare l'andamento della produttività del lavoro nell'area e quindi il costo del lavoro per unità di prodotto nell'ultimo trimestre del 2005, nonché nell'insieme dell'anno. I dati fino al terzo trimestre del 2005 indicano che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto si è collocata a circa l'1,4 per cento. Inoltre, le informazioni disponibili a livello nazionale indicano che la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta moderata nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Al riguardo, finora le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro nell'area dell'euro sono rimaste contenute.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

La dinamica dei prezzi dei beni energetici continua a influire sul profilo dell'inflazione nell'area dell'euro, mentre le pressioni esterne derivanti dai prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche rimangono vigorose. Tuttavia, finora le pressioni inflazionistiche interne all'area sono rimaste contenute, sorrette dalla moderata dinamica del costo del lavoro e dalla limitata capacità delle imprese di trasferire ai consumatori i rincari degli input diversi dal lavoro. In tale contesto, l'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento nel breve periodo mantenendo una certa volatilità. Oltre il breve termine, ci si attende che le variazioni di prezzi amministrati e imposte indirette si ripercuotano in misura significativa sull'inflazione il prossimo anno; anche gli effetti indiretti degli scorsi rincari delle materie prime dovrebbero esercitare ulteriori spinte al rialzo. Questo scenario è condiviso anche dagli analisti privati (cfr. riquadro 3). Le prospettive per l'inflazione armonizzata rimangono soggette a rischi al rialzo, connessi a ulteriori rincari delle materie prime e a una maggiore trasmissione di questi ultimi ai prezzi al consumo, nonché al rischio di aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette superiori al previsto. Per quanto riguarda possibili spinte inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro, è essenziale che le parti sociali seguivano a mostrare senso di responsabilità affinché effetti di secondo impatto derivanti dai rincari dei beni energetici non alimentino le rivendicazioni salariali determinando una possibile spirale inflazionistica, in particolar modo in un contesto economico più favorevole.

Riquadro 3

I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2006

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) per il secondo trimestre 2006, condotta dalla BCE fra il 20 e il 26 aprile 2006. La SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, l'attività economica e la disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Al riguardo è importante ricordare che, alla luce della diversità del campione di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

Aspettative di inflazione per il 2006 e il 2007

Rispetto alla precedente indagine del gennaio 2006, i partecipanti hanno corretto al rialzo, di 0,1 punti percentuali, le aspettative a breve termine riguardo all'inflazione misurata in media d'anno sullo IAPC: questa si collocherebbe pertanto al 2,1 per cento sia per il 2006 sia per il 2007. Quale principale motivo di questa revisione, molti di loro hanno addotto l'andamento recente dei corsi petroliferi e il loro impatto sui prezzi interni. Sia per il 2006 sia per il 2007 le previsioni dell'indagine risultano così leggermente superiori alle stime di inflazione, pari al 2 per cento, elaborate sia da *Consensus Economics* sia da *Euro Zone Barometer*, e pubblicate a metà aprile (cfr. tavola)¹⁾.

Ai partecipanti all'indagine è stato inoltre chiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in termini percentuali, che i risultati futuri si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione				
	marzo 2007	2006	marzo 2008	2007	A più lungo termine ²⁾
SPF, 2° trim. 2006	2,1	2,1	1,9	2,1	1,9
Precedente SPF, 1° trim. 2006	-	2,0	-	2,0	1,9
Consensus (aprile 2006)	-	2,0	-	2,0	1,9
Euro Zone Barometer (aprile 2006)	-	2,0	-	2,0	1,8
Crescita del PIL in termini reali	4° trim. 2006	2006	4° trim. 2007	2007	A più lungo termine²⁾
SPF, 2° trim. 2006	2,2	2,1	1,8	1,9	2,1
Precedente SPF, 1° trim. 2006	-	2,0	-	1,9	2,1
Consensus (aprile 2006)	-	2,0	-	1,8	1,9
Euro Zone Barometer (aprile 2006)	-	2,0	-	1,8	1,9
Tasso di disoccupazione¹⁾	febbraio 2007	2006	febbraio 2008	2007	A più lungo termine²⁾
SPF, 2° trim. 2006	8,0	8,1	7,7	7,9	7,2
Precedente SPF, 1° trim. 2006	-	8,2	-	8,0	7,2
Consensus (aprile 2006)	-	8,2	-	8,0	-
Euro Zone Barometer (aprile 2006)	-	8,2	-	8,0	7,5

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Nell'ultima, nella penultima SPF e nell'*Euro Zone Barometer* le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2010. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2012-2016 (dati pubblicati nell'indagine di *Consensus Economics* di aprile 2006).

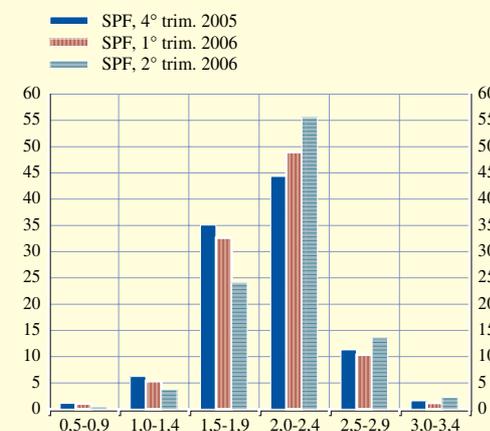
di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette inoltre di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La figura A, che riporta le distribuzioni aggregate di probabilità relative alle ultime tre inchieste per i tassi medi annui dell'inflazione armonizzata nel 2006, evidenzia come nell'ultima indagine vi sia stata un'ulteriore revisione al rialzo della valutazione dei rischi. La probabilità che l'inflazione si collochi tra il 2,0 e il 2,4 per cento risulta attualmente più che doppia rispetto a quella relativa alla fascia 1,5-1,9 per cento. Stando alle risposte di ordine qualitativo fornite dai partecipanti, la principale fonte di rischi al rialzo deriva dall'evoluzione futura dei prezzi del petrolio. Tuttavia, la moderata crescita dei salari, l'andamento dei tassi di cambio e le ulteriori pressioni al ribasso esercitate dalla globalizzazione dovrebbero limitare i rischi al rialzo per l'inflazione.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2010) sono rimaste invariate per la diciottesima inchiesta consecutiva, all'1,9 per cento, risultando in linea con le ultime stime elaborate da *Consensus Economics* per l'orizzonte previsivo da sei a dieci anni, ma legger-

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2006 (Survey of Professional Forecasters, ultime tre inchieste¹⁾)

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

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

Figura B Revisioni apportate da un anno all'altro alle aspettative di inflazione a lungo termine dai previsori della Survey of Professional Forecasters

(quota percentuale)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: per il calcolo delle quote si confrontano le medie annue delle aspettative di inflazione a lungo termine di ciascun previsore in due anni consecutivi.

1) Si riferisce alla prima metà del 2006.

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

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

mente superiori a quelle per il 2010 pubblicate in aprile da *Euro Zone Barometer*. L'invarianza all'1,9 per cento della media delle stime puntuali a partire dall'SPF del primo trimestre 2002 è il risultato di revisioni operate dai singoli partecipanti, che si sono compensate l'una con l'altra. La figura B presenta la quota percentuale dei partecipanti che hanno corretto da un anno all'altro le proprie aspettative sull'inflazione a lungo termine²⁾, evidenziando come molti di loro abbiano rivisto col tempo le proprie previsioni: in media, fra il 2002 e la prima metà del 2006, circa la metà dei partecipanti all'inchiesta ha modificato da un anno all'altro le proprie aspettative.

Se da un lato la media delle stime puntuali per l'inflazione a lungo termine è stabile e non mostra alcun segno di incremento, dall'altro i rischi al rialzo relativi a queste stime continuano tuttavia a crescere. Questo è quanto si evince dalla figura C, che mostra come nel secondo trimestre 2006 la valutazione media dei partecipanti riguardo alla probabilità che dopo cinque anni l'inflazione si collochi su un valore pari o superiore al 2,0 per cento sia ulteriormente aumentata, al 47,3 per cento.

I risultati della SPF possono essere altresì raffrontati con il "tasso di inflazione di pareggio", un indicatore delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori, misurate dal differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione. I tassi d'inflazione di pareggio desunti dai titoli di Stato indicizzati francesi (collegati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012 e 2015 si sono leggermente mossi al rialzo a partire dal gennaio 2006 (cfr. figura B)³⁾. Tali indicatori non andrebbero tuttavia interpretati come misure dirette delle aspettative di inflazione, poiché possono incorporare diversi premi per il

2) Nel calcolo sono considerati solo gli esperti che hanno effettivamente preso parte all'inchiesta per due anni consecutivi. Al fine di ricavare la quota dei partecipanti che hanno modificato le proprie aspettative, si confronta la media in ragione d'anno delle attese per l'inflazione a lungo termine formulate dai singoli partecipanti in un dato anno con quella dell'anno successivo, per verificare se sia rimasta invariata, oppure sia stata rivista al rialzo o al ribasso. I valori medi sono arrotondati al primo decimale.

3) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio riflette l'inflazione media attesa sull'orizzonte di vita residua del titolo utilizzato per il calcolo e non costituisce pertanto una stima puntuale per un anno preciso (come quella fornita da alcuni indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavati dalle inchieste). Per una descrizione della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio si rimanda all'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

rischio (ad esempio un premio per l'incertezza sull'inflazione e un premio per la liquidità). Di conseguenza, l'evoluzione dei tassi di pareggio può in parte segnalare un aumento dell'incertezza degli investitori riguardo all'inflazione futura, e quindi la loro propensione a pagare un premio per tutelarsi dal relativo rischio.

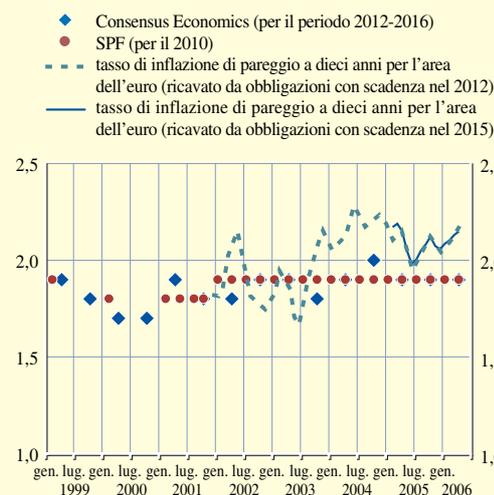
Aspettative per la crescita del PIL in termini reali e per la disoccupazione

Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2006 sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali, al 2,1 per cento, per effetto delle attese più favorevoli riguardo alla domanda interna – specie quella per consumi privati – e al contesto esterno. Secondo vari partecipanti, la crescita dei consumi privati dovrebbe essere sostenuta dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e in parte anche dall'anticipo di spesa che dovrebbe verificarsi nella seconda metà del 2006 per evitare l'impatto dell'innalzamento dell'IVA in Germania, programmato per il gennaio 2007. Quanto al contesto esterno, i partecipanti hanno rilevato che la crescita dell'economia mondiale dovrebbe rimanere vigorosa nel 2006, favorendo gli investimenti e le esportazioni dell'area dell'euro. La stima puntuale per il 2007 è rimasta immutata all'1,9 per cento. Nel complesso, i partecipanti valutano che i rischi per la crescita nel 2006 e nel 2007 tendano ad assumere una posizione sostanzialmente neutra. Nondimeno, all'interno delle spiegazioni di ordine qualitativo fornite, essi hanno sottolineato come i rincari del greggio, l'andamento dei cambi e l'eventualità di un miglioramento inferiore alle attese del mercato del lavoro rappresentino potenziali rischi al ribasso per la crescita. Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2010) restano invariate al 2,1 per cento. Rispetto alle altre previsioni pubblicate di recente, i risultati della SPF per tutti gli orizzonti considerati sono leggermente più favorevoli di quelli di *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer* (cfr. tavola).

Rispetto alla precedente SPF il tasso di disoccupazione atteso per il 2006 e il 2007 è stato rivisto al ribasso, di 0,1 punti percentuali, all'8,1 e al 7,9 rispettivamente per il 2006 e il 2007. Le principali motivazioni avanzate dai partecipanti per tale correzione sono la maggiore crescita economica nel breve periodo e il graduale impatto che, nel tempo, si attende dalle recenti riforme del mercato del lavoro (ad esempio in Germania). Come già nell'inchiesta precedente, il tasso di disoccupazione atteso per il 2010 è del 7,2 per cento, ma tale esito viene ritenuto incerto e subordinato all'attuazione di ulteriori riforme del mercato del lavoro.

Figura D Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)



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

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

I dati economici disponibili suggeriscono che la ripresa ha acquisito slancio all'inizio del 2006, implicando che il rallentamento osservato nel quarto trimestre dello scorso anno è stato temporaneo. I risultati positivi delle indagini congiunturali, insieme ai dati relativi alla produzione industriale e al mercato del lavoro, indicano un rafforzamento dell'attività economica. Le prospettive per l'area dell'euro continuano a essere sostenute da dinamiche favorevoli del contesto esterno, dagli incrementi degli utili e i guadagni di efficienza delle imprese e dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli. Tuttavia, tali prospettive risultano ancora soggette a rischi al ribasso derivanti da incertezze sulla dinamica dei prezzi del petrolio e da squilibri a livello mondiale.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda pubblicazione relativa ai dati di contabilità nazionale diffusa dall'Eurostat in aprile ha confermato che il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2005, dopo l'aumento dello 0,7 nel terzo (cfr. figura 22).

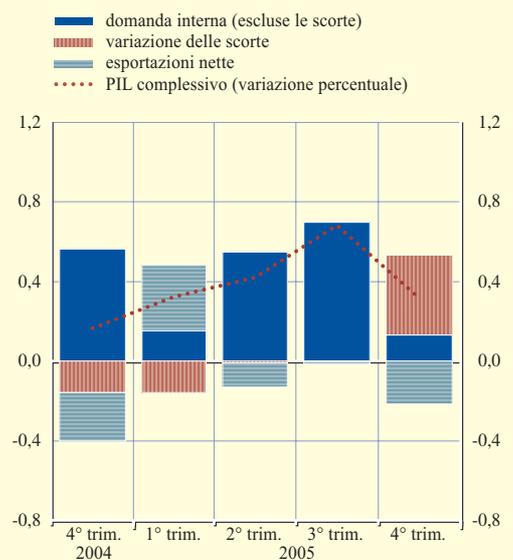
Il quadro relativo alle componenti delineato dai dati preliminari è cambiato considerevolmente rispetto a quello della prima stima. L'incremento dei consumi privati è stato rivisto al rialzo allo 0,1 per cento, da una flessione dello 0,2 per cento. Al contempo il tasso di crescita degli investimenti è stato notevolmente corretto al ribasso, dallo 0,8 allo 0,3 per cento. Le esportazioni sono state riviste al rialzo, ma la revisione è stata compensata da una correzione al rialzo delle importazioni, che ha lasciato il contributo dell'interscambio netto invariato e pari a -0,2 punti percentuali. Le variazioni delle scorte hanno fornito il più consistente apporto positivo all'aumento del PIL nel trimestre (0,4 punti percentuali, invariato dalla prima stima). Ciò sembra riflettere la decelerazione della domanda interna.

Il PIL in termini reali si è espanso dell'1,4 per cento nel 2005. Tale espansione è ascrivibile alla domanda interna, il cui contributo è stato di 1,6 punti percentuali. I consumi sia privati sia collettivi sono saliti dell'1,4 per cento, mentre gli investimenti sono aumentati del 2,5 per cento. Quest'ultimo dato è al di sopra della media degli anni recenti della crescita degli investimenti ed è, in linea di massima, dello stesso ordine di grandezza della media registrata negli anni novanta (cfr. il riquadro 4 intitolato *Le stime dello stock di capitale dell'area dell'euro*, il quale analizza gli andamenti dello stock di capitale dell'area dal 1980 al 2005). L'apporto dell'interscambio netto alla crescita annua del PIL è stato pari a -0,2 punti percentuali.

La disaggregazione dei dati sugli investimenti per il quarto trimestre del 2005, ora disponibile, mostra che il contributo all'incremento degli investimenti totali rivieniente da quelli in mezzi di tra-

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.

sporto e costruzioni è stato positivo (0,1 e 0,5 punti percentuali, rispettivamente), mentre quello derivante dagli investimenti in prodotti in metallo e macchinari è stato negativo (-0,3 punti percentuali). La scarsa crescita degli investimenti nel quarto trimestre è probabilmente da interpretare come correzione di quella forte registrata nel terzo trimestre. Sussistono condizioni sia interne sia esterne per una ripresa dell'incremento degli investimenti. In particolare, l'economia mondiale sta continuando a espandersi a un ritmo robusto e le prospettive per l'attività economica rimangono favorevoli.

Riquadro 4

LE STIME DELLO STOCK DI CAPITALE DELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta per la prima volta le stime dello stock di capitale dell'area dell'euro elaborate dalla BCE. Lo stock di capitale è definito come valore di tutte le immobilizzazioni in uso, dove per immobilizzazioni si intendono i beni prodotti (quindi al netto dei terreni) impiegati nel processo produttivo per oltre un anno ¹⁾. Nel riquadro si analizzano le tendenze relative allo stock di capitale a prezzi costanti dell'area dell'euro nel periodo 1980-2005.

Metodo di stima

In base all'attuale Regolamento dell'UE sui dati di contabilità nazionale ²⁾, gli Stati membri dell'UE dovrebbero fornire i dati annuali sul capitale fisso per l'insieme dell'economia e per alcune categorie di prodotti entro 24 mesi dall'anno di riferimento. Tuttavia, poiché al momento non tutti i paesi dell'area dell'euro segnalano statistiche sullo stock di capitale ³⁾, non è possibile ottenere una stima dello stock aggregato dell'area semplicemente sommando i dati nazionali, e si rende pertanto necessario calcolare un'approssimazione della quota relativa ai paesi per cui non sono disponibili dati. Le stime della BCE si basano sull'equazione di accumulazione del capitale, che ricollega lo stock di capitale (K) agli investimenti (I) e al tasso di ritiro dal processo produttivo (r): $K_t = (1 - r_t) * K_{t-1} + I_t$. In altre parole, lo stock di capitale lordo in un dato anno equivale a quello dell'anno precedente, meno la quota di stock che ha raggiunto la fine della sua vita utile, più gli investimenti fissi lordi dell'anno corrente (lo stesso ragionamento si applica allo stock di capitale netto, con la differenza che in questo caso viene considerato anche il deprezzamento delle immobilizzazioni o deprezzamento).

Nel caso dei paesi per i quali sono disponibili dati sullo stock di capitale e sugli investimenti fissi lordi, i tassi di ritiro e di deprezzamento non sono direttamente osservabili, ma possono essere desunti a partire dall'equazione di accumulazione del capitale. Per gli altri paesi (che rappresentano circa un quinto degli investimenti dell'area dell'euro), è necessario stimare i tassi di ritiro e di deprezzamento, nonché il livello iniziale dello stock di capitale. Ai fini dell'approssimazione dello stock di capitale per il primo anno considerato, il 1980, si ipotizza che il rapporto fra PIL e stock di capitale per questi paesi sia uguale al rapporto relativo ai paesi per i quali sono disponibili dati. Questo rapporto è infatti piuttosto simile fra i paesi per i quali i dati sullo stock di capitale sono disponibili ed è relativamente costante nel tempo. Inoltre si suppone che il tasso

1) Per maggiori informazioni, cfr. i paragrafi 7.14-7.15 del Sistema europeo dei conti nazionali, nonché il manuale OCSE *Measuring Capital: Measurement of Capital Stocks, Consumption of Fixed Capital and Capital Services*, 2001.

2) Cfr. l'allegato B del Regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nella Comunità.

3) Attualmente, i sette paesi che pubblicano stime dello stock di capitale sono: Belgio, Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia.

di ritiro e quello di deprezzamento, nei paesi per i quali questi dati mancano, siano uguali alla media dei rispettivi tassi nei paesi per i quali questi dati sono disponibili. Dalla combinazione di questi risultati si ottengono stime dello stock di capitale e dei quattro principali tipi di prodotti per l'intera area dell'euro.

Andamento dello stock di capitale e scomposizione per tipo di prodotto

Lo stock di capitale lordo riflette il capitale fisico disponibile per i processi produttivi di un'economia. Le stime della BCE mostrano che nel periodo 1981-2005 il volume dello stock di capitale lordo totale dell'area dell'euro è mediamente cresciuto al tasso del 2,4 per cento ogni anno. A grandi linee, è possibile distinguere due periodi: quello fra il 1981 e il 1992, in cui la crescita del volume dello stock di capitale si è collocata intorno al 2,8 per cento all'anno, e il periodo successivo, in cui essa è scesa al 2,1 per cento circa. Per quanto riguarda i tipi di prodotti considerati (cfr. figura A), nel periodo 1981-2005 la crescita di prodotti in metallo, macchinari e mezzi di trasporto è stata del 3,0 per cento, mentre gli immobili residenziali e le costruzioni non residenziali hanno segnato tassi leggermente inferiori (rispettivamente del 2,4 e 2,1 per cento). Tuttavia, l'incremento maggiore (pari nel periodo al 4,3 per cento) si è registrato per la categoria residuale "altri prodotti", che comprende in particolare i prodotti delle tecnologie di informazione e comunicazione (TIC).

Figura A Crescita dello stock di capitale dell'area dell'euro in volume

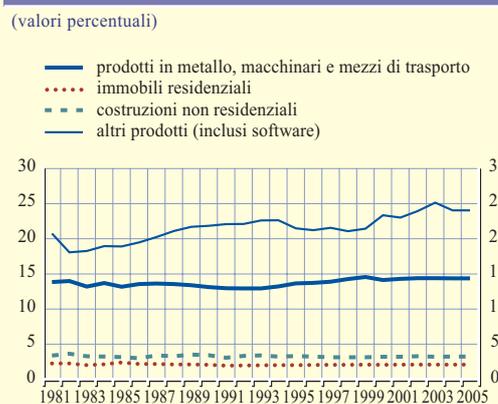


Fonte: elaborazioni della BCE.

Categorie di prodotti e tassi di deprezzamento

Il tasso di deprezzamento dello stock di capitale totale risulta sostanzialmente costante, al 4,6 per cento in ragione d'anno, il che corrisponde a una vita utile media di circa 20 anni. La figura B riporta i tassi di deprezzamento per quattro categorie di investimento. Come prevedibile, i tassi di deprezzamento per le costruzioni sono inferiori a quelli relativi alle altre attività, in ragione della maggiore vita utile media delle costruzioni. Anche per questi beni i tassi di deprezzamento sono ampiamente stabili durante tutto il periodo, situandosi in ragione d'anno intorno al 2 per cento per gli immobili residenziali e al 3 per cento per le costruzioni non residenziali. I due gruppi costituiscono oltre i tre quarti dello stock di capitale complessivo. Per le attività diverse dalle costruzioni, i tassi di deprezzamento sono significativamente più elevati. Quelli relativi a prodotti di metallo, macchi-

Figura B Tassi di ammortamento per tipo di prodotto



Fonte: elaborazioni della BCE.

nari e mezzi di trasporto sono sostanzialmente invariati, al 14 per cento circa. Dopo un lieve calo all'inizio del periodo, il tasso di deprezzamento per la categoria "altri prodotti (inclusi software)" è costantemente cresciuto. In base alle stime, nel 2005 esso si è collocato in ragione d'anno al 24 per cento, un valore corrispondente a una vita utile media di circa quattro anni, in massima parte di riflesso al fatto che le attrezzature TIC si deprezzano più rapidamente di altri beni.

Quota degli investimenti di sostituzione sul totale degli investimenti

Variazioni degli investimenti superiori rispetto a quelle necessarie a sostituire il capitale obsoleto possono essere considerate come indicative di una crescente fiducia riguardo alle vendite future. Queste informazioni sono pertanto utili per valutare il vigore della crescita degli investimenti. La tavola presenta la quota degli investimenti di sostituzione sul totale degli investimenti in vari periodi.

Quota degli investimenti finalizzati a sostituzioni sul totale degli investimenti dell'area dell'euro

1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005
52,1%	50,4%	50,9%	52,2%	53,9%

Fonte: elaborazioni della BCE.

Complessivamente, la quota degli investimenti di sostituzione è andata aumentando dagli inizi degli anni novanta (cfr. figura C). La più rapida obsolescenza di alcune tipologie di capitale non può da sola spiegare questo andamento crescente, che potrebbe ricondursi anche alla debolezza degli investimenti osservata in precedenza a livello di area dell'euro e/o alla diminuzione del rapporto ottimale fra capitale e prodotto. Nondimeno, un andamento anticiclico sembra emergere per quel che riguarda gli investimenti di sostituzione, specie per i beni diversi dalle costruzioni, vale a dire le categorie dei "prodotti di metallo, macchinari e mezzi di trasporto" e gli "altri prodotti (inclusi software)".

Nei periodi di rallentamento ciclico i nuovi investimenti sono spesso destinati alla sostituzione dello stock di capitale esistente, per quanto è probabile che questa avvenga con beni più moderni ed efficienti. Man mano che la ripresa acquista slancio, le imprese accrescono gli investimenti volti ad ampliare la capacità produttiva, ragion per cui la quota degli investimenti di sostituzione si riduce. In quest'ottica, guardando agli ultimi anni, le stime disponibili sino a fine 2005 indicano che la ripresa degli investimenti non è stata finora abbastanza forte da indurre un calo nella quota di investimenti di sostituzione, benché dal 2003 tale quota sia diminuita nel caso degli investimenti diversi dalle costruzioni.

Nell'insieme, questa nuova serie di dati consente di comprendere meglio la struttura dei beni produttivi e le decisioni di investimento nell'area dell'euro. Più specificamente, l'aumento dal 2003 degli investimenti di ampliamento della capacità in attività diverse dalle costruzioni fornisce alcuni elementi di ottimismo per le prospettive dell'attività economica nell'area.

Figura C Quota degli investimenti finalizzati a sostituzioni e crescita del PIL

(valori percentuali; variazioni percentuali annue)



Fonte: elaborazioni della BCE.

I dati delle indagini, inclusi quelli disponibili per la produzione aggregata in termini reali, sono stati molto positivi negli ultimi mesi. Considerato che le indagini vengono pubblicate con un anticipo di all'incirca un trimestre rispetto ai conti nazionali, ciò costituisce un'indicazione ulteriore del miglioramento del ciclo economico nel primo trimestre dell'anno in corso. A tale proposito, il riquadro 5 intitolato *L'utilità per l'analisi congiunturale degli indicatori delle indagini presso le imprese* esamina l'utilità dei dati delle indagini effettuate presso le imprese per la valutazione dell'andamento della crescita del PIL nell'area dell'euro e nelle tre maggiori economie dell'area.

Riquadro 5

L'UTILITÀ PER L'ANALISI CONGIUNTURALE DEGLI INDICATORI DELLE INDAGINI PRESSO LE IMPRESE

I dati delle indagini presso le imprese sono largamente utilizzati ai fini dell'analisi congiunturale per la loro elevata frequenza e tempestività. Tuttavia, la loro utilità dipende in ultima istanza dalla misura in cui essi forniscono informazioni attendibili sull'andamento economico. Il presente riquadro verte sull'utilità di questi dati per valutare l'andamento della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro e nelle tre maggiori economie che ne fanno parte.

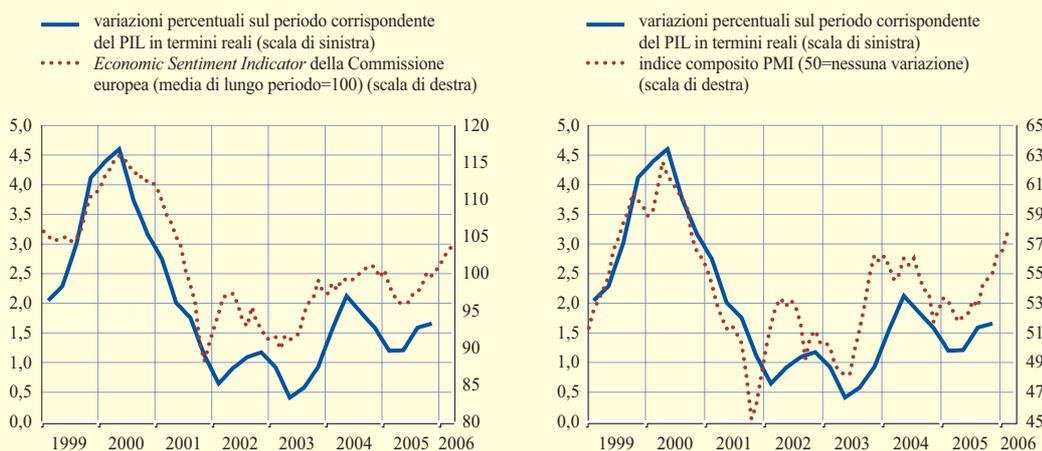
I dati delle indagini relativi all'attività economica aggregata dell'area dell'euro sono forniti dall'*Economic Sentiment Indicator* (ESI) elaborato dalla Commissione europea e dall'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) pubblicato da NTC Economics ¹⁾. Sebbene l'ESI e il PMI abbiano registrato occasionali divaricazioni rispetto alla serie del PIL, in genere i tassi di crescita del PIL sul periodo corrispondente sono correlati positivamente sia all'ESI sia al PMI composito (cfr. figura A). L'ESI sembra essere un indicatore coincidente anziché anticipatore per l'andamento del prodotto reale. Esso offre, pur tuttavia, informazioni utili riguardo allo stato del ciclo economico, in quanto è pubblicato con un anticipo di circa un trimestre rispetto ai dati di contabilità nazionale. Il PMI, al contrario, ha mostrato proprietà di indicatore più anticipatore che coincidente nel breve periodo di tempo per cui è stato disponibile.

I coefficienti di correlazione mobile consentono di tracciare nel tempo l'evoluzione del comovimento fra serie e di valutare la stabilità di una relazione. La figura B illustra le correlazioni fra i dati delle indagini e la crescita sul periodo corrispondente del PIL su una finestra di dodici trimestri per il periodo 1999-2005 (laddove disponibili). Oltre all'ESI, è riportato anche il PMI composito. Le correlazioni fra questi due indici e la crescita del PIL hanno mostrato un comportamento piuttosto instabile nel periodo in esame. Degno di nota è il calo nel 2004, che potrebbe essere ricondotto all'elevato grado di variabilità della crescita del PIL osservato nella corrispondente finestra di dodici trimestri che va da metà 2001 a metà 2004. Nel 2004 il temporaneo peggioramento delle proprietà di indicatore coincidente dell'ESI ha dato maggior rilievo a quelle di indicatore anticipatore. Negli ultimi anni, tuttavia, l'ESI e il PMI hanno mantenuto proprietà ragionevolmente buone di indicatori, rispettivamente, coincidente e anticipatore.

Per quanto attiene alle tre maggiori economie dell'area dell'euro, per Germania, Francia e Italia si osserva un considerevole grado di comovimento fra la crescita sul periodo corrispondente

1) L'ESI è una media ponderata degli indici del clima di fiducia dei settori manifatturiero, dei servizi, delle famiglie, del commercio al dettaglio e delle costruzioni. Gli indicatori del clima di fiducia sono indicatori compositi che comprendono risposte dalle rispettive indagini. L'indice PMI composito è costituito dagli indici sia del settore manifatturiero sia di quello dei servizi.

Figura A Dati delle indagini congiunturali presso le imprese e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

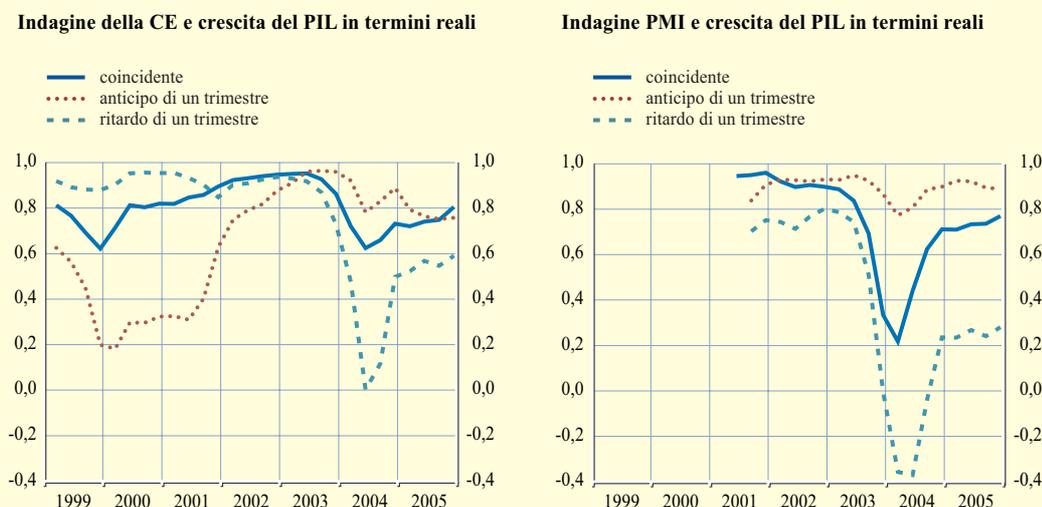


Fonti: Eurostat e Commissione europea.
Nota: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati e corretti per l'effetto delle giornate lavorative.

Fonti: Eurostat e NTC Economics.
Nota: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati e corretti per l'effetto delle giornate lavorative.

del PIL e i dati delle indagini nazionali (cfr. figura C). Occasionalmente, comunque, i dati delle indagini economiche nazionali e l'andamento della crescita del PIL forniscono segnali contrastanti riguardo allo stato dell'economia. Sebbene questi periodi di divergenza fra le indagini nazionali sul clima di fiducia delle imprese e la crescita del PIL siano solitamente di breve durata, si sono tuttavia osservati periodi più prolungati di discordanza fra le serie. L'apparente divergenza può talvolta essere collegata al fatto che, occasionalmente, i dati delle indagini risultano anticipatori della crescita. Tuttavia, poiché non è sempre questo il caso, s'impone caute-

Figura B Correlazioni mobili fra dati delle indagini congiunturali presso le imprese e crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Fonti: Eurostat e NTC Economics.

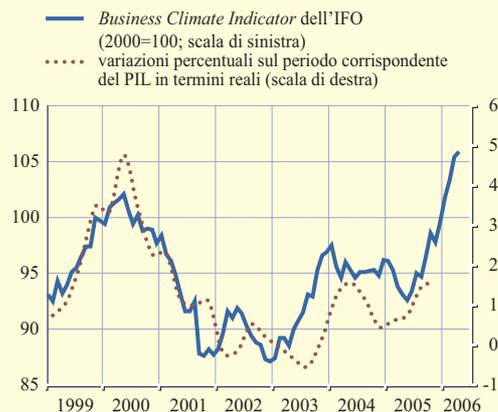
la nell'interpretare tali episodi di discordanza fra le due serie.

L'analisi di correlazione, che mostra il ritardo o l'anticipo a cui si è ottenuta la massima correlazione fra l'attività economica e i dati delle indagini, indica un livello significativo di comovimento generalizzato fra i dati *hard* (quantitativi) e quelli *soft* (qualitativi; cfr. tavola), confermando i risultati basati sull'esame visivo riportati in precedenza nelle figure A e B a livello di area dell'euro e nella figura C per le tre maggiori economie che ne fanno parte. I risultati confermano che è meglio considerare l'ESI un indicatore coincidente dell'attività economica dell'area, mentre il PMI composto mostra migliori proprietà di indicatore anticipatore piuttosto che coincidente nel periodo di tempo per cui è stato disponibile. Le indagini nazionali presso le imprese sono indicatori grosso modo coincidenti dell'attività economica, sebbene nel periodo più recente che decorre dal 1999 l'indicatore tedesco IFO sembra aver mostrato alcune proprietà anticipatrici. La figura C conferma le proprietà anticipatrici dell'indicatore tedesco IFO in quanto rivela, soprattutto a partire dal 2001, una tendenza dei dati dell'indagine ad anticipare l'andamento dell'attività economica. Il calcolo dei coefficienti di correlazione mobile fra i dati delle indagini e il PIL su una finestra di dodici trimestri rivela un consistente grado di instabilità nella correlazione fra i dati delle indagini nazionali presso le imprese e la crescita del PIL per Germania, Francia e Italia, analogamente a quanto avvenuto per l'aggregato dell'area dell'euro. È necessario pertanto usare cautela nel tentare di estrapolare l'andamento futuro dell'attività economica sulla base dei dati delle indagini nazionali ²⁾.

2) I risultati basati sull'utilizzo dell'ESI nazionale sono sostanzialmente simili in termini di correlazione e di correlazione mobile rispetto a quelli basati sulle indagini nazionali presso le imprese per i tre paesi. Per ulteriori ragguagli sull'utilità dell'ESI nazionale per l'analisi congiunturale a livello di paese, cfr. anche Mourougane, A., Roma, M. (2002), *Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?*, Working Paper della BCE, n. 133.

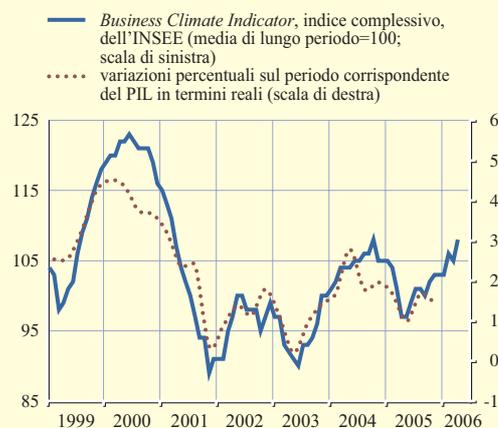
Figura C Indicatori delle indagini nazionali presso le imprese e crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali

Germania



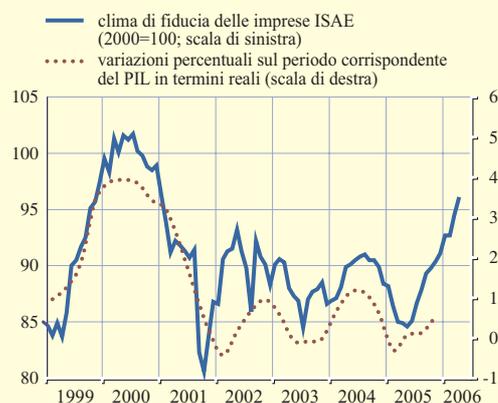
Fonti: Eurostat e IFO.

Francia



Fonti: Eurostat e INSEE.

Italia



Fonti: Eurostat e ISAE
 Nota: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati e corretti per l'effetto delle giornate lavorative.

Nel complesso, questi risultati suggeriscono che i dati delle indagini mostrano un grado ragionevole di comovimento con la crescita del PIL in termini reali, soprattutto quando l'attività è misurata sul periodo corrispondente. Occasionalmente, tuttavia, i dati delle indagini e la crescita del PIL forniscono segnali contrastanti riguardo allo stato dell'economia, evidenziando la necessità di cautela nell'interpretare le informazioni fornite dai dati delle indagini.

Correlazione massima fra indagini nazionali presso le imprese e crescita del PIL in termini reali

	Periodo	Massima correlazione	Periodo	Massima correlazione	
Area dell'euro	basata sull'ESI	92:1-05:4	0,92 [0]	99:1-05:4	0,91 [0]
	basata sul PMI			99:1-05:4	0,88 [+1]
Germania	81:1-05:4	0,83 [0]	99:1-05:4	0,83 [+1]	
Francia	81:1-05:4	0,86 [0]	99:1-05:4	0,92 [0]	
Italia	91:1-05:4	0,79 [0]	99:1-05:4	0,86 [0]	

Nota: questa tavola riporta i coefficienti di correlazione più elevati riscontrati confrontando le serie con sfasature temporali diverse in anticipo o in ritardo. I numeri tra parentesi indicano con quanti periodi di anticipo (numero positivo) o di ritardo (numero negativo) i dati delle indagini riflettono l'andamento della crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente. Le indagini dell'ESI e del PMI si riferiscono all'attività economica aggregata dell'area dell'euro. L'IFO, l'INSEE e l'ISAE svolgono le indagini nazionali presso le imprese di Germania, Francia e Italia rispettivamente. Per tutti i dati riportati in tavola il livello di significatività è pari all'1 per cento.

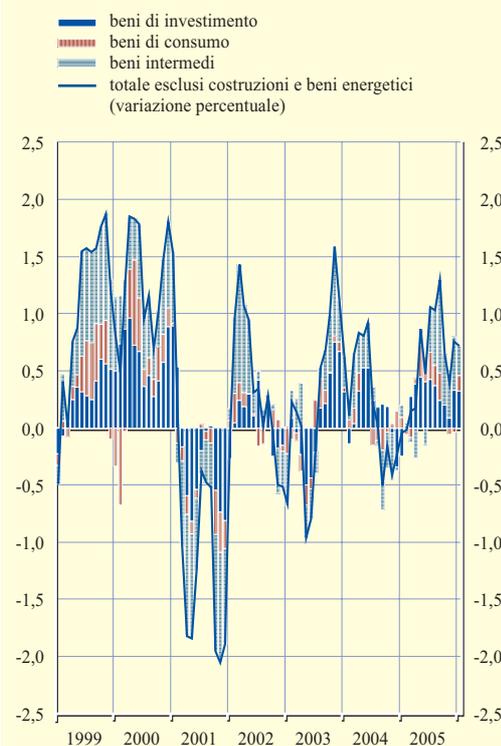
PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Passando alla composizione settoriale del PIL dell'area dell'euro, i dati sul valore aggiunto disponibili per il quarto trimestre hanno confermato che il rallentamento della fine dello scorso anno è stato generalizzato e influenzato dalle dinamiche nei settori dei servizi e dell'industria (sebbene l'espansione dell'attività industriale abbia continuato a procedere a un ritmo più elevato rispetto a quella dei servizi alla fine del 2005). La crescita del valore aggiunto nell'industria è stata sostenuta da una vivace attività nel settore delle costruzioni, ma al contempo limitata dal rallentamento delle esportazioni. Nonostante questa dinamica recente, il valore aggiunto nel settore dei servizi è stato superiore a quello generato in quello dell'industria per l'insieme del 2005.

Lo scorso febbraio la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è rimasta invariata sul mese precedente. Il dato relativo a febbraio ha rispecchiato incrementi marcati nella produzione di beni di consumo e di investimento e un piccolo aumento in quella di beni energetici, controbilanciato da una netta diminuzione nella produzione di beni intermedi. Nel complesso, le informazioni sulla produzione industriale insieme agli indicatori delle indagini segnalano un'ulteriore espansione dell'attività

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.

industriale nel primo trimestre di quest'anno, in linea con le attese di una maggiore crescita del PIL (cfr. figura 23). In termini di medie mobili a tre mesi, l'aumento della produzione industriale (al netto delle costruzioni) si è collocato all'1,1 per cento a febbraio.

In febbraio i nuovi ordini industriali nell'area dell'euro sono saliti del 2,7 per cento sul mese precedente, dopo alcune ampie fluttuazioni in dicembre e gennaio. Sulla base delle medie mobili a tre mesi, l'indice è aumentato del 5,6 per cento in febbraio. Nel complesso, gli ultimi dati sui nuovi ordini segnalano una robusta attività industriale nel primo trimestre dell'anno. Tali prospettive sono anche confermate da informazioni sui nuovi ordini meno volatili che escludono altri mezzi di trasporto fra cui navi e mezzi ferroviari e aerospaziali.

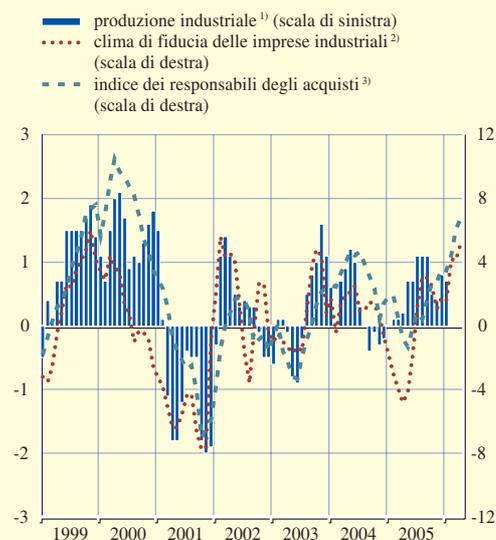
RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I dati delle indagini per i settori dell'industria e dei servizi continuano a sostenere aspettative di un rafforzamento dell'attività nel primo trimestre del 2006 e forniscono inoltre segnali positivi per l'inizio del secondo trimestre.

Per quanto riguarda il comparto industriale, sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero sia l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea sono saliti ulteriormente in aprile, protraendo il movimento al rialzo osservato dalla metà del 2005 e raggiungendo livelli elevati in termini storici (cfr. figura 24). Il PMI per il settore manifatturiero si è portato a 56,7, livello massimo dal 2000 e ben al di sopra della soglia compatibile con un'espansione dell'attività. L'ulteriore incremento del PMI è stato sostenuto da tutti i sottoindici a eccezione del livello degli acquisti di merci, che è calato lievemente rispetto a un mese fa. Il nuovo, sostanziale miglioramento dell'indicatore del clima di fiducia presso le imprese elaborato dalla Commissione europea è stato determinato in particolare da un forte incremento della valutazione del livello degli ordini, sebbene anche il sottoindice degli stock di prodotti finiti sia migliorato. Nel contempo, l'indice relativo alle attese di produzione è rimasto invariato su di un livello elevato. L'ulteriore aumento dell'indicatore del clima di fiducia presso le imprese elaborato dalla Commissione europea ha interessato tutte le principali categorie industriali di produzione di beni di consumo, intermedi e di investimento. Secondo l'indagine trimestrale condotta dalla Commissione europea, anche l'utilizzo di capitale ha segnato un'ulteriore, lieve crescita nel secondo trimestre, salendo dall'82,0 all'82,4 per cento, leggermente al di sopra della media a lungo termine dell'81,4 per cento. Le domande dell'indagine relative ai limiti di produzione hanno indicato che l'insufficienza della domanda appare aver frenato la produzione in misura minore rispetto ai tre mesi precedenti. Questa indagine ha altresì fornito evidenza di una sempre maggiore carenza di manodopera e di macchinari.

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.

Le indagini sia della Commissione europea sia PMI presentano prospettive favorevoli anche per il settore dei servizi. L'indice di attività economica del PMI è aumentato notevolmente dalla metà del 2005 e a marzo 2006 si è collocato al livello maggiore dal 2000. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nel settore dei servizi ha protratto in aprile la propria tendenza al rialzo, raggiungendo livelli osservati cinque anni fa. Tale ulteriore incremento è stato sostenuto da tutte le componenti dell'indice, ossia la valutazione del clima di fiducia e l'evoluzione passata e attesa della domanda. Le aspettative per gli andamenti futuri rimangono positive anche nel settore al dettaglio.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

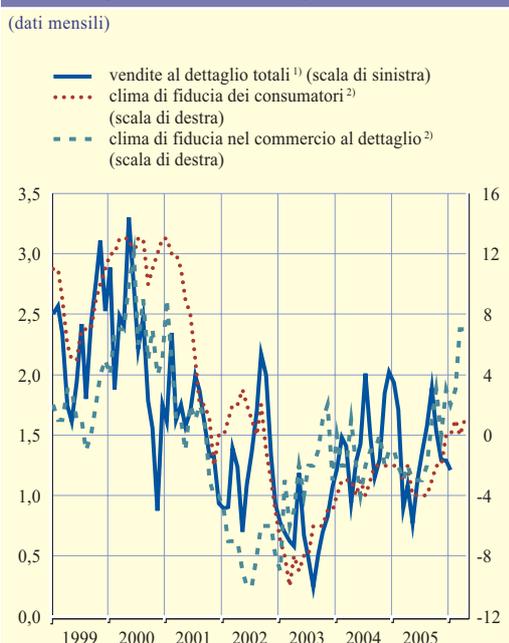
Gli indicatori della spesa delle famiglie segnalano un certo irrobustimento della crescita dei consumi privati nel primo trimestre di quest'anno, dopo la bassa crescita del trimestre precedente. In febbraio il volume delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro è diminuito dello 0,2 per cento sul mese precedente, dopo l'incremento dello 0,5 in gennaio. La flessione di febbraio è derivata da un calo delle vendite di prodotti alimentari che è stato in parte compensato dalle maggiori vendite di prodotti non alimentari. Nondimeno, nei tre mesi fino a febbraio l'indice del commercio al dettaglio è salito. Le immatricolazioni di nuove autovetture si sono accresciute in marzo, configurando un aumento marcato nel primo trimestre del 2006 rispetto al trimestre precedente.

La fiducia dei consumatori è migliorata in aprile, invertendo la lieve diminuzione registrata nel mese precedente (cfr. figura 25). L'aumento di aprile ha in particolare rispecchiato miglioramenti delle aspettative riguardanti la situazione economica generale. Per contro, gli indici relativi alle attese su risparmi e disoccupazione sono peggiorati leggermente. Nel complesso, la fiducia dei consumatori, che ha registrato significativi incrementi dalla metà del 2005, nel primo trimestre del 2006 è stata sostanzialmente più elevata rispetto al trimestre precedente, sostenendo la tesi che vi sarebbe stata una certa ripresa dei consumi privati all'inizio di quest'anno. Tale quadro è altresì in linea con la recente dinamica della fiducia nel settore delle vendite al dettaglio, che è salita considerevolmente nei mesi fino ad aprile.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

I risultati più recenti degli indicatori evidenziano nuovi graduali miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. La crescita dell'occupazione si è rafforzata nel corso del 2005 e il tasso di disoccupazione è calato continuativamente nei mesi recenti. Tale quadro è rafforzato da miglioramenti nelle aspettative di occupazione.

Figura 25 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie



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

In marzo il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è collocato all'8,1 per cento, in ribasso rispetto all'8,2 di febbraio (cfr. figura 26), e il numero di disoccupati è sceso per il quarto mese consecutivo. Secondo le aspettative del settore privato raccolte nella *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE, tali dinamiche positive dovrebbero continuare. Nell'ultima SPF le aspettative di disoccupazione sono state riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali sia per il 2006 che per il 2007, all'8,1 e al 7,9 per cento rispettivamente (cfr. il riquadro 3 intitolato *I risultati della Survey of Professional Forecasters della BCE per il secondo trimestre del 2006*).

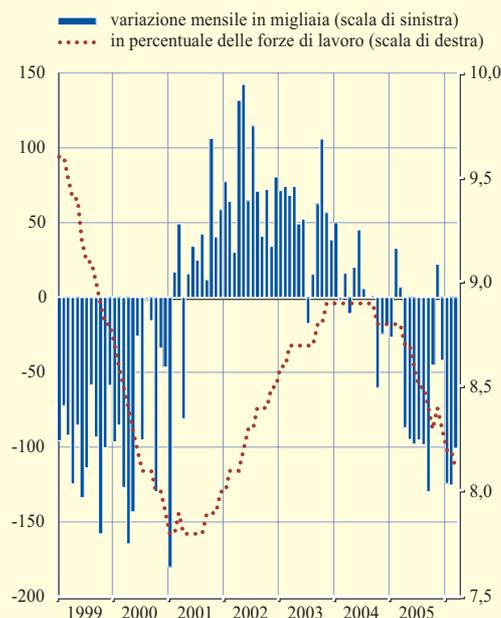
OCCUPAZIONE

Dall'ultimo numero di questo Bollettino non vi sono state ulteriori notizie riguardo all'occupazione nell'area dell'euro. La crescita dell'occupazione si è rafforzata nel corso del 2005. Nel terzo trimestre l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato incrementi dello 0,2 e dello 0,1 per cento nel secondo e nel primo trimestre, rispettivamente. L'espansione dell'occupazione nel terzo trimestre è stata vigorosa nel settore dei servizi. La crescita dell'occupazione è aumentata anche nell'industria grazie all'andamento positivo delle costruzioni.

Le aspettative di occupazione indicano miglioramenti nelle condizioni del mercato del lavoro nei primi quattro mesi del 2006 per i settori dell'industria e dei servizi. Secondo le indagini della Commissione europea e PMI le attese di occupazione nell'industria sono migliorate nel corso del primo trimestre di quest'anno e si sono incrementate ulteriormente in aprile. Di rilievo è stato il fatto che

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2003	2004	2004 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
di cui:							
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	0,6
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	0,6	0,5	0,7	0,2	0,6
Amministrazione pubblica	1,3	1,3	0,3	0,4	0,5	0,2	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

le attese di occupazione del PMI in aprile sono state superiori, e lo hanno distanziato ulteriormente per il secondo mese consecutivo, al livello 50 compatibile con il ristagno dell'attività. Anche nel settore dei servizi le attese di occupazione secondo entrambe le indagini sono aumentate nel primo trimestre, mentre quelle rilevate dalla Commissione europea sono ulteriormente salite in aprile. Per contro, dopo significativi miglioramenti negli ultimi mesi le attese di occupazione nei settori delle costruzioni e delle vendite al dettaglio sono diminuite in aprile.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi dati pubblicati suggeriscono che l'attività economica ha acquisito un certo slancio nel primo trimestre del 2006 e che la decelerazione nel quarto trimestre del 2005 è stata temporanea. Tale parere è anche confermato dall'ultima *Survey of Professional Forecasters* della BCE e da altre previsioni di organizzazioni internazionali e del settore privato. Secondo le attese, l'attività globale dovrebbe rimanere vigorosa, continuando a sostenere le esportazioni dell'area. Lo stimolo esterno, insieme a condizioni di finanziamento molto favorevoli, a utili elevati e a un miglioramento del clima di fiducia delle imprese, dovrebbe favorire l'incremento degli investimenti fissi lordi. Inoltre, la crescita dei consumi privati dovrebbe irrobustirsi parallelamente a quella del reddito reale disponibile e a miglioramenti nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Si valuta che i rischi per queste prospettive siano sostanzialmente equilibrati nel breve termine, mentre su un orizzonte temporale più lungo prevalgono rischi al ribasso per la crescita connessi a squilibri a livello mondiale e a potenziali ulteriori aumenti dei corsi petroliferi.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In aprile e agli inizi di maggio l'euro si è apprezzato in termini effettivi nominali nel contesto della generalizzata debolezza del dollaro statunitense.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

In aprile e agli inizi di maggio l'euro ha continuato ad apprezzarsi sul dollaro statunitense (cfr. figura 27). Durante gran parte di aprile il cambio tra le due valute ha sperimentato una certa volatilità, connessa al mutare delle attese di mercato circa il probabile orientamento della politica monetaria nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, per poi apprezzarsi verso la fine del mese, dopo le ulteriori evidenze di un miglioramento delle prospettive economiche per l'area, che hanno trovato riflesso nei risultati delle indagini sul clima di fiducia delle imprese. A rafforzare tale andamento ha inoltre concorso il calo generalizzato del dollaro nei confronti di gran parte delle valute, indotto dalla rinnovata attenzione degli operatori nei confronti sia del disavanzo fiscale e di conto corrente degli Stati Uniti sia delle notizie di una ricomposizione delle riserve ufficiali di alcune banche centrali a scapito della moneta statunitense. Di conseguenza, il 3 maggio l'euro si collocava a 1,26 dollari, un valore superiore del 4,3 per cento a quello di fine marzo e dell'1,5 per cento alla media del 2005.

YEN GIAPPONESE/EURO

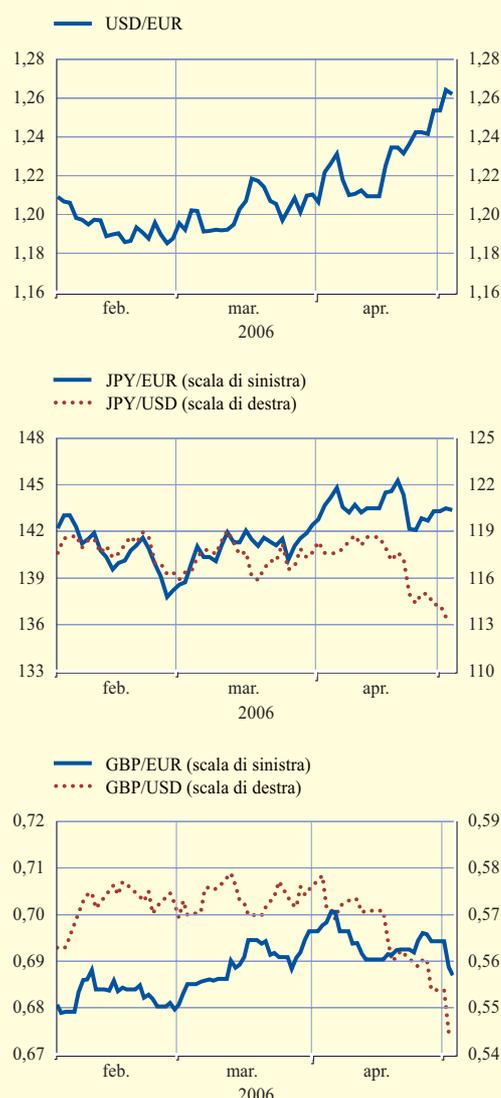
Nel periodo in esame l'euro si è moderatamente apprezzato sullo yen giapponese, pur evidenziando oscillazioni significative. Rafforzatosi per gran parte di aprile sulla scia dei differenziali di rendimento e delle notizie positive circa le prospettive economiche dell'area, esso si è temporaneamente indebolito dopo la pubblicazione, il 21 aprile, del comunicato del G7 nel contesto del più ampio apprezzamento di gran parte delle valute asiatiche. Ciò nonostante, alla fine del mese l'euro aveva recuperato e il 3 maggio veniva quotato a 143,4 yen, un livello superiore dello 0,7 per cento a quello di fine marzo e del 4,8 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 27).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile e ha continuato ad essere scambiata a livelli corrispondenti o prossimi alle

Figura 27 Tassi di cambio

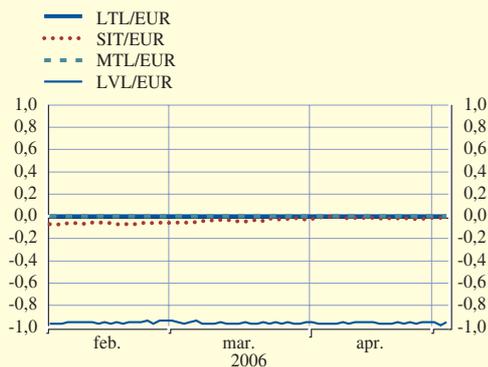
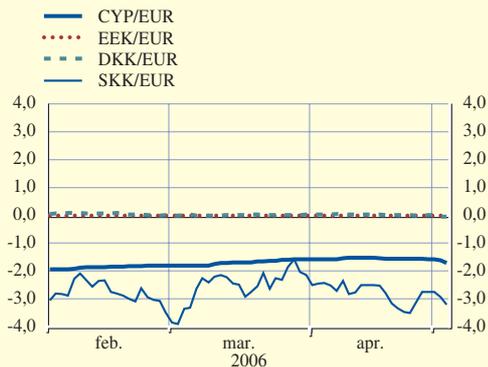
(dati giornalieri)



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.

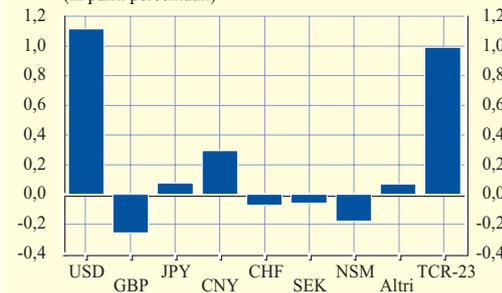
Figura 29 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 marzo 2006 al 3 maggio 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.

rispettive parità centrali (cfr. figura 28). Ha rappresentato un'eccezione la corona slovacca, che si è apprezzata dell'1,1 per cento e che il 3 maggio era quotata a un livello superiore del 3,2 per cento alla rispettiva parità. Per quanto riguarda le divise di altri Stati membri dell'UE, l'euro si è indebolito nei confronti della sterlina britannica e il 3 maggio era scambiato a 0,69 sterline, un valore inferiore dell'1,4 per cento a quello di fine marzo e superiore dello 0,5 per cento alla media del 2005. La moneta unica, inoltre, si è deprezzata dell'1,3 per cento sulla corona svedese e del 3,2 per cento sullo zloty polacco.

ALTRE VALUTE

Tra la fine di marzo e il 3 maggio l'euro si è indebolito sul franco svizzero, la corona norvegese e i dollari australiano e canadese (rispettivamente dell'1,1, 2,6, 3,4 e 0,7 per cento), mentre è rimasto pressoché invariato in rapporto al won sud-coreano. Infine, per la generale debolezza del dollaro, la moneta unica si è rafforzata in misura significativa rispetto alle valute asiatiche agganciate a quella

statunitense e soprattutto nei confronti del renminbi cinese (4,3 per cento) e del dollaro di Hong Kong (4,2 per cento).

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Alla luce dei suddetti andamenti dei cambi bilaterali, il 3 maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 23 più importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1,0 per cento al livello di fine marzo e prossimo alla propria media del 2005 (cfr. figura 29).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I dati più recenti di bilancia dei pagamenti relativi a febbraio mostrano che l'interscambio ha fatto segnare una robusta ripresa dopo il rallentamento osservato nel quarto trimestre del 2005. Sempre in febbraio, il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente si è ulteriormente ampliato in quanto i crescenti costi delle importazioni petrolifere hanno continuato a ridurre l'avanzo dei beni. Nel conto finanziario, a febbraio i flussi netti cumulati su dodici mesi per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio – in calo dalla scorsa estate – hanno mutato segno, divenendo negativi, principalmente a seguito di minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

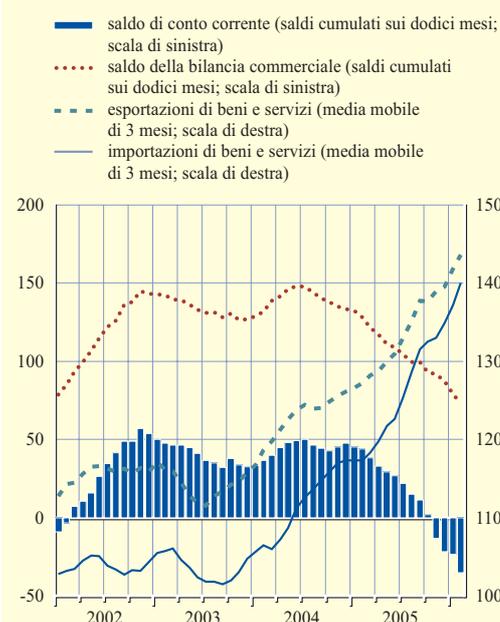
I dati più recenti di bilancia dei pagamenti mostrano una forte ripresa della crescita sia delle importazioni sia delle esportazioni dopo l'indebolimento del quarto trimestre (cfr. figura 30). In febbraio la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni e servizi è salita del 3,3 per cento rispetto a novembre, per effetto del consistente aumento (4,6 per cento) della componente dei beni a fronte di un calo dello 0,5 per cento di quella dei servizi (cfr. tavola 8). Nello stesso periodo le importazioni sono cresciute del 5,2 per cento in termini di valore, rispecchiando incrementi sia nei beni (6,6 per cento) sia nei servizi (0,9 per cento).

La scomposizione in volumi e prezzi dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area (disponibile fino a dicembre) e le altre evidenze disponibili mostrano che, con riferimento alle esportazioni, la recente crescita sostenuta in termini di valore potrebbe essere in larga parte riconducibile alla forte espansione dei volumi. Nonostante il pronunciato calo di ottobre, che ha determinato una decelerazione complessiva nel quarto trimestre, i volumi esportati hanno segnato una robusta ripresa in novembre e dicembre.

Come si evince dalla figura 31, gli andamenti delle esportazioni verso l'Asia spiegano gran parte della flessione di ottobre e del successivo recupe-

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

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

ro. Anche le esportazioni verso gli Stati Uniti e i nuovi Stati membri dell'UE hanno registrato una vigorosa espansione in termini di volumi negli ultimi due mesi del 2005, mentre quelle verso il Regno Unito sono rimaste relativamente deboli. In termini di composizione merceologica, gran parte della ripresa è riconducibile al forte incremento in volume delle esportazioni di beni di investimento. Nel primo trimestre le favorevoli condizioni della domanda mondiale – compreso l'elevato potere di acquisto dei paesi esportatori di petrolio risultante dai rincari del greggio¹⁾ – stanno a indicare che l'aumento delle esportazioni in termini di valore osservato nei primi due mesi dell'anno è riconducibile al protrarsi della crescita vigorosa dei volumi.

Un rallentamento dei prezzi all'importazione, ascrivibile al calo delle quotazioni petrolifere nel quarto trimestre, spiega in parte la minore crescita in valore delle importazioni di beni nello stesso periodo. Per contro, i netti rincari sia del petrolio sia delle materie prime non petrolifere agli inizi del 2006 sarebbero in larga misura responsabili della robusta espansione registrata nei tre mesi fino a febbraio. Al recente incremento delle importazioni in termini di valore avrebbero contribuito anche i crescenti volumi importati, come segnalano vari indicatori. In particolare, il grado sempre maggiore di utilizzo della capacità e l'incremento della produzione industriale mostrano che i volumi importati continuano a beneficiare della più elevata domanda nell'area dell'euro. Infine, un ulteriore contributo va probabilmente ricercato nel recente vigore delle esportazioni dell'area, che di norma hanno un elevato contenuto di beni d'importazione.

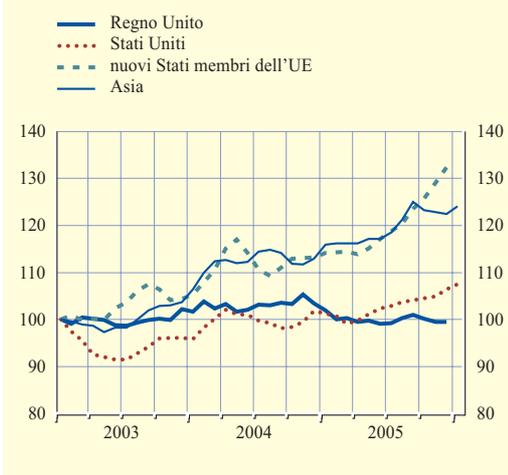
Con riferimento al conto corrente, a febbraio il saldo cumulato su dodici mesi ha registrato un disavanzo di 33,3 miliardi di euro (circa lo 0,4 per cento del PIL), contro un avanzo di 43,7 miliardi (approssimativamente lo 0,5 per cento del PIL) un anno prima. Ciò riflette principalmente il calo di 57,4 miliardi di euro dell'avanzo dei beni, quasi interamente riconducibile al maggiore costo delle importazioni di petrolio derivante dai più elevati corsi petroliferi. Al deterioramento del conto corrente ha inoltre concorso un aumento di 16,7 miliardi di euro del disavanzo dei redditi. Allo stesso tempo, il saldo dei servizi e dei trasferimenti correnti è rimasto sostanzialmente invariato.

La scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro per l'insieme del 2005 mostra che il conto corrente è passato in disavanzo soprattutto a causa del maggiore disavanzo nell'interscambio di beni con "Altri paesi"²⁾ e in particolare con quelli esportatori di petrolio, che è salito a 111,8 miliardi di euro (dai 56,4 del 2004). L'aumento del disavanzo dei redditi è principalmente riconducibile alla crescita di 17,1 miliardi di euro del disavanzo nei confronti degli Stati Uniti.

1) Per ulteriori informazioni circa il modo in cui i maggiori proventi petroliferi dei paesi produttori di petrolio influiscono sulle esportazioni dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 8 *Gli effetti del reimpiego dei proventi petroliferi* nel Rapporto annuale 2005 della BCE.
2) Paesi diversi dagli Stati membri dell'UE, il Canada, il Giappone, la Svizzera e gli Stati Uniti.

Figura 31 Esportazioni dell'area dell'euro in volume verso alcuni partner commerciali

(indice: gennaio 2003=100; media mobile a 3 mesi; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a gennaio 2006, a eccezione delle esportazioni verso il Regno Unito e i nuovi Stati membri dell'UE, per i quali i dati più recenti si riferiscono a dicembre 2005.

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	
	2006 gen.	2006 feb.	2005 mag.	2005 ago.	2005 nov.	2006 feb.	2005 feb.	2006 feb.
Conto corrente (saldo)	-0,7	-9,6	0,8	-1,9	-6,1	-4,5	44,1	-35,2
Beni (saldo)	0,5	0,5	5,9	3,9	2,7	0,7	97,0	39,6
Esportazioni	108,9	111,8	98,2	102,0	104,8	109,6	1.132,0	1.243,5
Importazioni	108,4	111,3	92,2	98,1	102,1	108,8	1.035,0	1.203,9
Servizi (saldo)	2,5	2,6	2,3	2,7	3,3	2,9	31,1	33,5
Esportazioni	33,6	34,8	31,8	33,2	34,2	34,0	365,8	399,7
Importazioni	31,2	32,2	29,5	30,5	30,9	31,2	334,8	366,2
Redditi (saldo)	-0,1	-2,7	-2,6	-3,6	-6,5	-1,5	-25,8	-42,5
Trasferimenti correnti (saldo)	-3,6	-10,0	-4,8	-4,9	-5,6	-6,6	-58,2	-65,7
Conto finanziario (saldo) ¹⁾	-11,0	11,8	4,9	5,0	10,8	-3,8	22,7	50,6
Investimenti diretti e di portafoglio	-32,2	-6,1	-2,1	18,6	-7,1	-14,3	-2,4	-14,9
Investimenti diretti	4,9	-25,9	-5,3	-34,9	-3,5	-6,8	-60,0	-151,5
Investimenti di portafoglio	-37,1	19,8	3,1	53,5	-3,6	-7,5	57,6	136,6
Azioni	-8,4	10,6	-7,7	54,3	-5,8	11,1	20,6	155,7
Strumenti di debito	-28,7	9,2	10,8	-0,8	2,2	-18,6	37,0	-19,1
Bonds and notes	-35,6	-5,4	5,8	-1,4	-5,3	-18,1	38,7	-56,6
Money market instruments	6,9	14,7	5,0	0,6	7,5	-0,5	-1,6	37,6
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	0,5	2,8	2,2	3,9	2,9	3,3	8,8	9,7
Importazioni	1,8	2,8	3,7	5,7	3,4	5,2	10,0	14,6
Beni								
Esportazioni	0,7	2,6	2,4	3,9	2,8	4,6	8,7	9,9
Importazioni	1,4	2,7	4,0	6,4	4,1	6,6	11,3	16,3
Servizi								
Esportazioni	-0,1	3,5	1,6	4,2	3,1	-0,5	9,3	9,3
Importazioni	3,2	3,2	2,8	3,5	1,2	0,9	6,5	9,4

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.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti pari a 14,3 miliardi di euro, riconducibili ai flussi netti in uscita per investimenti diretti (6,8 miliardi) e investimenti di portafoglio in strumenti di debito (18,6 miliardi).

In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 14,9 miliardi di euro, contro i 2,4 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente. In questo periodo, l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio ha seguito il profilo di una curva "a campana": gli afflussi netti sono aumentati fino al secondo trimestre del 2005, principalmente per effetto dei flussi netti in entrata per investimenti in titoli azionari, e successivamente hanno subito una brusca flessione fino a passare a deflussi netti nel febbraio di quest'anno (cfr. figura 32).

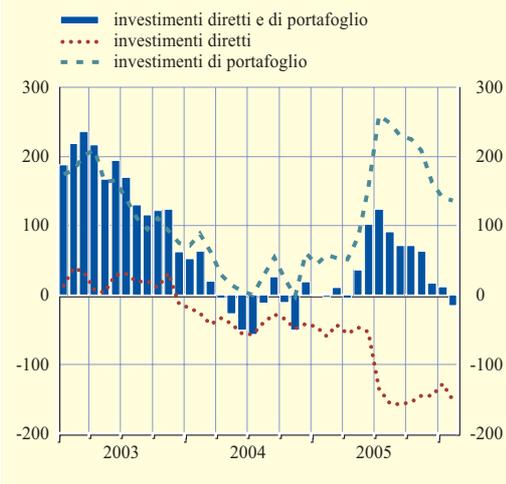
Il calo degli afflussi netti durante la seconda metà del 2005 è principalmente ascrivibile ai minori afflussi netti per investimenti di portafoglio. Più di recente, gli investimenti esteri in titoli azionari dell'area sono tornati a crescere. Inoltre, a giudicare dai consistenti acquisti di strumenti di debito dell'area dell'euro osservati in febbraio, il calo degli investimenti esteri in tali strumenti potrebbe essersi arrestato. I deflussi netti per investimenti diretti sono relativamente stabili da ottobre.

La scomposizione geografica degli investimenti diretti dell'area dell'euro nel 2005 sta a indicare che il Regno Unito ha ricevuto oltre il 60 per cento del totale. Tale andamento va ricondotto principalmente alle partecipazioni acquisite dagli investitori dell'area nel contesto della ristrutturazione della Royal Dutch Shell, una transazione che ha trovato riflesso in consistenti afflussi netti per investimenti azionari nell'area in quanto è stata attuata per il tramite di uno scambio di azioni.

Nello stesso periodo, i principali investimenti diretti nell'area sono stati effettuati dal Regno Unito (prevalentemente sotto forma di capitale azionario e utili reinvestiti) e dai nuovi Stati membri dell'UE (per lo più come prestiti intersocietari). Con riferimento agli investimenti di portafoglio, nel 2005 i deflussi dall'area si sono indirizzati soprattutto verso il Regno Unito, gli Stati Uniti e i centri *offshore*. In particolare, gli investitori dell'area dell'euro hanno effettuato consistenti acquisti netti di obbligazioni e *notes* degli Stati Uniti anche se nel contempo sono stati venditori netti di strumenti del mercato monetario statunitense.

Figura 32 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



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

IL CONTRIBUTO DELLA BCE E DELL'Eurosistema ALL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA EUROPEA

Il presente articolo fornisce un aggiornamento sul lavoro che la BCE sta svolgendo per il monitoraggio e la valutazione dello stato dell'integrazione finanziaria europea e presenta, sulla base di alcuni esempi specifici, le attività tramite cui la BCE e l'Eurosistema contribuiscono a promuovere tale processo. Esso fa seguito a un precedente articolo sul medesimo argomento pubblicato nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino. La BCE ha un vivo interesse nel progresso verso l'integrazione finanziaria europea, in virtù della sua considerevole importanza per i compiti assegnati all'Eurosistema dal Trattato istitutivo della Comunità europea, ossia mantenere la stabilità dei prezzi tramite l'attuazione di una politica monetaria unica nell'area dell'euro, contribuire a salvaguardare la stabilità finanziaria e promuovere l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento. Più in generale, la rilevanza dell'integrazione finanziaria europea in un più ampio contesto economico è stata sottolineata anche nell'ambito della strategia di Lisbona, recentemente rilanciata, che è finalizzata a rafforzare la crescita economica e ad aumentare l'occupazione in Europa, e che l'Eurosistema condivide pienamente.

I INTRODUZIONE

Per vari motivi, connessi sia all'economia in senso lato che più specificatamente all'Eurosistema, la BCE e l'Eurosistema hanno un vivo interesse nel progresso verso l'integrazione finanziaria europea. La BCE segue pertanto con attenzione tale processo. Nel settembre 2005 la BCE ha pubblicato una prima serie di indicatori dell'integrazione finanziaria, unitamente a un rapporto di valutazione dello stato attuale dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Questo articolo descrive, innanzi tutto, alcuni aspetti dello stato attuale dell'integrazione finanziaria dell'area dell'euro, in parte basandosi su tale rapporto e in parte estendendone l'analisi.

È essenziale analizzare di continuo lo stato dell'integrazione finanziaria europea e tenere sotto osservazione i suoi progressi nel tempo al fine di rivelare gli ambiti nei quali l'integrazione sta progredendo e quelli nei quali è in ritardo e potrebbe essere necessario intervenire. Questo articolo fornisce quindi una presentazione delle attività condotte al riguardo dalla BCE e dall'Eurosistema per promuovere l'integrazione finanziaria europea. In proposito, vengono indicate due tipologie di soggetti economici che si stanno adoperando per migliorare l'integrazione finanziaria: gli operatori di mercato e le autorità pubbliche. L'Eurosistema ritiene che l'integrazione finanziaria sia in primo luogo e soprattutto un processo guidato dal mercato. Tale opinione scaturisce anche dalle disposizio-

ni di carattere generale dettate dall'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato, secondo cui l'Eurosistema dovrebbe agire "in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse". Conformemente a tale disposizione, l'Eurosistema reputa che sia un compito di base delle autorità pubbliche competenti creare un contesto favorevole alla promozione dell'integrazione finanziaria. Se le opportunità così create verranno sfruttate dalle forze di mercato, si raggiungerà una reale integrazione finanziaria. L'analisi dello stato dell'integrazione finanziaria e il monitoraggio dei suoi progressi nel tempo costituiscono pertanto i presupposti per eventuali azioni da parte di autorità pubbliche, come l'Eurosistema, volte a incoraggiare l'integrazione finanziaria in quegli ambiti in cui sono stati individuati ritardi e carenze.

L'articolo è strutturato come segue. La sezione 2 spiega i vari motivi per cui la BCE e l'Eurosistema hanno un vivo interesse nel progresso verso l'integrazione finanziaria in Europa. Partendo dalla definizione operativa di integrazione finanziaria della BCE, la sezione 3 delinea l'impianto concettuale di fondo cui essa fa riferimento e presenta una sintesi dello stato attuale dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. La sezione 4 fornisce una panoramica, sulla base di alcuni esempi specifici, delle diverse tipologie di attività intraprese dalla BCE e dall'Eurosistema per promuovere l'integrazione finanziaria europea. La sezione 5 espone, infine, alcune conclusioni.

2 L'INTERESSE DELL'Eurosistema NELL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA EUROPEA

Le ragioni per cui la BCE e l'Eurosistema hanno un vivo interesse nell'integrazione finanziaria in Europa sono molteplici. In primo luogo, l'integrazione finanziaria è d'importanza essenziale per la conduzione della politica monetaria unica, poiché potenzia l'ordinata ed efficace trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'insieme dell'area dell'euro. In secondo luogo, l'integrazione finanziaria è altamente rilevante per il compito dell'Eurosistema di contribuire alla salvaguardia della stabilità finanziaria. In terzo luogo, l'integrazione finanziaria è fondamentale sia per il compito dell'Eurosistema di promuovere l'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento, sia per il suo forte interesse nel sicuro ed efficiente funzionamento dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Infine, è opinione condivisa che l'integrazione finanziaria contribuisca ad accrescere il potenziale per una crescita economica più rapida e non inflazionistica. L'Eurosistema attribuisce pertanto una grande importanza all'avanzamento del progresso dell'integrazione finanziaria europea ¹⁾.

BENEFICI ECONOMICI GENERALI

L'integrazione finanziaria è una componente essenziale della politica economica generale dell'Unione europea. Nel 1999, ai fini dell'attuazione della strategia di Lisbona con riferimento all'integrazione finanziaria, la Commissione europea ha avviato il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), che è stato ultimato nel 2005. Nel 2005, dopo una valutazione preliminare, il Consiglio europeo ha rilanciato la strategia di Lisbona, che ha due obiettivi principali: rafforzare la crescita e aumentare l'occupazione in Europa. L'Eurosistema condivide pienamente tale programma. In Europa vi è urgente bisogno di riforme strutturali, per migliorare la flessibilità dei mercati del lavoro, accrescere la concorrenza nei mercati dei beni e dei servizi e incoraggiare la conoscenza e l'innovazione. Inoltre, la necessità di riforme strutturali non è confinata al lato "reale" dell'economia, ma coinvolge anche il suo lato finanziario, e quindi anche l'integrazio-

ne finanziaria. Nel dicembre 2005 la Commissione europea ha pubblicato il suo *Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010*, che delinea l'attuale programma nel campo dei servizi finanziari.

I benefici economici generali derivanti dall'integrazione finanziaria possono essere riassunti come segue. I sistemi finanziari servono per incanalare fondi dai soggetti economici che hanno un eccesso di risparmio a quelli che ne sono carenti, nonché a negoziare, coprire, diversificare i rischi e a trasformare i rischi individuali in rischi collettivi (*pooling*). Queste funzioni sono facilitate dall'integrazione finanziaria, poiché essa determina una migliore ripartizione e diversificazione dei rischi e un accresciuto potenziale per una crescita economica più rapida e non inflazionistica. Gli operatori economici possono investire più facilmente in altre regioni dell'area dell'euro e pertanto diversificare il rischio che potenziali shock di natura locale incidano su reddito e consumi. Inoltre, rendendo i mercati più spessi e liquidi, l'integrazione finanziaria crea economie di scala e incrementa l'offerta di fondi per le opportunità d'investimento. Il processo d'integrazione favorisce la concorrenza, l'espansione dei mercati e l'intermediazione, determinando di conseguenza ulteriore sviluppo finanziario, che a sua volta determina minori costi di intermediazione e un'allocazione del capitale più efficiente. In ultima istanza, indirizzare le risorse alle opportunità d'investimento più produttive accresce il potenziale per una crescita economica non inflazionistica più rapida e sostenibile. Un sistema finanziario, come l'area dell'euro, non ancora interamente integrato in tutte le sue componenti implica pertanto un costo in termini di minore crescita economica.

1) La determinazione dell'Eurosistema a tale riguardo è anche rispecchiata nella sua missione: "[...] Nell'ambito dell'Eurosistema, il nostro obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi per il bene comune. Rivestendo, inoltre, un ruolo di autorità finanziaria preminente, ci prefiggiamo di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario e di promuoverne l'integrazione a livello europeo." Cfr. il sito Internet della BCE all'indirizzo http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.en.html.

Alla base dell'interesse della BCE e dell'Eurosistema nell'integrazione finanziaria europea e nei suoi benefici economici generali c'è l'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato, il quale stabilisce che "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2", segnatamente il raggiungimento di una crescita sostenibile e non inflazionistica.

L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA E LA POLITICA MONETARIA

Un sistema finanziario ben integrato è essenziale per l'attuazione della politica monetaria, poiché potenzia l'ordinata ed efficace trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'insieme dell'area dell'euro. La trasmissione della politica monetaria è il processo attraverso il quale le decisioni di politica monetaria influiscono sul livello dei prezzi e sul prodotto dell'economia. Dato che le decisioni di politica monetaria sono attuate e trasmesse tramite il sistema finanziario, il grado d'integrazione finanziaria incide sull'efficacia di tale trasmissione. Sebbene la politica monetaria unica sia in grado di assicurare la stabilità dei prezzi – e l'abbia fatto efficacemente negli ultimi sette anni – anche se l'integrazione finanziaria è meno che completa in alcuni ambiti, in una tale situazione l'impatto della trasmissione della politica monetaria potrebbe ancora non essere omogeneo nei vari paesi dell'area dell'euro.

Ciò è evidente con riferimento ai due principali canali di trasmissione della politica monetaria: i tassi di interesse e il credito. Nell'ambito del primo canale, la banca centrale influenza l'allocazione intertemporale delle risorse tramite la sensibilità della domanda aggregata alle variazioni dei tassi di interesse. Benché alcune delle sue determinanti (tra cui l'elasticità della sostituzione intertemporale del settore delle famiglie) non siano osservabili, è molto probabile che tale sensibilità sia influenzata dall'efficienza con cui il settore finanziario trasmette le modifiche dell'orientamento di politica monetaria all'ampio ventaglio di tassi di interesse e rendimenti. Gli andamenti dei tassi di interesse applicati ai

prestiti e ai depositi bancari sono estremamente importanti per le decisioni di risparmio e finanziamento delle famiglie e delle società non finanziarie. Le differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro a livello di tassi di interesse bancari sono dovute non soltanto ad asimmetrie in termini di caratteristiche delle economie nazionali (quali i rischi di credito e di tasso di interesse, la dimensione delle imprese, la struttura industriale e lo sviluppo dei mercati dei capitali), ma anche a fattori istituzionali (quali le disparità in termini di imposizione, regolamentazione ed efficacia della supervisione), nonché ad aspetti legati alla struttura finanziaria (quali l'incidenza del finanziamento bancario rispetto al finanziamento sui mercati dei capitali, nonché l'apertura e la competitività degli operatori di mercato). La diversità nella risposta dei tassi di interesse bancari può determinare una trasmissione inefficiente della politica monetaria unica. A tale riguardo, un'accresciuta integrazione dei mercati bancari può ridurre l'eterogeneità della risposta dei tassi di interesse bancari alle variazioni dei tassi del mercato monetario nei paesi dell'area dell'euro (cfr. anche sezione 3).

Il canale del credito evidenzia il ruolo svolto dall'offerta di credito bancario. Esso riguarda la misura in cui le azioni della banca centrale influenzano il comportamento delle banche in termini di offerta di prestiti e il grado in cui il finanziamento dell'economia è basato sulle banche. Tale canale ha un impatto sulle imprese che dipendono fortemente dal finanziamento bancario e che sarebbero obbligate ad abbandonare i propri progetti d'investimento se non fossero in grado di ottenerlo. Una maggiore integrazione finanziaria transfrontaliera risultante da un ampliamento dell'insieme delle attività disponibili per gli investimenti può potenzialmente accrescere l'eterogeneità dei portafogli delle banche, consentendo loro, ad esempio, di controbilanciare più facilmente un inasprimento della politica monetaria. Lo sviluppo di un mercato delle obbligazioni societarie integrato è parimenti importante, in quanto uno spostamento dal finanziamento bancario al finanziamento sul mercato può implicare una diminuzione del ruolo del canale del credito della politica monetaria.

Sin dall'avvio dell'Unione monetaria, gli osservatori hanno occasionalmente sollevato timori su possibili asimmetrie e inefficienze nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e su un impatto potenzialmente asimmetrico dei suoi impulsi nei paesi dell'area dell'euro²⁾. Nel complesso, benché vi siano riscontri che i singoli canali del meccanismo di trasmissione non operino in modo del tutto simmetrico nelle diverse economie dell'area dell'euro, tali asimmetrie sembrano compensarsi essenzialmente le une con le altre per quanto riguarda la risposta complessiva del prodotto e dell'inflazione agli impulsi della politica monetaria. Tuttavia, sembrano effettivamente esistere delle differenze, il che potrebbe riflettere, oltre alle diverse strutture delle istituzioni e dei mercati finanziari, una mancanza di integrazione finanziaria³⁾. Di conseguenza, e giacché la politica monetaria della BCE mira a preservare la stabilità dei prezzi nell'intera area dell'euro, obiettivo per cui dispone di uno strumento specifico – il controllo dei tassi di interesse a breve termine – le differenze e inefficienze nel sistema finanziario dell'area dell'euro devono essere affrontate anche con politiche strutturali che accrescano l'integrazione del sistema finanziario. Sebbene sia possibile che non sempre tali misure attenuino i differenziali economici nel breve periodo, esse riducono i costi economici associati a tali differenziali e migliorano la capacità dell'economia di resistere a eventuali shock, facilitando così la trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro.

L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA E LA STABILITÀ FINANZIARIA

L'integrazione finanziaria è altresì rilevante per il compito dell'Eurosistema di contribuire alla salvaguardia della stabilità finanziaria⁴⁾. I risultati delle attività di monitoraggio della BCE per quanto riguarda la stabilità finanziaria a livello di area dell'euro sono presentati nel suo periodico *Financial Stability Review*.

La stabilità del sistema finanziario richiede che le principali componenti del sistema – ossia i mercati finanziari, le relative infrastrutture e le istituzioni finanziarie – siano congiuntamente capaci di assorbire shock avversi. Essa richiede

inoltre che il sistema finanziario faciliti un'ordinata ed efficiente riallocazione delle risorse finanziarie dai risparmiatori agli investitori e che il rischio finanziario sia valutato e quantificato accuratamente, nonché gestito in modo efficiente. Eventuali inefficienze nell'allocazione del capitale o lacune nella valutazione del rischio possono compromettere la stabilità futura del sistema finanziario e, pertanto, anche la stabilità economica. La stabilità finanziaria può anche essere influenzata da inefficienze derivanti da un sistema finanziario insufficientemente integrato.

È quindi essenziale comprendere i nessi tra l'integrazione finanziaria e la stabilità finanziaria. Tali nessi hanno una duplice natura. Da un lato, mercati finanziari più integrati offrono migliori opportunità di finanziamento e di diversificazione dei rischi, consentendo così di accrescere la capacità delle economie di assorbire shock. Ad esempio, i servizi bancari transfrontalieri rendono i mercati finanziari più ampi e spessi, aumentano la liquidità e la ripartizione dei rischi. Siccome l'insieme delle attività disponibili per gli investimenti viene ampliato, accrescendo potenzialmente l'eterogeneità dei portafogli delle istituzioni finanziarie, la conseguente più ampia distribuzione dei rischi connessi ai portafogli dovrebbe rafforzare la tenuta e la capacità di assorbimento degli shock da parte degli intermediari finanziari, migliorando così la salute e la robustezza di un sistema finanziario integrato. Dall'altro lato, l'integrazione finanziaria implica una trasformazione strutturale del sistema finanziario, ivi inclusa la creazione di

2) Cfr. Angeloni, I., A. K. Kashyap e B. Mojon (ed. 2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area. A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network*, Cambridge University Press, e il rapporto del network sulla persistenza dell'inflazione (*Inflation Persistence Network*), giugno 2005, all'indirizzo <http://www.ecb.int/home/pdf/research/inflationpersistencepricesettingreport.pdf>.

3) Cfr. gli articoli *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro e Valutazione della performance dei sistemi finanziari* rispettivamente nei numeri di ottobre 2003 e ottobre 2005 di questo Bollettino mensile.

4) L'articolo 105, paragrafo 5, del Trattato assegna al SEBC il compito statutario di contribuire a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario.

più intensi legami finanziari transfrontalieri. Di conseguenza, le implicazioni devono anche essere affrontate dal punto di vista di possibili effetti di contagio. Una comprensione approfondita degli effetti dei legami transfrontalieri in un sistema finanziario sempre più integrato è pertanto cruciale.

Nel complesso, gli effetti di un'accresciuta integrazione finanziaria sulla stabilità del sistema finanziario dovrebbero essere positivi nel lungo termine. Tuttavia, la trasformazione strutturale del sistema finanziario che ne risulta è un altro motivo per cui la BCE segue con attenzione il processo d'integrazione finanziaria.

L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA E L'INFRASTRUTTURA DI MERCATO

Sull'attuazione della politica monetaria unica nell'area dell'euro incide anche il grado di integrazione delle infrastrutture finanziarie, in particolare quelle di pagamento e di regolamento e compensazione delle transazioni in titoli. I sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli sono i principali canali attraverso cui la liquidità fluisce e i titoli sono trasferiti a garanzia delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Inoltre, le infrastrutture finanziarie sono estremamente importanti per la stabilità del sistema finanziario e possono svolgere un ruolo cruciale nel caso di crisi finanziarie. Solo se le infrastrutture finanziarie sono adeguatamente integrate il sistema finanziario può funzionare ordinatamente.

La promozione dell'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento è un compito basilare ai sensi del Trattato. L'interesse dell'Eurosistema al riguardo si estende a tutte le sfaccettature delle infrastrutture finanziarie. Si riferisce ai sistemi di pagamento di importo rilevante e ai sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli, viste le crescenti interdipendenze fra le infrastrutture di pagamento e quelle di regolamento delle transazioni in titoli, derivanti ad esempio dalla stretta relazione che intercorre fra il mercato monetario delle operazioni garantite e quello delle operazioni non garantite. Si estende inoltre alla creazione di sistemi di pagamento al

dettaglio integrati, per fare dell'euro una moneta con tutte le proprietà di una valuta nazionale e sfruttare le nuove possibilità offerte dai progressi nella tecnologia dell'informazione. Tale modernizzazione del settore dei pagamenti europeo promuoverà da ultimo anche l'ulteriore integrazione del settore finanziario (cfr. anche sezione 4).

3 IL MONITORAGGIO DELLO STATO DELL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA NELL'AREA DELL'EURO

Dato il suo vivo interesse per l'integrazione finanziaria europea, come spiegato nella precedente sezione, la BCE segue con attenzione tale processo. A tal fine, la BCE ha delineato un impianto concettuale di fondo, esposto qui di seguito.

ELEMENTI CONCETTUALI DELLO SCHEMA DI MONITORAGGIO DELLA BCE

In una prima fase, la BCE ha adottato una definizione di integrazione finanziaria: la BCE considera che il mercato per una data serie di strumenti o servizi finanziari sia pienamente integrato quando tutti i potenziali operatori di tale mercato (i) sono soggetti a una singola serie di regole quando decidono di trattare tali strumenti o servizi finanziari, (ii) hanno pari accesso a tale serie di strumenti o servizi finanziari e (iii) ricevono il medesimo trattamento quando operano nel mercato.

Come si è accennato, le principali componenti di un sistema finanziario sono i mercati finanziari, le relative infrastrutture e le istituzioni finanziarie. La definizione della BCE di integrazione finanziaria utilizza il termine "mercato" in senso ampio, ricoprendo tutti i possibili scambi di strumenti o servizi finanziari, sia su un mercato organizzato (quale una borsa valori), sia su un mercato non regolamentato (*over-the-counter*) creato dall'offerta di uno strumento o servizio finanziario da parte di un'istituzione finanziaria. Inoltre, un mercato finanziario non sarà mai interamente integrato senza l'integrazione della relativa infrastruttura di mercato, in particolare dei sistemi di pagamento e di compensazione e

regolamento delle transazioni in titoli. Una valutazione complessiva dello stato dell'integrazione finanziaria richiede pertanto un esame di tutte le componenti del sistema finanziario. In tal senso, va anche rilevato che il termine "regole" contenuto nella definizione della BCE è utilizzato in senso ampio e include elementi quali leggi e normative, assetti di vigilanza, convenzioni di mercato, autoregolamentazione, nonché standard e prassi che riguardano le infrastrutture finanziarie. L'ampiezza della definizione di integrazione finanziaria della BCE è attribuibile al fatto che se fosse soddisfatta solo la prima condizione, ossia l'esistenza di una singola serie di regole per un dato mercato, i potenziali operatori potrebbero comunque essere discriminati in termini di accesso al mercato. Di conseguenza, la definizione della BCE include una seconda condizione in base a cui gli operatori non devono essere discriminati nel loro accesso al mercato. La terza condizione per la piena integrazione finanziaria è che una volta abbiano avuto accesso al mercato, tutti gli operatori godano di pari trattamento quando vi operano.

Va infine sottolineato che, benché in pratica l'integrazione finanziaria sia un processo, la definizione adottata dalla BCE descrive uno stato di piena, o perfetta, integrazione. Fornendo un parametro di riferimento rispetto a cui valutare lo stato dell'integrazione finanziaria, la definizione può essere utilizzata a sostegno del lavoro analitico ed empirico della BCE.

In una seconda fase, basandosi sulla definizione adottata, la BCE ha cercato di individuare un modo per cogliere lo stato dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro. Nei dibattiti sulla questione, le argomentazioni sono spesso di natura qualitativa e richiamano la generale necessità di migliorare l'integrazione finanziaria in vista dei relativi benefici. Ciò nondimeno, le misure quantitative forniscono una base per una valutazione obiettiva, sia del livello corrente dell'integrazione finanziaria, sia della sua evoluzione nel tempo, determinando cioè se il processo d'integrazione stia progredendo, sia stazionario o addirittura stia regredendo. Di conseguenza, nel settembre 2005 la BCE ha pub-

blicato una prima serie di 20 indicatori relativi allo stato dell'integrazione dei mercati finanziari e bancari dell'area dell'euro. Tali indicatori sono stati calcolati utilizzando le statistiche già raccolte e pubblicate dalla BCE, nonché dati derivati da fonti di mercato⁵⁾. Questa prima pubblicazione ha riguardato il mercato monetario, il mercato dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie, il mercato azionario e i mercati bancari, comprendendo in questi ultimi le attività bancarie all'ingrosso e al dettaglio. Tale prima serie di indicatori sarà ampliata, in particolare aggiungendo indicatori relativi a istituzioni e infrastrutture finanziarie.

Lo stato attuale dell'integrazione finanziaria nell'area dell'euro è riassunto di seguito sulla base di alcuni indicatori selezionati tra quelli già pubblicati e quelli futuri.

LO STATO DELL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA NELL'AREA DELL'EURO

Sebbene l'euro abbia generalmente agito come un importante catalizzatore dell'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro, il grado di integrazione varia tra i diversi segmenti di mercato: esso è più avanzato nei segmenti più vicini alla politica monetaria unica, primo fra tutti il mercato monetario. La rapida integrazione del mercato monetario è stata inoltre facilitata dall'istituzione della relativa infrastruttura per i sistemi di pagamento, il sistema TARGET (cfr. sezione 4).

Il mercato dei depositi interbancari non garantiti era quasi perfettamente integrato all'avvio dell'Unione monetaria, con una deviazione standard fra paesi dell'area dell'euro dei tassi medi sui prestiti *overnight* di soli 3 punti base. Da allora essa è scesa ad appena 1 punto base. Analogamente, anche gli indicatori sia delle scadenze

5) La pubblicazione è stata accompagnata da un rapporto esplicativo che sarà aggiornato con cadenza annuale. Per i dettagli degli indicatori, cfr. anche le note metodologiche dell'allegato 2 di tale rapporto. Gli indicatori stessi sono aggiornati ogni sei mesi. Per una precedente trattazione su tali indicatori, cfr. Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 14.

più lunghe del mercato monetario non garantito sia del mercato pronti contro termine mostrano un livello di integrazione molto elevato.

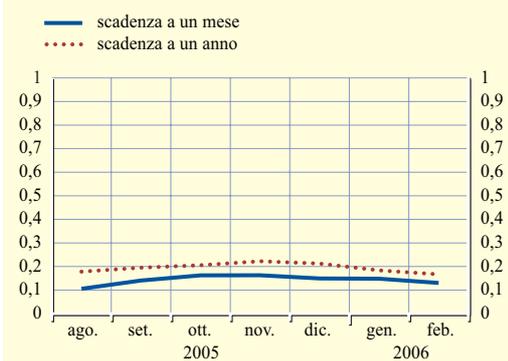
Il ruolo decisivo dell'euro per il miglioramento dell'integrazione dei mercati finanziari è inoltre visibile sui mercati dei derivati su tassi di interesse. Un segmento particolarmente importante è il mercato degli *swap* su tasso di interesse in euro – incluso il mercato degli *swap* su indici *overnight* in euro – che è ora il maggiore mercato degli *swap* su tasso di interesse al mondo. Il lancio nel giugno 2005 da parte dell'Euribor FBE e dell'Euribor ACI dell'*Eonia Swap Index*, il nuovo tasso di riferimento per i mercati dei derivati in euro, dimostra tanto l'importanza quanto l'ulteriore potenziale di questo segmento di mercato. La figura 1 mostra che dal lancio di tale indice la deviazione standard fra i paesi delle quotazioni dell'*Eonia Swap Index* per diverse scadenze si è collocata a soli 0,1-0,2 punti base, dimostrando l'integrazione pressoché perfetta di tale segmento di mercato.

Il comparto del mercato monetario meno integrato è il mercato dei titoli a breve termine. I mercati della carta commerciale e dei certificati di deposito europei sono segmentati in diverse piazze finanziarie. Tuttavia, nuovi progressi dovrebbero essere conseguiti grazie all'iniziativa STEP (*Short-Term European Paper*) (cfr. sezione 4).

Il grado di integrazione dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro è molto elevato, per via della scomparsa del rischio di cambio nell'area e della convergenza delle aspettative di inflazione tra i diversi paesi, già realizzatasi all'atto del-

Figura 1 Deviazione standard degli *swaps* sui tassi *overnight* (EONIA) nell'area dell'euro

(media mobile a 61 giorni; punti base)



Fonti: Federazione Bancaria Europea, elaborazioni della BCE.

l'introduzione dell'euro. Da allora, i rendimenti dei titoli di Stato nei diversi paesi dell'area dell'euro sono stati guidati principalmente da fattori relativi all'intera area ed ai suoi sviluppi. Un modo per quantificare il grado di integrazione consiste nel considerare la deviazione standard dei differenziali di rendimento delle obbligazioni nel tempo. Il relativo indicatore mostra un calo significativo nella fase precedente l'avvio dell'Unione monetaria e, successivamente, il mantenimento di una deviazione standard prossima a zero. Le restanti differenze fra paesi in termini di rendimenti obbligazionari sono riconducibili alle differenze a livello di rischio di credito, liquidità e disponibilità di mercati dei derivati sviluppati collegati ai vari mercati obbligazionari. Il riquadro esamina la relazione che intercorre fra l'integrazione finanziaria e le differenze nel rischio di credito.

Riquadro

INTEGRAZIONE FINANZIARIA E DISCIPLINA DI MERCATO: IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO

La disciplina di mercato può essere sostanzialmente definita come la pressione esercitata dagli operatori di mercato su varie istituzioni, quali aziende, banche e governi, per la promozione di politiche economiche sostenibili. Questo riquadro si incentra sulla disciplina di mercato in riferimento ai governi. I titoli di Stato dei governi che applicano politiche economiche non rigorose sono caratterizzati da livelli di rischio più elevati. Gli investitori avversi al rischio vogliono

essere compensati per l'assunzione di tale rischio aggiuntivo e richiedono pertanto rendimenti maggiori. I governi devono tenere conto di tali maggiori costi di finanziamento quando pianificano le proprie politiche economiche. A parità di tutte le altre condizioni, la disciplina di mercato funge da deterrente contro politiche di bilancio poco rigorose.

La disciplina di mercato è particolarmente efficace in mercati concorrenziali e ben funzionanti. Una condizione necessaria affinché i mercati finanziari valutino correttamente le obbligazioni sovrane è che i governi abbiano accesso ai mercati dei capitali alle stesse condizioni degli altri prenditori e, in particolare, che ciascun paese si assuma in ultima istanza tutti i costi del rischio di credito implicito nel proprio debito pubblico. Eventuali pressioni dirette o indirette volte a favorire i titoli di Stato o una percezione nel mercato che un governo con una posizione debitoria insostenibile potrebbe beneficiare di operazioni di salvataggio introdurrebbero inevitabilmente distorsioni di prezzo, intralciando la funzione di disciplina dei mercati. Il Trattato di Maastricht riconosce esplicitamente l'importanza di tali questioni negli articoli 101-103.

Se tali condizioni sono rispettate (e non si registrano fenomeni di "fallimento del mercato"), i mercati perfettamente concorrenziali forniranno una valutazione accurata del profilo di rischio/rendimento di ciascuna obbligazione. In tali circostanze, le forze di mercato determineranno da ultimo un'efficiente allocazione dei fondi nel modo più produttivo, con un'adeguata considerazione del rischio. È indubbio che il progresso dell'integrazione finanziaria cui si è assistito nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro negli ultimi anni abbia contribuito a migliorare l'efficienza dei mercati finanziari in generale e di quelli dei titoli di Stato in particolare. Eliminando le barriere agli scambi e creando condizioni di vera parità concorrenziale, l'integrazione finanziaria aumenta il livello della concorrenza nei mercati finanziari, accrescendone di conseguenza la capacità di valutare accuratamente le attività finanziarie. L'integrazione verificatasi nei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro ha pertanto rafforzato l'effetto di disciplina esercitato dal mercato.

Talvolta viene sostenuto che la convergenza dei differenziali fra i titoli di Stato dell'area dell'euro nella fase precedente l'UEM dimostra che il processo d'integrazione finanziaria può essere negativo per il funzionamento della disciplina di mercato. Tale argomentazione trascura il fatto che la convergenza dei differenziali ha principalmente rispecchiato il più stretto coordinamento delle politiche monetarie nei paesi dell'area dell'euro, una generale compressione dei premi per il rischio osservabile anche in altri mercati e al di fuori dell'area dell'euro, nonché la progressiva eliminazione dell'incertezza relativa alle variazioni dei tassi di cambio. Dal 1999 i differenziali hanno rispecchiato soprattutto i rischi di liquidità e di credito, che riflettono a loro volta la sostenibilità delle posizioni di bilancio dei paesi. I dati disponibili sui *credit default swap* indicano che i paesi con posizioni di bilancio meno solide pagano di fatto un premio maggiore, riconducibile al più elevato rischio di inadempienza, e che i mercati continuano pertanto a esercitare pressioni tali da imporre una disciplina sui governi ¹⁾.

1) Cfr. l'articolo *Politiche di bilancio e mercati finanziari* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

Prima del 1999 il mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro era aperto principalmente a emittenti obbligazionari con la massima qualità creditizia. Da allora esso si è ampliato per soddisfare anche i fabbisogni di fi-

nanziamento di emittenti più rischiosi. Il grado di integrazione del mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro è relativamente elevato. I relativi indicatori suggeriscono che il paese di emissione ha un'importanza solo

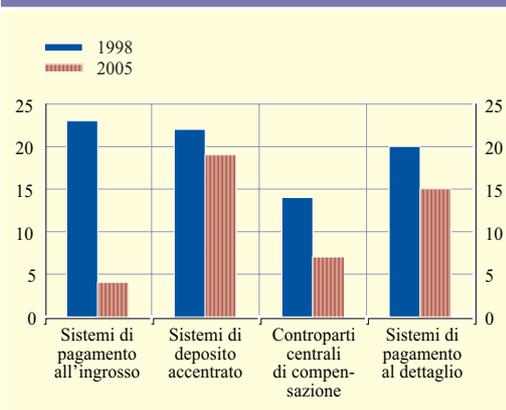
marginale nello spiegare i differenziali di rendimento.

Altri segmenti di mercato presentano ancora un potenziale d'integrazione residuo, come il mercato azionario dell'area dell'euro, che rimane abbastanza frammentato. Un graduale processo di integrazione è tuttavia in atto. Ad esempio, gli indicatori della BCE rivelano che le quotazioni azionarie nell'area dell'euro reagiscono sempre più a fattori relativi all'intera area e ai suoi sviluppi. Inoltre, l'eliminazione del rischio valutario all'interno dell'area ha incoraggiato l'integrazione, nel senso che la predilezione per titoli emessi nel proprio paese ("home bias") nelle posizioni azionarie di investitori istituzionali è stata significativamente ridotta. Tuttavia, l'effetto paese è ancora un fattore troppo importante per concludere che il mercato azionario dell'area dell'euro sia sufficientemente integrato.

Per quanto riguarda mercati dei titoli quali i mercati obbligazionari e azionari, l'ulteriore integrazione della sottostante infrastruttura di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli è di massima importanza. Ad esempio, benché il numero dei depositari centrali sia diminuito da 22 nel 1998 a 19 nel 2005 e quello delle controparti centrali di compensazione sia sceso da 14 a 7, il numero di sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli che non sono collegati gli uni con gli altri in modo efficiente è tuttora elevato. Ciò contrasta, ad esempio, con i significativi progressi compiuti nell'integrazione dei sistemi di pagamento di importo rilevante, il cui numero complessivo è stato ridotto a 4 dai 23 che esistevano prima dell'introduzione dell'euro e del sistema TARGET. La figura 2 mostra gli sviluppi nel tempo del numero dei sistemi di pagamento e delle infrastrutture di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'area dell'euro.

Infine, per quanto attiene ai mercati bancari, un aspetto che può essere tenuto sotto osservazione in relazione allo stato dell'integrazione è l'evoluzione dei servizi bancari transfrontalieri nell'area dell'euro. Un possibile indicatore a tale riguardo è lo sviluppo nel tempo di succursali e

Figura 2 Numero di sistemi di pagamento, di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'area dell'euro

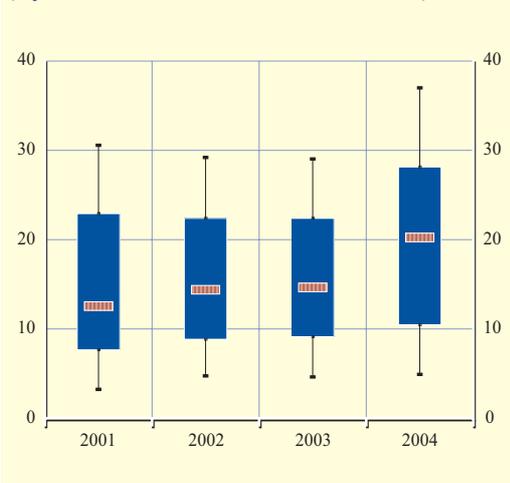


filiazioni delle banche nei paesi dell'area. La figura 3 mostra l'evoluzione dal 2001 al 2004 della dispersione delle attività delle succursali e filiazioni delle banche all'interno dell'area dell'euro.

Nei mercati bancari dell'area dell'euro, vi è una differenza in termini di grado di integrazione tra le attività connesse ai mercati dei capitali, le attività interbancarie (o all'ingrosso) e le attività bancarie al dettaglio. Ad esempio, i prestiti interban-

Figura 3 Dispersione delle attività delle succursali e filiazioni bancarie nell'area dell'euro

(in percentuale del totale delle attività del settore bancario)



Fonti: BCE, Comitato per la Vigilanza bancaria.
Nota: i punti all'estremità inferiore e superiore delle linee rappresentano le osservazioni minime e massime. Entrambe sono state corrette per neutralizzare l'effetto di eventuali valori anomali. L'estremità inferiore delle barre rappresenta il primo quartile e quella superiore il terzo quartile. Il trattino marrone è il valore mediano nell'area dell'euro.

cari transfrontalieri e gli investimenti in titoli a livello di area dell'euro hanno, in termini relativi, registrato una sostanziale crescita dalla fine degli anni novanta, a riprova di un grado di integrazione relativamente elevato nel segmento all'ingrosso. Per contro, nei servizi bancari al dettaglio non vi sono stati progressi sostanziali nell'integrazione. Di fatto, vi sono riscontri di differenze nell'impatto del tasso del mercato monetario sui tassi di interesse bancari al dettaglio tra i paesi dell'area, in termini sia di livello che di variazioni nel tempo⁶. La figura 4 mostra la deviazione standard fra paesi dei tassi di interesse per determinati prodotti finanziari. In particolare, vi sono notevoli differenze fra i tassi di interesse sui prestiti al consumo erogati alle famiglie nei singoli paesi dell'area dell'euro. Per le altre categorie di prodotti finanziari la deviazione standard fra paesi è minore, ma resta non trascurabile.

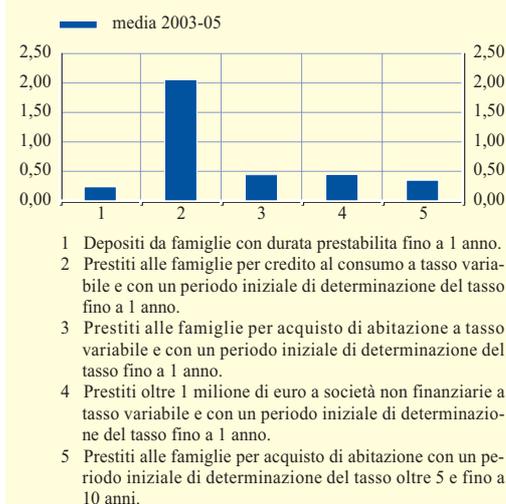
4 ATTIVITÀ DELL'EUROSISTEMA PER PROMUOVERE L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA

L'analisi dello stato dell'integrazione finanziaria e il monitoraggio dei suoi progressi nel tempo sono i presupposti per eventuali azioni tese a raccogliere i pieni benefici economici dell'integrazione finanziaria. Dato il suo interesse nel progresso dell'integrazione finanziaria europea, l'Eurosistema collabora anche alla promozione di tale processo. A tale riguardo, la BCE ha definito quattro aree di attività in cui essa e l'Eurosistema possono contribuire al processo, dettagliate qui di seguito, unitamente ad alcuni esempi di iniziative della BCE e dell'Eurosistema.

MONITORAGGIO DEI PROGRESSI E PROMOZIONE DELLA CONSAPEVOLEZZA

Il primo contributo consiste nel migliorare la conoscenza e aumentare il livello di consapevolezza in merito allo stato e alla necessità dell'integrazione finanziaria europea, nonché di misurare i progressi compiuti. Ciò si traduce principalmente nel monitoraggio dello stato dell'integrazione, anche sulla base di indicatori statistici, come accennato nella precedente sezione.

Figura 4 Deviazione standard di alcuni tassi d'interesse delle IFM nell'area dell'euro



- 1 Depositi da famiglie con durata prestabilita fino a 1 anno.
- 2 Prestiti alle famiglie per credito al consumo a tasso variabile e con un periodo iniziale di determinazione del tasso fino a 1 anno.
- 3 Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione a tasso variabile e con un periodo iniziale di determinazione del tasso fino a 1 anno.
- 4 Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie a tasso variabile e con un periodo iniziale di determinazione del tasso fino a 1 anno.
- 5 Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione con un periodo iniziale di determinazione del tasso oltre 5 e fino a 10 anni.

Fonte: BCE.

Nota: i paesi nei quali i prodotti bancari sopraindicati non sono sufficientemente sviluppati sotto un profilo dimensionale non sono stati inclusi.

Un ulteriore apporto in tal senso è rappresentato dal comunicare attraverso discorsi di rappresentanti dell'Eurosistema la propria posizione e le proprie attività al riguardo. Inoltre, sono in corso numerose attività di ricerca da parte degli esperti dell'Eurosistema, condotte insieme ad esponenti del mondo accademico, ad esempio nel contesto della rete di ricerca della BCE e del Centro di Studi Finanziari dell'Università di Francoforte sul Meno che si occupa dei mercati dei capitali e dell'integrazione finanziaria in Europa (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*), nonché in cooperazione con operatori di mercato.

RUOLO DI CATALIZZATORE

Il secondo contributo è quello di agire da catalizzatore per le attività del settore privato facilitando iniziative collettive e fornendo assistenza per eventuali problemi di coordinamento. Come si è detto, il processo di integrazione finanziaria è prevalentemente guidato dal mercato. È tuttavia possibile che in determinate situazioni

6) Cfr. l'articolo *L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

emergano problemi di coordinamento poiché gli incentivi degli operatori non sono opportunamente allineati. In questi casi le forze di mercato potrebbero non essere in grado di far avanzare il processo di integrazione finanziaria e può quindi rendersi necessaria un'azione collettiva al fine di farlo progredire. La BCE, grazie alla sua peculiare posizione istituzionale, sia in quanto autorità pubblica in un contesto paneuropeo sia, in virtù dei suoi compiti basilari di banca centrale, in quanto operatore attivo nel mercato con numerosi rapporti con altri operatori di mercato, può, con l'intero Eurosistema, assumere questo ruolo cruciale di catalizzatore.

Come esposto nella sezione 3, i mercati europei dei titoli a breve termine sono abbastanza frammentati. Si prevede tuttavia che progressi in direzione dell'integrazione saranno ottenuti mediante l'iniziativa STEP lanciata dall'Associazione dei mercati finanziari (*The Financial Markets Association*, ACI) e dalla Federazione bancaria europea (*European Banking Federation*, FBE). Tale iniziativa mira a promuovere la convergenza di standard e prassi attraverso il rispetto da parte degli operatori di mercato della *STEP Market Convention*, che riguarda aspetti relativi all'informativa, alla documentazione, al regolamento e alle statistiche⁷⁾. Lo European Financial Markets Lawyers Group⁸⁾ ha fornito assistenza legale per quest'iniziativa di mercato. L'Eurosistema ha appoggiato l'iniziativa STEP fin dalla sua nascita. In particolare, l'Eurosistema fornisce assistenza tecnica per i primi due anni per il processo di attribuzione del marchio STEP e la BCE produce statistiche sui rendimenti e sui volumi nel mercato STEP che vengono pubblicate sul sito Internet della BCE. Tali statistiche dovrebbero svolgere un ruolo importante nel promuovere l'integrazione dei mercati europei dei titoli a breve termine tramite una maggiore trasparenza di mercato.

Un ulteriore esempio è il settore dei pagamenti al dettaglio. Come mostrato nella figura 2, diversamente da quanto avvenuto per i sistemi di pagamento di importo rilevante, la situazione dei pagamenti al dettaglio è oggi pressoché immutata rispetto a prima dell'Unione monetaria:

nel 2005 esistevano ancora 15 diversi sistemi di pagamento al dettaglio nell'area dell'euro dei 20 presenti nel 1998. Il settore bancario ha tuttavia lanciato un'iniziativa per creare un'area unica dei pagamenti in euro (AUPE) che consentirà a cittadini, imprese e autorità pubbliche europee di effettuare pagamenti nell'intera area a partire da un singolo conto bancario, utilizzando un unico insieme di strumenti e con la stessa facilità e sicurezza su cui possono contare attualmente nel contesto nazionale. Inoltre, le infrastrutture nazionali saranno fatte migrare a un'infrastruttura di pagamenti paneuropea caratterizzata da una totale interoperabilità tra infrastrutture compatibili con l'AUPE. Si prevedono considerevoli benefici finanziari dall'integrazione dei pagamenti al dettaglio, derivanti dalla standardizzazione dei mercati dei servizi di pagamento e dalla loro apertura a un'accresciuta concorrenza. L'Eurosistema appoggia quest'iniziativa e funge da catalizzatore. Un coordinamento d'alto livello viene mantenuto tra l'Eurosistema e il settore bancario; la BCE ha inoltre organizzato una serie di incontri con gli utenti finali dell'AUPE.

Un esempio del ruolo di catalizzatore nel settore della documentazione giuridica standard di mercato è il Contratto quadro per le operazioni finanziarie (lo *European Master Agreement*, EMA). L'EMA è il primo standard di mercato paneuropeo per le operazioni di negoziazione. Esso contribuisce all'integrazione finanziaria consentendo la negoziazione transfrontaliera sulla base di un contratto quadro che costituisce uno standard sia nazionale che paneuropeo. L'EMA, che è un contratto quadro multilinguistico, multigiurisdizionale e multiprodotto, può essere utilizzato per documentare contratti pronti contro termine, operazioni in cambi, strumenti

7) Il sito del Segretariato STEP (www.stepmarket.org) contiene informazioni sugli standard STEP e memorandum informativi sui programmi STEP.

8) Lo European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG) è stato istituito nel 1999 per discutere della promozione di iniziative per un'accresciuta armonizzazione delle attività dei mercati finanziari europei. I membri sono scelti dalle istituzioni creditizie dell'UE più attive nei mercati finanziari europei, segnatamente i comitati di gestione dell'Euribor e dell'Eonia. Il gruppo è presieduto dalla BCE.

derivati e prestiti di titoli, e serve generalmente a massimizzare le possibilità di compensazione e di gestione dei margini fra prodotti diversi, nonché a ridurre i rischi legati alla documentazione. La BCE ha partecipato alla stesura dell'EMA e lo utilizza per le sue operazioni.

La BCE ha inoltre partecipato a varie iniziative dello European Financial Markets Lawyers Group in materia di armonizzazione delle disposizioni sulla compensazione e della legislazione sulla cartolarizzazione nell'UE, diritti evidenziati da scritture contabili e fornitura di direttive di mercato relative alle autorità firmatarie per gli operatori dei mercati finanziari.

CONSULENZA SULL'ASSETTO PER IL SISTEMA FINANZIARIO

Il terzo contributo consiste nel fornire consulenza sul quadro legislativo e regolamentare per il sistema finanziario europeo. Come già accennato, sebbene l'integrazione finanziaria sia prevalentemente un processo guidato dal mercato, un compito essenziale che ricade esclusivamente sulle autorità pubbliche è la definizione di un quadro legislativo e regolamentare che prepari il terreno per un'ulteriore integrazione finanziaria, stabilendo regole di base comuni e rimuovendo gli ostacoli alle transazioni transfrontaliere.

L'Eurosistema contribuisce regolarmente in numerosi ambiti collegati alle politiche riguardanti i servizi finanziari e alla regolamentazione finanziaria dell'UE. In particolare, ha contribuito alla consultazione pubblica della Commissione europea sulle priorità per le politiche riguardanti i servizi finanziari nei prossimi cinque anni. In tale contributo, l'Eurosistema ha espresso il suo ampio sostegno all'orientamento delle politiche della Commissione, tra cui la necessità di perseguire una convergenza delle prassi di vigilanza e di pervenire a un consolidamento e a un'applicazione uniforme del quadro giuridico esistente per i servizi finanziari, che dovrebbero essere ottenuti sfruttando il potenziale dell'assetto istituzionale esistente, quale la struttura di comitatologia Lamfalussy. L'esito della consultazione sul suo Libro verde ha portato la Com-

missione europea a pubblicare nel dicembre 2005 un *Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010*. Vi è stata un'enfasi particolare sugli aspetti relativi a compensazione e regolamento, servizi bancari al dettaglio (ad esempio credito ipotecario) e fondi d'investimento. L'Eurosistema ha inoltre fornito contributi ai Libri verdi su queste ultime due tematiche.

Inoltre, l'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato prevede che la BCE sia consultata in merito a qualsiasi proposta di atto comunitario e sui progetti di disposizioni legislative delle autorità nazionali che rientrino nelle sue competenze. Esempi specifici nell'ambito dell'integrazione finanziaria sono il Parere della BCE sulla direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria e la proposta per una Decisione del Consiglio riguardante la firma della Convenzione dell'Aia sui titoli detenuti presso un intermediario⁹⁾.

In aggiunta, l'Eurosistema promuove l'integrazione, l'efficienza e la sicurezza dell'infrastruttura europea di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. Ad esempio, in collaborazione con il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) sono stati sviluppati gli standard per la compensazione e il regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea (*Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union*)¹⁰⁾. Essi promuovono un approccio armonizzato e favoriscono l'integrazione dei mercati dei capitali dell'UE, ponendo l'enfasi su soluzioni comuni e sull'interoperabilità fra sistemi.

Infine, la BCE partecipa anche a diversi comitati UE che lavorano per l'integrazione finanziaria europea, quali il Comitato economico e finanziario, il *Financial Services Committee*, nonché

9) Rispettivamente, CON/2001/13 del 13 giugno 2001 e CON/2005/7 del 17 marzo 2005.

10) Cfr. il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>. Un aggiornamento è previsto entro la fine del 2006.

i comitati di regolamentazione e vigilanza che sono stati istituiti nell'ambito della struttura di comitatologia Lamfalussy.

SERVIZI DI BANCA CENTRALE

Il quarto contributo consiste nel fornire servizi di banca centrale, che promuovono anch'essi l'integrazione finanziaria europea.

Un esempio di particolare rilievo è la gestione del sistema di pagamento con regolamento lordo in tempo reale per l'euro, il sistema TARGET. Di fatto, la rapida integrazione del mercato monetario in euro, che è una condizione *sine qua non* per l'attuazione della politica monetaria, giacché solo un mercato interbancario integrato può assicurare un'equa distribuzione della liquidità della banca centrale e un livello omogeneo per i tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro, è stata facilitata dall'istituzione del sistema TARGET, operativo sin dal primissimo giorno dell'Unione monetaria. Il lancio della piattaforma unica condivisa (*Single Shared Platform*) TARGET2, previsto per il novembre 2007, rafforzerà ulteriormente l'integrazione finanziaria, poiché fornirà un livello di servizio armonizzato e una struttura tariffaria unica per i pagamenti nazionali e transfrontalieri.

Un altro esempio è la decisione dell'Eurosistema di introdurre gradualmente una lista unica nel proprio sistema di garanzie per le operazioni di politica monetaria a partire dal gennaio 2007, al fine di sostituire l'attuale sistema basato su due elenchi di attività stanziabili come garanzie¹¹⁾. La lista unica dovrebbe rafforzare le condizioni di parità concorrenziale nell'area dell'euro, promuovere ulteriormente la parità di trattamento di controparti ed emittenti e migliorare la trasparenza complessiva del sistema di garanzie per le operazioni di politica monetaria. La decisione a favore della lista unica nel sistema di garanzie evidenzia quindi anch'essa la determinazione dell'Eurosistema di promuovere l'integrazione finanziaria.

Un ulteriore esempio di questo tipo di attività è il modello di banche centrali corrispondenti (*correspondent central banking model*, CCBM) che

serve al trasferimento transfrontaliero di garanzie all'Eurosistema in aggiunta ai trasferimenti per il tramite dei collegamenti fra sistemi di regolamento delle transazioni in titoli. Inizialmente il CCBM è stato creato come modello temporaneo che avrebbe cessato di funzionare non appena il mercato avesse sviluppato alternative complete e affidabili. Oggi, tuttavia, esso rimane il principale strumento per il trasferimento transfrontaliero di garanzie nell'ambito delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

5 CONCLUSIONI

Il presente articolo fornisce un aggiornamento della valutazione effettuata dalla BCE sullo stato dell'integrazione finanziaria europea e analizza i vari modi in cui la BCE e l'Eurosistema contribuiscono a promuovere tale processo. In generale, l'integrazione finanziaria europea va iscritta nel contesto della strategia di Lisbona. La creazione di mercati finanziari integrati, competitivi ed efficienti è un aspetto fondamentale degli obiettivi di Lisbona al fine di sfruttare pienamente i benefici in termini di maggiore crescita e occupazione. Di importanza specifica per la BCE e l'Eurosistema è il fatto che un sistema finanziario integrato è altamente positivo per l'efficace attuazione della politica monetaria unica all'interno dell'area dell'euro e della trasmissione degli impulsi di politica monetaria: lo è anche in relazione al compito di contribuire a salvaguardare la stabilità finanziaria e all'ordinato funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli.

Negli ultimi anni sono stati compiuti progressi significativi nell'integrazione finanziaria europea, favoriti dall'introduzione dell'euro. Tuttavia, l'integrazione finanziaria presenta tuttora ritardi, in particolare negli ambiti dei servizi finanziari al dettaglio – sia l'attività bancaria al dettaglio che le infrastrutture per i sistemi di pagamento – nonché in quello delle infrastrutture

11) Cfr. l'articolo *La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema* in questo numero del Bollettino.

di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli.

Benché l'integrazione finanziaria sia in primo luogo e soprattutto un processo guidato dal mercato, essa necessita anche dell'efficace interazione tra forze di mercato e iniziative delle

autorità pubbliche. Esempi quali le iniziative STEP e AUPE mostrano che il settore privato può contribuire in modo sostanziale all'integrazione del sistema finanziario europeo. La BCE e l'Eurosistema accolgono con favore tali iniziative di mercato e continueranno ad appoggiarle agendo da catalizzatore.

LA LISTA UNICA NEL SISTEMA DELLE GARANZIE DELL'EUROSISTEMA

Questo articolo chiarisce il processo di sostituzione dell'attuale sistema di garanzie a due livelli con una lista unica. In termini generali, tale processo si articola in due fasi. Durante la prima, conclusasi nel maggio 2005, sono state apportate alcune modifiche alle attività negoziabili. La seconda, prevede l'introduzione nella lista unica delle attività non negoziabili (e in particolare dei prestiti bancari¹⁾) a decorrere da gennaio 2007 e si concluderà entro il primo gennaio 2012. La lista unica costituisce una risposta agli svantaggi del sistema di garanzie a due livelli a fronte del crescente grado di integrazione dei mercati finanziari all'interno dell'area dell'euro. L'obiettivo della lista unica è quello di migliorare le condizioni di parità concorrenziale nell'area, promuovere ulteriormente un eguale trattamento delle controparti e degli emittenti e aumentare la trasparenza complessiva del sistema delle garanzie. Essa tiene inoltre conto della crescente domanda di garanzie sui mercati privati all'ingrosso e del progressivo aumento dell'utilizzo di garanzie da parte dell'Eurosistema. Più in generale, accrescendo il grado di liquidità di un'intera categoria di strumenti – quali ad esempio i prestiti bancari – la lista unica di garanzie promuove il regolare funzionamento del sistema finanziario dell'area dell'euro. Ciò nonostante, l'accettazione di categorie di attività molto eterogenee pone una serie di problemi in termini di strutturazione e manutenzione del sistema delle garanzie, che di conseguenza resterà oggetto di revisione e perfezionamento da parte dell'Eurosistema negli anni a venire.

1 INTRODUZIONE

L'attuale sistema di garanzie a due livelli è stato adottato nel 1998 per assicurare un ordinato passaggio all'euro. Nel giugno 2003 l'Eurosistema ha avviato una procedura di consultazione pubblica in merito agli interventi atti a migliorare il sistema delle garanzie esistente. In seguito alle reazioni positive suscitate da questa iniziativa, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha approvato in linea di principio la transizione verso una lista unica di garanzie e ha deciso che tale transizione sarebbe avvenuta in modo graduale. La prima fase, che ha riguardato le attività negoziabili, è stata attuata nel maggio 2005. La seconda, consistente nell'inclusione dei prestiti bancari, inizierà nel gennaio 2007 per poi concludersi nello stesso mese del 2012.

Questo articolo chiarisce il processo di sostituzione dell'attuale sistema a due livelli con una lista unica di garanzie. La seconda sezione descrive la logica della lista unica, la terza presenta gli andamenti e le tendenze nella disponibilità e nell'utilizzo delle garanzie e la quarta offre informazioni più dettagliate sull'introduzione graduale della suddetta lista. La quinta sezione conclude individuando alcune sfide future per il sistema delle garanzie dell'Eurosistema.

2 LE RAGIONI DI UNA LISTA UNICA DI GARANZIE

In linea con la prassi delle banche centrali di tutto il mondo, l'Eurosistema offre liquidità al settore bancario solo a fronte di garanzie. Ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, le operazioni di credito dell'Eurosistema vengono effettuate sulla base di garanzie adeguate.

Da un lato, il concetto di adeguatezza delle garanzie fa riferimento alla necessità, per l'Eurosistema, di tutelarsi contro le possibili perdite nelle proprie operazioni di finanziamento. L'Eurosistema ha una scarsa propensione al rischio di credito, in quanto desidera preservare adeguatamente sia le risorse affidategli sia la sua indipendenza finanziaria. Inoltre, l'accesso al credito delle banche centrali deve fondarsi su principi di trasparenza e parità di trattamento. L'erogazione di prestiti non garantiti sarebbe incompatibile non soltanto con questi principi ma anche con la necessità della banca centrale di rendere conto del proprio operato, poiché richiederebbe un certo grado di discrezionalità nella

1) Benché nell'intero articolo si utilizzi l'espressione "prestito bancario", il termine giuridico corretto è "credito".

gestione del rischio di controparte. Dall'altro lato, la collateralizzazione delle operazioni di finanziamento delle banche centrali deve consentire all'Eurosistema di assolvere efficacemente i propri compiti. Tra questi ultimi, definiti nell'articolo 105, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea, figurano l'attuazione della politica monetaria e la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Pertanto, affinché l'Eurosistema possa offrire la liquidità che ritiene necessaria attraverso le proprie operazioni di politica monetaria e quelle connesse ai sistemi di pagamento, le attività stanziabili in garanzia a disposizione delle controparti devono essere sufficienti. Se la politica delle garanzie determinasse una carenza di attività stanziabili nell'insieme del settore bancario o in una porzione significativa dello stesso, l'efficienza del sistema delle garanzie dell'Eurosistema sarebbe messa in discussione. Uno dei principi su cui si fonda la politica monetaria dell'Eurosistema è infatti rappresentato dalla necessità di assicurare la partecipazione di un'ampia gamma di controparti. Inoltre, l'utilizzo di un sistema di regolamento lordo in tempo reale (*real-time gross settlement system*, RTGS) come TARGET per i pagamenti in euro di importo rilevante richiede l'erogazione di credito infragiornaliero da parte della banca centrale. Di conseguenza, l'ordinato funzionamento di TARGET dipende in misura fondamentale dalla disponibilità di garanzie sufficienti a livello non soltanto aggregato ma anche di singole banche.

Il sistema di garanzie articolato su due liste è stato adottato dall'Eurosistema per assicurare un ordinato passaggio all'euro. Il fatto che le controparti abbiano potuto utilizzare le attività di fatto detenute nei loro bilanci per partecipare alle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema ha concorso a ridurre al minimo i costi di adeguamento al nuovo assetto. Sono state individuate due liste di attività stanziabili al fine di tener conto delle diverse strutture finanziarie esistenti nei vari Stati membri all'avvio dell'UEM. Mentre la lista di primo livello comprende strumenti di debito negoziabili che soddisfano criteri di idoneità validi per tutta l'area dell'euro, quella di secondo livello è composta

da attività che rivestono un'importanza particolare per determinati mercati finanziari e sistemi bancari nazionali e che devono rispondere a criteri soltanto nazionali. Categorie diverse di attività sono state incluse nelle liste di secondo livello nei diversi paesi, anche se in linea di principio sono tutte utilizzabili su base transfrontaliera nell'intera area dell'euro.

L'attuale sistema a due livelli ha assolto bene la sua funzione di assicurare alle controparti una disponibilità di garanzie tale da coprire il fabbisogno previsto per le operazioni di politica monetaria e per quelle connesse ai sistemi di pagamento. Ad esempio, persino in concomitanza con il cambio di data del 2000, il sistema delle garanzie ha dimostrato una tenuta sufficiente a far fronte al consistente aumento temporaneo della domanda di garanzie. Tuttavia, tale sistema presenta anche degli svantaggi significativi. Il fatto che alcune categorie di attività siano idonee soltanto in determinati paesi rischia di minare le condizioni di parità concorrenziale all'interno dell'area. Particolari preoccupazioni sono state espresse dagli operatori a proposito delle attività non negoziabili, quali i prestiti bancari, che sono considerate idonee in un numero ristretto di paesi. Poiché i prestiti bancari vengono normalmente detenuti da controparti nazionali e di conseguenza risultano di difficile accesso su base transfrontaliera, sono soprattutto le controparti dei paesi in cui tali prestiti figurano nella lista di secondo livello a poter trarre vantaggio dal basso costo opportunità connesso al loro utilizzo come garanzie. Sussiste pertanto il rischio che l'attuale sistema consenta l'esistenza di "nicchie", dando a una determinata categoria di controparti un accesso privilegiato alle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema mediante l'impiego di garanzie non disponibili ad altre controparti. Inoltre, il sistema a due livelli – che si traduce necessariamente in criteri di idoneità eterogenei nei vari paesi – non contribuisce alla trasparenza.

Al fine di superare i problemi connessi al sistema a due livelli, e a fronte del crescente grado di integrazione dei mercati finanziari all'interno dell'area dell'euro, l'Eurosistema sta lavorando

per l'introduzione di una lista unica di garanzie. La lista unica è intesa a migliorare le condizioni di parità concorrenziale nell'area, promuovere ulteriormente un eguale trattamento delle controparti e degli emittenti e aumentare la trasparenza complessiva del sistema delle garanzie. Essa tiene inoltre conto del fatto che, con l'aumento del livello di collateralizzazione nei mercati privati all'ingrosso e l'utilizzo relativamente elevato di garanzie da parte dell'Eurosistema, le attività stanziabili a disposizione delle banche sono oggi richieste da più parti. Più in generale, accrescendo la liquidità di un'intera categoria di strumenti (quali ad esempio i prestiti bancari), la lista unica promuove l'ordinato funzionamento del sistema finanziario dell'area.

3 ANDAMENTI DELLA DISPONIBILITÀ E DELL'UTILIZZO DI GARANZIE

Sia la disponibilità sia l'utilizzo effettivo delle garanzie nelle operazioni di credito infragiornaliero e di politica monetaria sono aumentati costantemente dall'introduzione dell'euro. L'ammontare nominale in essere di tutte le attività negoziabili idonee è salito da circa 5.500 miliardi di euro nel 1999 ad approssimativamente 8.500 miliardi alla fine del 2005, anche se una quota considerevole non è effettivamente detenuta dalle controparti. Circa l'11 per cento (902 miliardi) è stato depositato presso l'Eurosistema come garanzia²⁾. La lista delle attività negoziabili idonee (oggi approssimativamente 24.000) viene pubblicato con frequenza giornaliera sul sito Internet della BCE (www.ecb.int).

Poiché i criteri di idoneità sono stati mantenuti generali, il sistema delle garanzie dell'Eurosistema risulta reattivo alle innovazioni del mercato e segue gli andamenti dello stesso. L'ammontare nominale in essere e la gamma di strumenti stanziabili sono pertanto aumentati in linea con l'evoluzione generale dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Dopo l'introduzione della moneta unica, i mercati dei titoli di debito hanno registrato un'espansione notevole e una rapida diversificazione. In particolare, i mercati dei titoli privati (le obbligazioni societarie, gli

strumenti di debito emessi dalle istituzioni finanziarie e i sempre più diffusi titoli garantiti da attività) hanno rappresentato il principale fattore alla base di tali tendenze, con il sostegno della vigorosa crescita di mercati liquidi e integrati per gli strumenti derivati³⁾.

Dal lato della domanda, l'utilizzo di garanzie da parte dell'Eurosistema è rimasto relativamente stabile tra il 1999 e il 2002. Successivamente, tuttavia, ha evidenziato una crescita costante (di circa il 33 per cento), passando da 650 miliardi di euro nel 2002 a 866 nel 2005 (medie annue). Tale crescita è principalmente riconducibile all'aumento delle dimensioni delle operazioni di politica monetaria necessario per soddisfare il crescente fabbisogno di liquidità del settore bancario. Quest'ultimo è a sua volta determinato in larga misura dalla tendenza all'aumento dei volumi di banconote in circolazione dopo l'introduzione del contante in euro nel 2002. L'utilizzo di garanzie per il credito infragiornaliero si è invece stabilizzato, grazie ai guadagni di efficienza nelle operazioni connesse ai sistemi di pagamento. A questo proposito l'introduzione, nei moderni sistemi di pagamento di importi rilevanti, di caratteristiche che consentono risparmi di liquidità ha ridotto il fabbisogno di liquidità dei partecipanti al sistema. Costituiscono un esempio degno di nota in tal senso gli algoritmi di compensazione nei sistemi RTGS.

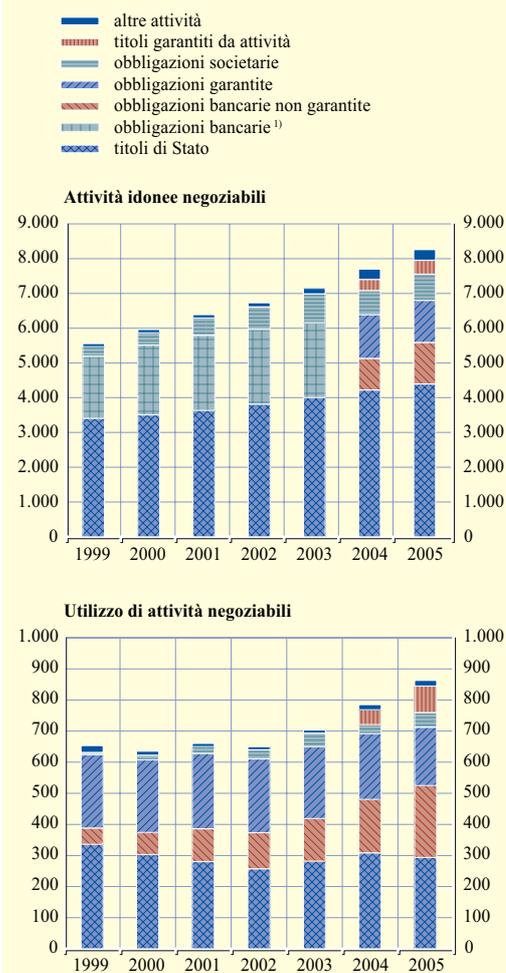
Come mostrano le diversità fra i due diagrammi della figura 1, la composizione delle attività utilizzate come garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema non riflette fedelmente quella dei mercati degli strumenti di debito. Dal raffronto tra le attività idonee e quelle effettivamente utilizzate nelle operazioni di finanziamento con l'Eurosistema emerge che, in proporzione, le controparti tendono a fornire in garanzia al-

2) Ciò nonostante, non tutte le garanzie depositate sono di fatto utilizzate. Le controparti tendono a mantenere nell'Eurosistema più garanzie di quante ne utilizzino effettivamente.

3) Ad esempio, tra il 1999 e il 2005 l'ammontare di obbligazioni societarie in essere è salito del 97%, a 534 miliardi di euro, contro un incremento del 38 per cento (a 4.195 miliardi) dei titoli di Stato dell'area denominati in euro.

Figura 1 Attività idonee negoziabili e loro utilizzo

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Per i dati relativi alle obbligazioni bancarie anteriori al 2004 non è disponibile la ripartizione tra titoli garantiti e titoli non garantiti.

l'Eurosistema più titoli con un grado inferiore di liquidità sui mercati secondari (ad esempio obbligazioni bancarie non garantite e titoli garantiti da attività) e meno titoli di Stato. Tale tendenza si è rafforzata nel tempo: nel 2005 la quota di titoli di Stato sul totale delle garanzie depositate è scesa al 33 per cento (dal 50 per cento del 1999), mentre quelle dei titoli garantiti da attività e delle obbligazioni bancarie non garantite hanno raggiunto rispettivamente il 10 e il 27 per cento. Nello stesso anno, queste tre

categorie rappresentavano rispettivamente il 52, il 5 e il 15 per cento del mercato totale degli strumenti di debito⁴⁾.

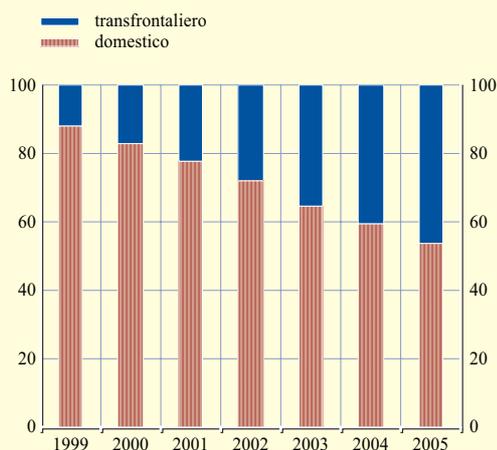
Il crescente utilizzo delle garanzie su base transfrontaliera, in virtù del quale una controparte di un determinato paese dell'area dell'euro offre in garanzia attività depositate in un altro paese dell'area, costituisce una buona indicazione dei progressi compiuti verso l'integrazione dei mercati finanziari europei. Alla fine del 2005, quasi il 50 per cento delle garanzie era utilizzato su base transfrontaliera (contro appena il 12 per cento circa nel 1999). In varie economie dell'area, le attività depositate in altri paesi sono di fatto diventate la principale fonte di garanzie. Oltre a indicare un continuo processo di diversificazione geografica delle disponibilità delle banche, ciò riflette anche le maggiori emissioni di euroobbligazioni detenute presso i depositari centrali internazionali.

Un'ulteriore determinante del più frequente utilizzo di garanzie su base transfrontaliera può essere ricercata nella sempre maggiore efficienza delle procedure di trattamento. Il miglioramento delle procedure per il modello di banche centrali corrispondenti (*Correspondent central banking model*, CCBM) – che costituisce il principale canale per il trasferimento transfrontaliero delle garanzie nelle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero dell'Eurosistema – ha consentito di ridurre i tempi di esecuzione. Inoltre, il trasferimento di garanzie per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema potrà avvenire non soltanto attraverso i 59 collegamenti diretti (*eligible links*) tra i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli dell'UE ma anche mediante dei collegamenti indiretti (*relayed links*), vale a dire delle combinazioni di collegamenti, che saranno dichiarati idonei presumibilmente durante la prima metà del 2006. Nonostante la recente crescita, tuttavia, i collegamenti tra sistemi di

4) Cfr. l'articolo *Politiche di bilancio e mercati finanziari* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino, sull'utilizzo dei titoli di Stato con *rating* diversi come garanzie nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema.

**Figura 2 Utilizzo domestico
e transfrontaliero delle garanzie**

(percentuali)



Fonte: BCE.

regolamento sono nell'insieme relativamente poco utilizzati rispetto al CCBM: nel 2005 il loro utilizzo rappresentava circa l'8 per cento delle garanzie totali detenute dall'Eurosistema, contro il 36,8 per cento del CCBM. E' inoltre interessante rilevare come il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) abbia rivolto un'attenzione crescente all'uso, anche transfrontaliero, di garanzie nelle operazioni finanziarie. Il riquadro 1 presenta in forma sintetica i risultati di un recente rapporto del CSPR sui sistemi di utilizzo delle garanzie a livello transfrontaliero.

Negli ultimi anni la domanda di garanzie per le operazioni di banca centrale si è trovata in misura crescente in concorrenza con l'utilizzo sempre maggiore delle garanzie nei mercati privati all'ingrosso. La generale espansione dell'attività di negoziazione ha acuito la necessità di tecniche di attenuazione dei rischi sui mercati sia a pronti che derivati. Si è inoltre ampliata la gamma di operatori, aumentando l'esigenza di gestire in modo più attivo il rischio di controparte. In aggiunta, i sistemi di compensazione con controparte centrale, che di norma utilizzano le garanzie per gestire il rischio di liquidità e

di credito di controparte tra la fase di negoziazione e quella di regolamento, stanno ampliando il proprio ambito di attività dalle operazioni in derivati e dai pronti contro termine alle operazioni definitive.

Il crescente ricorso alle garanzie ha coinciso con la rapida espansione registrata dal mercato europeo delle operazioni pronti contro termine (PcT) negli ultimi anni. Indagini dell'Eurosistema rivelano che, con circa il 35 per cento del volume aggregato di scambi, i prestiti garantiti costituiscono oggi la componente principale del mercato monetario in euro ⁵⁾. Secondo le indagini semestrali condotte dallo European repo council dell'International Capital Market Association, negli ultimi tempi la crescita di questo segmento di mercato su base annua è stata compresa fra il 16 e il 19 per cento in termini di valore dei contratti in essere ⁶⁾. Le operazioni transfrontaliere hanno rappresentato il 53 per cento circa del totale. In termini di tipologie di attività utilizzate come garanzia, la composizione del mercato privato europeo delle operazioni pronti contro termine differisce da quella dell'insieme delle attività date in garanzia all'Eurosistema nelle sue operazioni di finanziamento. Su questo mercato i titoli di Stato restano la fonte principale di garanzie (86 per cento), a indicare che le attività liquide – agevolmente trasferibili su base transfrontaliera e con un rischio di credito facile da valutare – costituiscono ancora la garanzia di elezione nei mercati europei dei PcT.

Alla luce del generale aumento della domanda di garanzie, nella consultazione pubblica del 2003 sulle misure intese a migliorare il sistema delle garanzie, il settore finanziario ha auspicato vivamente un'ulteriore espansione della gamma di attività idonee. Nel decidere i provvedimenti relativi alla lista unica, l'Eurosistema ha tenuto conto di tale auspicio.

5) Cfr. *Euro Money Market Survey*, BCE, maggio 2005.

6) Il valore dei contratti in essere rilevato dall'indagine era pari a 5.883 miliardi di euro nel dicembre 2005. Si tratta di una stima solo molto approssimativa delle dimensioni totali del mercato, in quanto non sono stati risolti i problemi dei doppi conteggi e la copertura del mercato è ancora incompleta.

SINTESI DEI RISULTATI CONTENUTI NEL RAPPORTO DEL GIO SULLE GARANZIE

Negli ultimi decenni, il processo di internazionalizzazione ha indotto le banche e gli altri operatori a estendere le proprie attività al di fuori dei paesi in cui risiedono e a gestire liquidità e garanzie in molteplici valute e giurisdizioni. Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha esaminato le regole istituzionali in virtù delle quali le BCN possono accettare “garanzie estere” in via ordinaria e/o di emergenza a sostegno del credito infragiornaliero e/o *overnight* e ha reso noti i risultati del suo esame in un rapporto ¹⁾ pubblicato nel gennaio 2006.

Segue una sintesi dei risultati principali contenuti nel rapporto:

- Il processo di internazionalizzazione ha determinato una maggiore integrazione dei mercati finanziari, una più intensa attività transfrontaliera da parte delle banche e l'utilizzo della collateralizzazione a fini di attenuazione del rischio. La domanda di garanzie ha risentito inoltre delle innovazioni tecniche e, in particolare, dell'introduzione del regolamento lordo in tempo reale (*real time gross settlement*, RTGS) nei sistemi di pagamento e delle modalità di consegna contro pagamento nel regolamento delle transazioni in titoli. Ciò ha reso più complessa la gestione della liquidità e delle garanzie da parte delle banche. Stando alle interviste condotte dal gruppo di lavoro, in condizioni di mercato normali non sussisterebbe una carenza di garanzie, che potrebbe tuttavia venirsi a creare in situazioni di emergenza.
- L'utilizzo di garanzie estere varia notevolmente fra le banche centrali dei paesi del G10. Ad esempio, mentre Svizzera e Regno Unito ricorrono in misura consistente a tali garanzie nelle operazioni ordinarie di banca centrale, altri paesi ne fanno un uso molto più limitato.
- Il quadro appare eterogeneo anche per le banche operative sui mercati internazionali, che hanno visto crescere le proprie attività in dimensioni e complessità nel corso degli anni. Tali istituzioni hanno elaborato strategie e modelli operativi diversi per tener conto delle prassi e degli obblighi di legge vigenti nei vari mercati locali. Alcune hanno aperto delle filiali, mentre altre si affidano ai servizi di corrispondenza offerti dalle banche locali. Di fatto, per l'esistenza di banche che si occupano direttamente della compensazione soltanto per un numero ristretto di valute principali, in molti paesi la partecipazione estera al sistema di pagamento è relativamente limitata. Per le altre valute, tali istituzioni tendono ad appoggiarsi alle reti di banche corrispondenti. Solo alcune partecipano direttamente a più sistemi di pagamento e regolamento delle transazioni in titoli in varie parti del mondo.
- Nei paesi del G10 le infrastrutture di mercato restano per lo più nazionali. Ciò rende difficile il trasferimento delle garanzie da un paese all'altro. Nonostante il grado notevole di sovrapposizione fra gli orari di operatività dei sistemi di regolamento e quelli dei sistemi per i pagamenti di importo rilevante all'interno del G10, resta possibile un ulteriore esercizio di sincronizzazione soprattutto dove i problemi legati al cambiamento di fuso orario sono più seri.

Alla luce dei suddetti risultati e della situazione eterogenea attualmente esistente, il rapporto auspica una soluzione flessibile. La varietà di prassi induce a escludere l'ipotesi di una politica

1) *Cross-border collateral arrangements*, CSPR, gennaio 2006, www.bis.org/publ/cps71.pdf.

comune per le banche centrali del G10, a favore di un approccio “à la carte” che offrirebbe a ciascuna lo spazio di manovra necessario per decidere se e a quali condizioni accettare le garanzie estere. Ciò non preclude tuttavia il coordinamento e la cooperazione fra banche centrali a livello bilaterale o multilaterale, che accresce l'efficacia degli interventi di ognuna. Rientrano in questo ambito procedure che prevedono ad esempio lo scambio di informazioni fra banche centrali e l'ulteriore sviluppo dell'interoperabilità fra le infrastrutture nazionali.

In parallelo agli interventi delle banche centrali descritti dal rapporto del CSPR, sono state adottate delle iniziative di mercato nel settore privato. Attività in tale ambito sono state promosse nel 2005 dal Payment Risk Committee²⁾.

2) *Global payment liquidity: private sector solutions*, rapporto della Global Payments Liquidity Task Force, Payment Risk Committee, ottobre 2005.

4 INTRODUZIONE GRADUALE DELLA LISTA UNICA DI GARANZIE

La lista unica sostituirà gradualmente l'attuale sistema basato su due elenchi di attività idonee. Tale gradualità è necessaria soprattutto perché, oltre alle attività negoziabili, la lista sarà estesa anche a quelle non negoziabili⁷⁾. L'accettazione come garanzia delle nuove tipologie di attività negoziabili è piuttosto semplice, in quanto per tali strumenti esistono le infrastrutture necessarie a verificarne l'esistenza, trasferirle e utilizzarle come garanzia. Inoltre, la negoziabilità ne agevola la definizione del prezzo e la valutazione. Anche le informazioni per determinarne la qualità creditizia sono di norma di dominio pubblico. Questi presupposti fondamentali sono raramente soddisfatti nel caso di strumenti non negoziabili quali i prestiti bancari. Ne deriva la necessità di elaborare procedure e sistemi operativi a livello di banca centrale per rendere più semplice l'utilizzo di tali strumenti come garanzie, un esercizio che prevede lunghi tempi di realizzazione.

In generale, il processo di introduzione della lista unica è articolato in due fasi. Durante la prima, l'Eurosistema ha definito le categorie di attività negoziabili da includere nella lista. Ciò ha richiesto un'attenta valutazione degli strumenti negoziabili di secondo livello esistenti al momento, al fine di decidere quali trasferire nella lista unica, nonché l'esame di nuove categorie di attività negoziabili che in precedenza non erano considerate idonee. Questa prima fase,

conclusasi il 30 maggio 2005, ha comportato: (i) l'esclusione dei titoli azionari dal novero delle attività idonee; (ii) l'individuazione dei mercati non regolamentati che sono accettabili dall'Eurosistema dal punto di vista della gestione delle garanzie; (iii) il perfezionamento del criterio concernente gli strumenti di debito emessi da enti creditizi; (iv) l'inclusione degli strumenti di debito denominati in euro emessi da soggetti residenti nei paesi del G10 non appartenenti allo Spazio economico europeo (SEE).

Nella seconda fase sarà introdotto un sistema per l'esame, la valutazione e la movimentazione delle attività non negoziabili (in particolare dei prestiti bancari) da utilizzare come garanzie. L'avvio è previsto per gennaio 2007, quando i prestiti bancari diventeranno attività idonee ai fini delle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema in tutti i paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, un regime unificato per tali strumenti sarà introdotto soltanto il 1° gennaio 2012.

4.1 LA PRIMA FASE DELLA TRANSIZIONE ALLA LISTA UNICA: ATTENZIONE VERSO LE ATTIVITÀ NEGOZIABILI

Come indicato in precedenza, durante la prima fase della transizione alla lista unica sono stati affrontati quattro aspetti.

7) Cfr. il comunicato stampa della BCE *Revisione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema: seconda fase della transizione alla lista unica*, del 5 agosto 2004.

I tempi per l'introduzione graduale della lista unica

Avvio di una procedura di consultazione pubblica	Il Consiglio direttivo approva l'introduzione di una lista unica	Prima fase: attenzione verso le attività negoziabili	Seconda fase: introduzione dei prestiti bancari	Regime unificato per i prestiti bancari
11 giugno 2003	10 maggio 2004	30 maggio 2005	1 gennaio 2007	1 gennaio 2012

In primo luogo, nell'agosto 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di circoscrivere il sistema delle garanzie agli strumenti di debito escludendo i titoli azionari, che erano potenzialmente stanziabili quali attività di secondo livello in alcuni paesi⁸⁾. La prima considerazione alla base di tale esclusione è stata rappresentata dall'esiguità del numero di azioni ammissibili. La seconda va ricercata nel fatto che le azioni sono intrinsecamente più rischiose degli strumenti di debito e pertanto devono soddisfare criteri di idoneità restrittivi, che limitano il volume di titoli aggiuntivi potenzialmente stanziabili. La terza è costituita dal fatto che, per la loro natura giuridica di diritto di proprietà su un'impresa, le azioni hanno caratteristiche giuridiche e operative che ne rendono più complesso – rispetto agli strumenti di debito – l'utilizzo come garanzie da parte dell'Eurosistema. La quarta e ultima considerazione è stata che l'inclusione dei titoli azionari nella lista unica avrebbe reso difficile, per motivi di coerenza, l'esclusione di altri strumenti finanziari con uno status intermedio fra le azioni e le obbligazioni (ad esempio le obbligazioni convertibili e i prestiti subordinati). Una tale ampia accettazione di prodotti finanziari di rango diverso avrebbe accresciuto indebitamente la complessità del sistema delle garanzie e di quello per il controllo del rischio. Su questo sfondo, il Consiglio direttivo ha deciso che non sussistevano motivazioni economiche interamente convincenti per l'inclusione delle azioni nella lista unica e il 30 aprile 2005 questi titoli sono stati ritirati dalle liste di secondo livello. Ciò ha reso pertanto indisponibile un ammontare nominale di garanzie pari a 124,3 miliardi di euro. Di fatto, tuttavia, le azioni erano scarsamente utilizzate come garanzie nei paesi in cui risultavano idonee.

In secondo luogo, al fine di integrare gli strumenti di debito negoziabili di secondo livello nella lista

unica, l'Eurosistema ha specificato con maggiore dettaglio i criteri che devono essere soddisfatti dai mercati affinché le attività in essi negoziate siano utilizzabili come garanzie per le sue operazioni⁹⁾. La logica di tali criteri non consiste tanto in una valutazione della qualità intrinseca dei singoli mercati, quanto nella scelta di piazze facilmente accessibili all'Eurosistema in modo da assicurare l'esecuzione effettiva delle operazioni e la trasparenza del processo di formazione dei prezzi. A questo scopo l'Eurosistema ha definito tre principi generali: sicurezza, trasparenza e accessibilità. Mentre i mercati regolamentati¹⁰⁾ sono automaticamente ritenuti idonei, quelli non regolamentati sono valutati (con frequenza almeno annuale) alla luce di tali principi. Il 30 maggio 2005 l'Eurosistema ha pubblicato l'elenco dei mercati non regolamentati accettabili per le sue operazioni di finanziamento, che non include alcuni mercati over the counter attualmente ritenuti idonei per le attività negoziabili di secondo livello¹¹⁾. Le attività ammesse, quotate o negoziate su questi ultimi resteranno idonee fino a maggio 2007. Nel dicembre 2005 l'ammontare nominale delle attività da eliminare gradualmente era pari a 57,6 miliardi di euro.

8) Cfr. il comunicato stampa della BCE *Revisione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema: seconda fase della transizione alla lista unica*, del 5 agosto 2004. Le modifiche in esso contenute erano state spiegate e preannunciate nel comunicato stampa *Revisione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema: il primo passo verso l'introduzione della lista unica*, del 10 maggio 2004.

9) Cfr. il comunicato stampa della BCE *Prima fase di transizione alla lista unica di garanzie prevista nella nuova versione delle "Caratteristiche generali"*, del 30 maggio 2005.

10) I mercati regolamentati soddisfano gli standard minimi comuni e ottemperano al regime di vigilanza definiti nella direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari).

11) Cfr. il comunicato stampa della BCE *Revisione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema: il primo passo verso l'introduzione della lista unica*, del 10 maggio 2004.

In terzo luogo, sono state semplificate le restrizioni specifiche imposte agli strumenti di debito emessi da enti creditizi (che, a differenza delle obbligazioni garantite, non sono assistiti da garanzie ¹²⁾). E' rimasto inalterato solo il criterio secondo il quale tali strumenti devono essere ammessi o quotati in un mercato regolamentato, come definito nella direttiva sui mercati degli strumenti finanziari.

Infine, per soddisfare la crescente domanda di garanzie, l'Eurosistema ha preso in considerazione la possibilità di accettare strumenti di debito negoziabili esteri. In particolare, l'estensione della sede dell'emittente ai soggetti residenti in paesi del G10 non appartenenti al SEE (vale a dire Stati Uniti, Canada, Giappone e Svizzera) ha consentito l'aggiunta di una quantità significativa di attività denominate in euro emesse da tali soggetti. Pur richiedendo modifiche minime al sistema delle garanzie, l'inclusione di tali strumenti tra le attività idonee ha comportato alcuni rischi giuridici e complessità operative connessi alla validità giuridica e alla realizzabilità della garanzia, nonché agli obblighi di comunicazione in materia di ritenute fiscali e in altri ambiti. A questo proposito, un ulteriore requisito è rappresentato dalla presentazione all'Eurosistema di una valutazione giuridica soddisfacente.

I primi strumenti di debito di emittenti del G10 non appartenenti al SEE sono stati inclusi nella lista delle attività idonee della BCE il 1° luglio 2005. Ad oggi sono circa 460, per un ammontare nominale in essere di 142 miliardi di euro. L'Eurosistema sta conducendo un'ulteriore analisi giuridica di altri emittenti (compresi quelli parastatali) e di strumenti di debito che, una volta completata, potrebbe determinare l'aggiunta di nuove attività alla lista.

4.2 LA SECONDA FASE DELLA TRANSIZIONE ALLA LISTA UNICA: INTRODUZIONE DELLE ATTIVITÀ NON NEGOZIABILI

Nell'agosto 2004 il Consiglio direttivo ha deciso di includere i prestiti bancari fra le categorie di attività della lista unica. Poiché nell'area

dell'euro il finanziamento bancario è ancora superiore a quello basato sul mercato, i prestiti restano frequentemente la classe di attività più importante nei bilanci delle banche. Accettandoli come garanzia, l'Eurosistema rafforza il principio di consentire l'accesso di un'ampia gamma di controparti alle operazioni di politica monetaria e di credito infragiornaliero. Le garanzie costituite da prestiti bancari hanno un costo opportunità relativamente basso, in quanto tali strumenti sono negoziati raramente e hanno poche opportunità di impieghi alternativi. La disponibilità per l'Eurosistema nel suo complesso nonché per le singole banche di quantitativi sufficienti di garanzie con un basso costo opportunità è particolarmente importante per il regolare funzionamento di TARGET, il sistema per i pagamenti di importo rilevante dell'Eurosistema. Inoltre, accrescendo la liquidità di un'intera categoria di strumenti (quali ad esempio i prestiti bancari) nei bilanci delle banche, la lista unica di garanzie promuove l'ordinato funzionamento del sistema finanziario dell'area dell'euro. Ciò può anche agevolare indirettamente analoghi sviluppi nell'ambito delle operazioni tra privati.

I prestiti bancari differiscono tuttavia dagli strumenti negoziabili per vari aspetti importanti che pongono l'Eurosistema di fronte a sfide giuridiche e operative al momento di accettarli in garanzia. Nella fattispecie, essi:

- comprendono una serie di prodotti eterogenei commisurati alle esigenze dei singoli mutuatari e, di conseguenza, mancano di standardizzazione e documentazione uniforme;
- al pari di quanto spesso avviene per i mutuatari, non sono di norma oggetto di *rating* da

12) L'articolo 22, paragrafo 4, della direttiva OICVM (Direttiva 85/611/CEE del Consiglio del 20 dicembre 1985 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari) definisce i criteri relativi alle obbligazioni garantite emesse da enti creditizi. Gli strumenti di debito emessi da enti creditizi che ottemperano rigorosamente a tali criteri sono stanziabili nelle operazioni di finanziamento con l'Eurosistema senza ulteriori restrizioni.

parte delle agenzie specializzate; pertanto, per valutare il merito di credito dei debitori potrebbe essere necessario ricorrere ad altre fonti di informazione sul rischio di credito;

- possono prevedere condizioni che ne vietano la vendita, ed è quindi necessario verificare che i documenti relativi consentano la cessione totale o parziale.

Inoltre:

- il mercato secondario dei crediti è stato finora scarsamente significativo in Europa, quindi per queste attività esistono raramente delle fonti di prezzo esterne;
- mentre i sistemi di registrazione, deposito o contabilizzazione garantiscono l'esistenza delle attività negoziabili, non vi sono tutele consolidate che assicurino il permanere di un determinato prestito bancario.

Dall'insieme degli aspetti descritti discendono due implicazioni fondamentali per l'Eurosistema. In primo luogo, è necessario definire criteri di idoneità specifici per i prestiti bancari affinché il loro utilizzo come garanzia soddisfi standard simili a quelli previsti per gli strumenti di debito negoziabili. In secondo luogo, occorre elaborare procedure operative che consentano una valutazione coerente del rischio di credito e il trasferimento e la movimentazione dei prestiti in condizioni di sicurezza.

Nel luglio 2005 la BCE ha pubblicato i criteri di idoneità specifici che si applicheranno ai prestiti bancari dal 1° gennaio 2007¹³⁾. La sede del debitore (o, alternativamente, del garante) è limitata ai paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il diritto applicabile al contratto di prestito deve essere quello di un paese partecipante all'area. In aggiunta, sono considerati debitori idonei soltanto le società non finanziarie e le amministrazioni pubbliche. Restano in particolare esclusi i prestiti interbancari, al fine di evitare un aumento potenzialmente artificioso del totale delle garanzie disponibili alle controparti. Per quanto concerne le tipologie di prestiti stan-

ziabili, le linee di credito inutilizzate, gli scoperti di conto corrente e le lettere di credito non sono ritenuti ammissibili. Come nel caso degli strumenti di debito negoziabili, non sono considerati idonei i prestiti bancari che garantiscono il rimborso del capitale e/o il pagamento degli interessi subordinatamente ai diritti dei detentori di altri prestiti bancari o strumenti di debito dello stesso emittente. L'Eurosistema ha altresì deciso di applicare una soglia minima per l'ammontare dei prestiti. Dal momento che i costi di analisi, valutazione e trattamento dei prestiti bancari sono superiori a quelli degli strumenti di debito negoziabili, occorre trovare un equilibrio fra massimizzazione del valore dei prestiti disponibili e contenimento dei costi. Tra il 2007 e il 2012 ciascuna banca centrale nazionale (BCN) definirà liberamente tale importo; successivamente verrà invece introdotta una soglia minima comune di 500.000 euro. L'Eurosistema esaminerà inoltre l'opportunità di applicare commissioni armonizzate per i prestiti bancari entro il 2012. Nel frattempo, le BCN possono decidere se applicare commissioni a copertura dei costi di trattamento di tali attività.

Oltre ai requisiti di ammissibilità menzionati in precedenza, ne sono necessari altri – di natura "giuridica" – per consentire all'Eurosistema di assicurarsi un diritto di prelazione sulle attività prestate a garanzia in caso di inadempienza della controparte. Tali requisiti riguardano i tempi della notifica del debitore in merito alla movimentazione dei prestiti, le questioni connesse al segreto bancario quanto alle informazioni sui debitori e l'eliminazione delle potenziali restrizioni alla movimentazione e alla realizzazione dei prestiti. Data l'assenza di un quadro giuridico comune all'intera UE in materia di prestiti bancari e utilizzo degli stessi come garanzie, questi aspetti non sono trattati in maniera uniforme nell'ambito delle diverse giurisdizioni nazionali. Di conseguenza, gli obblighi legali e le modalità previste per la loro osservanza variano da un paese all'altro. I requisiti di idoneità

13) Cfr. il comunicato stampa della BCE *Sistema delle garanzie dell'Eurosistema: inclusione delle attività non negoziabili nella lista unica*, del 22 luglio 2005.

specifici saranno definiti nella pubblicazione della BCE dal titolo "L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema" (di seguito "Caratteristiche generali"), che sarà aggiornata nell'autunno del 2006, e ulteriormente specificati a livello nazionale. In via eccezionale, perché un prestito sia considerato stanziabile potrebbe rendersi necessaria l'aggiunta di apposite clausole al contratto fra la controparte e il debitore. Oltre che per verificare i diversi requisiti di idoneità, serviranno procedure specifiche per accertare l'esistenza di tali attività. Le verifiche saranno effettuate mediante autocertificazione delle controparti e controlli ad hoc da parte delle BCN e delle autorità di vigilanza¹⁴.

Al pari delle altre attività idonee, i prestiti bancari devono soddisfare il criterio dell'elevata qualità creditizia definito dall'Eurosistema. Poiché nel caso dei prestiti bancari i debitori non sono di norma oggetto di *rating* da parte delle agenzie specializzate, l'Eurosistema ha

dovuto fondare la valutazione del rischio di credito su un ventaglio più ampio di fonti di informazione in materia e aggiungere procedure di valutazione per gli strumenti di debito non negoziabili analogamente a quanto già previsto per quelli negoziabili. Ciò ha rappresentato una delle difficoltà principali al momento di accettare i prestiti bancari nell'intera area dell'euro. Il riquadro 2 descrive i principi fondamentali, le procedure e le regole che definiscono il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF), con particolare attenzione per la nuova componente relativa ai prestiti bancari. Nella sua versione modificata, l'ECAF entrerà in vigore il 1° gennaio 2007 quando questi strumenti diventeranno ammissibili in tutta l'area dell'euro.

- 14) Come progetto di lungo periodo, l'Eurosistema sta esaminando assieme alla Commissione europea la possibilità di armonizzare a livello dell'UE il quadro giuridico concernente la stanziabilità dei prestiti bancari a garanzia, in particolare per le operazioni con l'Eurosistema.

Riquadro 2

PRINCIPI E ASPETTI FONDAMENTALI DEL QUADRO DI RIFERIMENTO DELL'EUROSISTEMA PER LA VALUTAZIONE DEL CREDITO

Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (*Eurosystem Credit Assessment Framework*, ECAF) è costituito dalle procedure e dalle regole che introducono e verificano il requisito di "elevati standard creditizi" per tutte le attività idonee. La sigla "ECAF" è stata introdotta di recente in rapporto all'estensione del quadro agli strumenti di debito non negoziabili, ma si intende che include anche gli standard applicabili a quelli negoziabili. Nella valutazione della qualità creditizia delle attività idonee, l'Eurosistema terrà conto delle informazioni pertinenti disponibili presso una delle seguenti quattro fonti: istituzioni esterne specializzate nella valutazione del merito di credito (*external credit assessment institutions*, ECAI), sistemi basati sui *rating* interni (*internal ratings-based*, IRB) delle controparti, strumenti di *rating* (*rating tools*, RT) di fornitori terzi e sistemi di valutazione interni (*in-house credit assessment systems*, ICAS) delle banche centrali nazionali (BCN).

La propensione al rischio dell'Eurosistema viene definita in termini di *rating* a lungo termine pari ad A¹. Ciò è stato tradotto in una probabilità di insolvenza (*probability of default*, PD) annua dello 0,10 per cento, che costituisce la misura centrale sulla quale l'ECAF verifica l'ottemperanza con elevati standard creditizi.

1) Un *rating* a lungo termine pari ad A secondo S&P e Fitch e un *rating* di A3 secondo Moody's.

Fonti di valutazione della qualità creditizia e verifica di efficacia nel tempo

Allo scopo di garantire la coerenza, l'accuratezza e la raffrontabilità delle quattro fonti di valutazione del credito utilizzate nell'ECAF, l'Eurosistema ha definito dei criteri di idoneità per ciascuna di esse e terrà sotto osservazione il funzionamento delle varie fonti rispetto alla soglia definita per la qualità creditizia.

Con riferimento ai criteri di idoneità, nel caso dei sistemi ECAI e IRB l'ECAF si avvale dello schema di regolamentazione di Basilea II e della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale. In base a tale schema, i sistemi ECAI e IRB sono oggetto di un processo formale di riconoscimento e convalida da parte delle autorità nazionali di vigilanza. Una condizione sufficiente per l'idoneità nell'ECAF è rappresentata dal riconoscimento del sistema ECAI o IRB da parte dell'autorità competente. Gli RT sono applicazioni di terzi che valutano la qualità creditizia dei debitori ricorrendo fra l'altro ai bilanci annuali certificati dai revisori e devono essere accettati singolarmente dall'Eurosistema per poter entrare a far parte dell'ECAF. Il processo di accettazione includerà delle componenti di quello di riconoscimento degli ECAI e degli IRB ai sensi della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale. Gli strumenti in quanto tali saranno gestiti dai fornitori di RT. ICAS idonei sono oggi gestiti da Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France e Oesterreichische Nationalbank. Le BCN che decideranno di istituire un nuovo ICAS saranno soggette a una procedura di convalida dell'Eurosistema.

Il funzionamento dei vari sistemi di valutazione del credito sarà oggetto di misurazione con frequenza annuale rispetto alla PD o alla soglia di qualità creditizia di riferimento. In caso di scostamento significativo tra il tasso di inadempienza osservato nella serie di società idonee di un sistema e il PD di riferimento, l'Eurosistema potrebbe decidere di applicare una modifica alla soglia di ammissibilità per le valutazioni fornite dal sistema non ottemperante.

Procedure per la definizione degli elevati standard creditizi

Nel valutare lo standard di credito degli strumenti di debito negoziabili, l'Eurosistema tiene conto – fra l'altro – dei *rating* forniti dalle ECAI, delle garanzie prestate da terzi finanziariamente solidi e di particolari criteri istituzionali.

Per quanto riguarda l'accertamento degli elevati standard creditizi dei debitori del proprio credito, le controparti sono libere di scegliere una fonte tra quelle idonee (ECAI, IRB, RT o ICAS). Esse utilizzeranno la fonte prescelta come strumento di valutazione principale dei debitori/garanti per gli strumenti di debito non negoziabili che intendono costituire in garanzia. Benché siano tenute a utilizzare la medesima fonte per almeno un anno, su presentazione di un'istanza motivata (ad esempio in caso di copertura insufficiente o di altre circostanze particolari che richiedano una maggiore flessibilità) le controparti possono essere autorizzate ad affiancarle una o più fonti aggiuntive.

Nel caso degli strumenti di debito negoziabili privi di *rating*, per i quali il rispetto del requisito di elevati standard creditizi fissato dall'Eurosistema non può essere verificato mediante *rating* forniti dalle ECAI, garanzie prestate da terzi finanziariamente solidi o particolari criteri istituzionali, le controparti hanno la facoltà di scegliere una fonte di valutazione del credito seguendo la stessa procedura descritta sopra per gli strumenti non negoziabili.

Enti pubblici

Per gli enti pubblici che non sono valutati dalle fonti indicate in precedenza, l'Eurosistema ha elaborato delle norme generali in linea con il trattamento di tali soggetti nell'ambito del nuovo schema di Basilea II al fine di determinare le condizioni necessarie per soddisfare gli elevati standard creditizi richiesti dall'Eurosistema.

Schema di riferimento in materia di informativa

Nel caso degli strumenti di debito negoziabili sarà mantenuta la prassi corrente e l'elenco delle attività idonee continuerà ad essere pubblicato sul sito Internet della BCE. Tale elenco comprenderà anche gli strumenti di debito emessi o garantiti da enti pubblici. Al contrario, nel caso degli strumenti di debito non negoziabili, la lista di debitori/garanti idonei per una determinata controparte resterà rigorosamente riservata. Anche gli strumenti di debito negoziabili privi di *rating* emessi da soggetti privati non saranno pubblicati sul sito Internet della BCE in quanto, analogamente a quanto avviene per gli strumenti non negoziabili, la valutazione della loro qualità creditizia sarà fondata sulle fonti ICAS, IRB o RT.

Ulteriori ragguagli sulle norme e le procedure dell'ECAF saranno forniti a tempo debito attraverso comunicazioni e una versione rivista delle "Caratteristiche generali".

Dal momento che i prestiti bancari non possono essere regolati attraverso l'infrastruttura di mercato consolidata cui si ricorre nel caso degli strumenti di debito negoziabili, l'Eurosistema deve inoltre definire delle procedure per il loro utilizzo su base sia nazionale sia transfrontaliera. Fino alla conclusione della fase transitoria, si farà ricorso alle procedure nazionali per il regolamento su base interna e al CCBM per quello su base transfrontaliera. Durante tale fase saranno riesaminate le procedure per il trattamento dei prestiti bancari alla luce dell'esperienza maturata nonché studiate ed eventualmente attuate soluzioni più avanzate.

Un'ulteriore categoria di attività non negoziabili che il Consiglio direttivo ha deciso di includere in linea di principio nella lista unica è rappresentata dagli strumenti di debito al dettaglio garantiti da ipoteca, che sono molto prossimi alla cartolarizzazione vera e propria. Tale categoria comprenderà in un primo momento soltanto le cambiali ipotecarie irlandesi, data la specificità del regime giuridico applicabile a tali strumenti in Irlanda, difficilmente replicabile in altri paesi dell'area dell'euro. In ogni caso, buona parte dei mutui ipotecari su immobili residenziali è già

indirettamente stanziabile a garanzia in forma cartolarizzata, come titoli con garanzia ipotecaria oppure obbligazioni garantite (strumenti tipo Pfandbrief¹⁵).

5 SFIDE FUTURE PER IL SISTEMA DELLE GARANZIE DELL'EUROSISTEMA

L'accettazione di categorie di attività eterogenee pone anche una serie di sfide in termini di strutturazione e manutenzione del sistema delle garanzie. Con riferimento alla strutturazione, non è più possibile applicare un insieme uniforme di criteri di idoneità. Essi devono essere elaborati appositamente per le singole categorie al fine di garantire che tutte soddisfino i medesimi requisiti in materia di garanzie. Lo stesso vale per le misure di controllo del rischio, le quali devono essere differenziate per categorie di attività in modo da eliminare le differenze in termini di profilo di rischio. Un'adeguata differenziazione

15) Gli strumenti tipo pfandbrief sono attività garantite da prestiti al settore pubblico o da mutui ipotecari. Seguendo l'esempio tedesco, diversi paesi hanno stabilito schemi regolamentari per prodotti tipo Pfandbrief.

consentirà a tali misure di determinare un livello di rischio uniforme tra le varie categorie di attività. Nel caso dell'Eurosistema, agli strumenti negoziabili e a quelli non negoziabili si applicano in generale due insiemi diversi di criteri di idoneità e di misure di controllo del rischio. Anche le procedure operative e, più in particolare, quelle di trattamento delle operazioni saranno differenti. A fronte di ciò assicurare alle controparti la trasparenza del sistema delle garanzie rappresenta una sfida.

Per quanto riguarda la manutenzione, si pongono due questioni di ordine generale. In primo luogo, poiché i criteri di idoneità per gli strumenti negoziabili sono stati mantenuti piuttosto generali, il sistema delle garanzie è reattivo alle innovazioni sui mercati finanziari. L'Eurosistema deve quindi affinare costantemente la sua politica in materia di garanzie per fare in modo che anche le nuove attività stanziabili continuino a soddisfare i criteri di tolleranza al rischio da esso definiti. Seguire nel tempo gli andamenti sui mercati europei del reddito fisso costituisce chiaramente una sfida per l'Eurosistema, in quanto la struttura di tali mercati sta cambiando velocemente e la complessità dei prodotti continua a crescere. Un esempio recente è rappresentato dalla rapida evoluzione dei mercati dei prodotti di finanza strutturata e dei titoli garantiti da attività. Ciò ha imposto all'Eurosistema un adeguamento della politica in materia di garan-

zie e nel maggio 2006 è prevista l'entrata in vigore di nuovi criteri per la valutazione dell'ammissibilità dei titoli garantiti da attività, che si affiancheranno a quelli già applicabili alla generalità degli strumenti di debito. I titoli garantiti da attività considerati idonei in precedenza ma non rispondenti ai nuovi criteri continueranno a essere stanziabili per un periodo transitorio che terminerà il 15 ottobre 2006 ¹⁶⁾.

In secondo luogo, come indicato in precedenza, l'accettazione di categorie di attività eterogenee crea sfide per il sistema di controllo del rischio. Occorre raggiungere un compromesso fra le esigenze di semplicità e quelle di accuratezza ed è pertanto necessario seguire nel tempo l'utilizzo effettivo delle garanzie al fine di decidere sull'eventuale opportunità di adeguare il suddetto sistema. Ad esempio, un ricorso sproporzionato a determinate categorie di attività potrebbe segnalare incoerenze da correggere al fine di evitare un indebito aumento dei rischi.

Su questo sfondo, benché l'introduzione della lista unica rappresenti una tappa importante, l'Eurosistema continuerà a rivedere e affinare il proprio sistema delle garanzie negli anni a venire.

16) Cfr. il comunicato stampa della BCE *Modifiche al documento "L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro - Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema"* relativo ai titoli garantiti da attività, 13 gennaio 2006.

L'EMISSIONE AZIONARIA NELL'AREA DELL'EURO

Il presente articolo analizza, in una prospettiva storica e geografica, l'evoluzione dell'emissione azionaria nell'area dell'euro nel corso degli ultimi dodici anni, dedicando un'attenzione particolare alle offerte pubbliche iniziali (initial public offerings, IPO). Uno degli andamenti degni di maggior nota è stato l'incremento considerevole e senza precedenti delle emissioni lorde di capitale di rischio da parte delle società dell'area dell'euro alla fine degli anni novanta. L'attività di emissione di azioni quotate è successivamente calata per alcuni anni per poi riguadagnare terreno nei trimestri recenti. Questi andamenti evidenziano la natura fortemente ciclica del mercato azionario, in particolare del mercato delle IPO.

La decisione di una società di emettere azioni sui mercati è importante e può essere motivata da molteplici fattori. Nell'area dell'euro il collocamento di capitale di rischio sui mercati ha consentito alle imprese di raccogliere livelli significativi di fondi per finanziare sia gli investimenti reali sia l'attività di fusione e acquisizione. Vi è altresì evidenza che le società tendono a emettere azioni quando le quotazioni dei mercati azionari sono particolarmente elevate e l'avversione al rischio da parte degli investitori è bassa.

I INTRODUZIONE

In una prospettiva storica, l'importanza dei mercati azionari in Europa come fonte di finanziamento per le società è andata evolvendo nel tempo¹⁾, talora radicalmente. L'andamento di questi mercati incide a sua volta sulle condizioni di finanziamento delle società²⁾. Ad esempio, un mercato azionario evoluto tende a ridurre il costo del capitale di rischio e a incrementare l'investimento aggregato.

In termini relativi, i mercati azionari tendono a svolgere un ruolo limitato come fonte di nuovi finanziamenti per le società quotate, prevalentemente a causa dell'esistenza di asimmetrie informative. Il finanziamento esterno è generalmente conseguito attraverso prestiti bancari o titoli di debito. Ciò detto, il mercato azionario può svolgere un ruolo importante nel fornire finanziamenti esterni aggiuntivi, in particolare attraverso offerte di azioni di grandi dimensioni (dove le asimmetrie informative sono in genere meno rilevanti) o consentendo a società con maggiori potenzialità di crescita di raccogliere capitali sul mercato (nuove quotazioni). Collocamenti azionari ingenti sono spesso connessi con il finanziamento di fusioni e acquisizioni. Malgrado nel presente articolo si passino in rassegna tutte le forme di emissione di azioni sui mercati, si presta particolare attenzione alle offerte pubbliche iniziali (*initial public offerings*, IPO), in considerazione innanzitutto della forte espansione registrata in questo mercato a partire dalla metà degli anni novanta e, in secondo luogo, del fatto che un mercato delle IPO liquido

può promuovere l'imprenditorialità offrendo strategie di uscita alle società di *venture capital*³⁾.

Il presente articolo inizia spiegando i concetti basilari del finanziamento con capitale di rischio, per poi passare in rassegna le principali teorie sulla finanza d'impresa e considerare i fattori fondamentali che inducono le società a quotare in borsa le proprie azioni. Successivamente, si analizza, alla luce di tali elementi, l'evoluzione delle emissioni azionarie sui mercati nell'area dell'euro nel corso degli ultimi dodici anni.

2 PRINCIPALI CONCETTI DEL FINANZIAMENTO CON CAPITALE DI RISCHIO

Le azioni sono titoli che rappresentano la proprietà di una quota di una società. A differenza di un contratto di debito in cui il prenditore di fondi è tenuto a corrispondere al creditore un

1) Ad esempio, in gran parte dei paesi europei, l'ammontare del capitale di rischio raccolto in percentuale degli investimenti fissi lordi era superiore nel 1913 rispetto al 1990. Cfr. Rajan, R., Zingales, L. (2003), "The great reversals: The politics of financial development in the 20th Century", *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n. 1, pp. 5-50.

2) Cfr. Levine, R. (2003), "Finance and growth: theory and evidence", *Handbook of Economic Growth*.

3) Cfr. anche sezione 2. I *venture capitalists* sono investitori specializzati nel fornire capitale di rischio a società che non possono ottenere finanziamenti esterni attraverso prestiti bancari a causa di un elevato livello di rischio. Una IPO consente a tali investitori di "monetizzare" l'investimento iniziale vendendo la partecipazione nella società.

determinato tasso di interesse fisso (o variabile), un contratto azionario accorda all'investitore un diritto residuale a ricevere redditi dagli utili societari. Il capitale di rischio può essere collocato privatamente presso gli investitori sotto forma di azioni non quotate (*private equity*) oppure pubblicamente emesso sui mercati attraverso azioni quotate in una borsa valori. Nel tempo, tuttavia, queste possibilità non sono mutuamente esclusive e spesso la forma scelta dipenderà dalla fase del ciclo di finanziamento in cui si trova la società. Il capitale di rischio sotto forma di azioni non quotate deriva dall'investimento iniziale effettuato dai proprietari della società o da investitori azionari privati successivi, oppure dall'accumulazione di utili societari non distribuiti.

Il mercato del *private equity* fornisce capitale di rischio alle società non quotate. In questo mercato, il *venture capital* è spesso fornito dagli investitori come "capitale di avviamento" ("*start-up*" money) per finanziare nuove società ad alto rischio in cambio di una posizione azionaria nella società⁴⁾. Quando collocano azioni presso il pubblico degli investitori, le società sono ammesse alla quotazione su una borsa valori nel caso di operazioni di prima quotazione oppure, se già quotate, emettono azioni aggiuntive. Il primo tipo di emissione è detto IPO, mentre il secondo è un'offerta pubblica secondaria (*secondary public offering*, SPO, o *seasoned equity offering*, SEO). In entrambi i casi, una società può decidere di sostituire azioni esistenti non quotate con azioni quotate (capitale di rischio collocato sul mercato) o emettere azioni di nuova creazione. I capitali raccolti dall'offerta di azioni di nuova creazione afferiscono alla società, mentre i proventi della vendita di azioni esistenti sono destinati agli investitori originari⁵⁾.

PRINCIPALI TEORIE DEL FINANZIAMENTO ALLE IMPRESE

Prima di considerare la dinamica dei collocamenti azionari, è opportuno passare brevemente in rassegna le principali teorie sulla struttura finanziaria delle imprese e, in particolare, la proporzione di finanziamento rappresentata rispettivamente dal debito e dal capitale di rischio. Date le caratteristiche già citate di un contratto azionario (che, a differenza del contratto di debito, in linea di principio non

ha scadenza), il capitale di rischio tende ad essere particolarmente utile per finanziare piani di investimenti fissi o per acquisire altre società. In una prospettiva di finanza aziendale, una delle principali conseguenze del ricorso ai mercati è la ristrutturazione dell'assetto finanziario di un'azienda. Sebbene in un mercato privo di imperfezioni il valore di una società sia indipendente dalla sua struttura finanziaria⁶⁾, nel mondo reale una serie di fattori rende rilevante la scelta della struttura finanziaria. In effetti le teorie più recenti sulla finanza aziendale si basano su modelli che si distaccano dal paradigma dell'assenza di imperfezioni⁷⁾. Secondo la "teoria del *trade-off*", le aziende individuano un rapporto ottimale fra debito e capitale di rischio in cui ponderano i rispettivi costi e benefici. Ad esempio, considerazioni di natura fiscale potrebbero svolgere un ruolo importante, dal momento che in gran parte dei paesi il debito tende a essere soggetto a una tassazione meno onerosa rispetto al capitale di rischio. Nel contempo un'elevata capitalizzazione potrebbe comportare una minore probabilità di insolvenza.

Un altro fattore che probabilmente influisce sulla struttura finanziaria di una impresa nonché sulla decisione di aumentare il capitale di rischio è l'esistenza di "asimmetrie informative" fra dirigenti e azionisti esterni. Ovvero, i dirigenti tendono ad essere in possesso di informazioni più accurate circa le prospettive della società rispetto ai finanziatori esterni, cosa che suscita timori in questi ultimi. Secondo la "teoria del *pecking order*", esiste un ordine gerarchico di fonti di finanziamento che dipende dal grado delle asimmetrie informative fra dirigenti e investitori associate a ciascuna delle diverse fonti di finanziamento. Pertanto, le società preferiscono finanziare nuovi investimenti in

4) Cfr. il riquadro 2 *L'evoluzione del finanziamento mediante private equity e venture capital in Europa* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

5) Cfr. Jenkinson, T., Ljungqvist, A. (2001), *Going Public: the Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, 2ª edizione, Oxford University Press.

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

7) Per una sintesi dei diversi modelli teorici cfr. Tirole, J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press. Per un'analisi empirica della teoria del *pecking order*, cfr. Fama, E. F., French, K. R. "Financing decisions: who issues stock?", *Journal of Financial Economics*, vol. 76, n. 3, pp. 549-582.

primo luogo con risorse finanziarie interne (come gli utili non distribuiti), poi con debiti finanziari e, in ultima istanza, mediante il collocamento sul mercato di capitale di rischio. Questa teoria spiegherebbe in parte perché le emissioni secondarie di azioni siano relativamente rare⁸⁾.

PRINCIPALI RAGIONI PER CUI LE SOCIETÀ SI QUOTANO IN BORSA

Mentre è relativamente insolito per le società quotate in borsa emettere nuovi titoli azionari, prevalentemente in ragione delle asimmetrie informative, farsi quotare in borsa per la prima volta è una delle decisioni finanziarie più importanti nella vita di una società, in quanto ha implicazioni economiche significative. Considerando il mercato delle IPO, una delle principali ragioni per emettere azioni è ottenere capitali per finanziare investimenti finanziari e reali a lungo termine. Inoltre, la quotazione in borsa delle azioni di una società aumenta anche la sua autonomia finanziaria, consentendole di essere meno dipendente da un singolo finanziatore (come una banca o un *venture capitalist*) e migliorandone l'accesso ai mercati pubblici dei capitali attraverso emissioni di obbligazioni societarie o ulteriori aumenti di capitale. Inoltre, emettendo azioni, i proprietari della società possono diversificare il proprio rischio di investimento vendendo le proprie quote su un mercato liquido. Un altro vantaggio dell'ingresso in borsa è l'accresciuta visibilità del nome della società. Inoltre, dal momento della IPO gli investitori ricevono informazioni più dettagliate in ragione della maggiore trasparenza e dei requisiti di diffusione delle informazioni che sono parte delle condizioni per la quotazione in borsa. Nel contempo il corso delle azioni di una società funge da misura del valore della società stessa e da meccanismo di disciplina per i dirigenti.

D'altro canto, sussistono numerosi svantaggi per una società insiti nella quotazione in borsa delle relative azioni. In primo luogo, il finanziamento con capitale di rischio è una procedura onerosa, soggetta a costi come le commissioni di sottoscrizione, le spese legali e altri oneri che derivano primariamente dalla necessità di soddisfare i requisiti di trasparenza informativa addizionali. Inoltre, nella prospettiva degli investitori, il collocamento

sui mercati rende più probabile una dispersione della proprietà della società, determinando una separazione fra investitori esterni e dirigenti. Questa separazione tra proprietà e controllo potrebbe causare i cosiddetti "problemi di agenzia", per cui il personale interno della società detiene informazioni più accurate sulle prospettive della stessa rispetto agli investitori azionari esterni, determinando una divergenza di interessi fra dirigenti e investitori esterni. Infine, collocandosi sul mercato, una società si espone allo scrutinio degli azionisti, che potrebbero attribuire una eccessiva rilevanza ai risultati di breve termine.

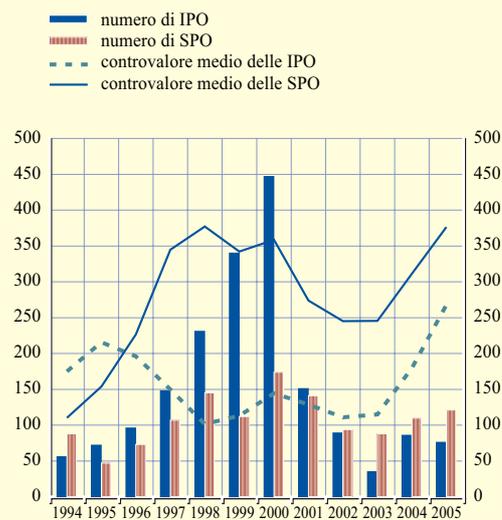
3 EVOLUZIONE DEI MERCATI AZIONARI DELL'AREA DELL'EURO

I dati sulle emissioni lorde di azioni negli ultimi dodici anni ricavati da fonti commerciali mostrano che dal 1994 al 2005 l'attività di IPO e di SPO ha attraversato fasi nettamente distinte. Agli inizi e a metà degli anni novanta il collocamento di capitale di rischio era un'opzione di finanziamento per un numero alquanto limitato di società. Nell'area dell'euro, ad esempio, nel 1994 solo circa 55 società si erano quotate in borsa (cfr. figura 1). Il considerevole aumento dei corsi azionari alla fine degli anni novanta si è accompagnato a una attività di IPO senza precedenti, mentre quella di SPO ha registrato nello stesso periodo un incremento più graduale. Il calo degli utili attesi, abbinato a significativi problemi di *governance* societaria verificatisi in numerose società quotate, ha successivamente incrinato la fiducia degli investitori e ha causato una netta flessione dell'emissione azionaria. In questo contesto, il numero di IPO è sceso dal picco di 447 del 2000 a 151 nel 2001 e a 35 nel 2003. In generale, nei paesi più industrializzati è comune un certo grado di variabilità nei volumi delle emissioni azionarie. Questa è caratterizzata da cosiddette "fasi calde" (*hot markets*) del mercato, durante le quali si verifica una significativa concentrazione di attività di emissione azionaria, e da cosiddette "fasi fredde" (*cold markets*), in cui tale attività è modesta.

8) Cfr. Tirole, J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

Figura 1 Numero e controvalore medio delle IPO e SPO di società non finanziarie dell'area dell'euro

(numero di operazioni; milioni di euro; dati annuali)

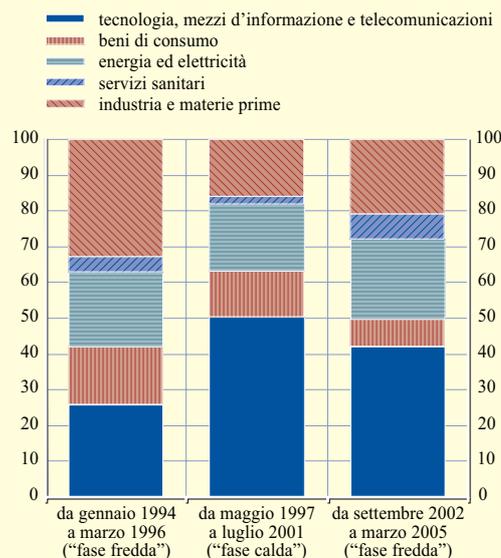


Fonte: Thomson Financial Database.

Nota: il controvalore medio delle IPO e delle SPO è calcolato come media mobile a due anni.

Figura 2 Distribuzione settoriale dell'emissione azionaria lorda sui mercati dell'area dell'euro nelle fasi "calde" e "fredde"

(quote percentuali)



Fonte: Thomson Financial Database.

Nota: le fasi "fredde" e "calde" sono definite approssimativamente sulla base del minore e del maggiore terzile (inferiore al 33% e superiore al 66%) della distribuzione della serie delle emissioni azionarie ordinate per ordine di grandezza. La serie delle emissioni azionarie è calcolata come media mobile centrata a tre mesi.

Sebbene alla fine degli anni novanta siano state privatizzate numerose società statali (o a partecipazione statale) e le loro azioni siano state quotate in borsa, una vasta percentuale delle emissioni di questo periodo è riconducibile alla *new economy*. La quota di capitale raccolto sui mercati è stata particolarmente elevata in settori con forti aspettative di crescita e con una significativa incertezza circa gli utili futuri. In particolare, l'emissione azionaria nel settore tecnologico, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni (TMT) è stata sostenuta dai rilevanti (quanto incerti) utili attesi per tali società. La figura 2 riporta la distribuzione per settore dell'emissione azionaria lorda sia nelle "fasi calde" sia in quelle "fredde". Il settore TMT ha registrato un aumento nella quota dell'emissione azionaria complessiva dal 26 per cento nella "fase fredda" del mercato a metà degli anni novanta al 50 per cento nella successiva "fase calda" fra la metà del 1997 e la metà del 2001. Seppure calata nella successiva fase "fredda" fra la fine del 2002 e gli inizi del 2005, l'attività di emissione azionaria nel settore TMT è rimasta

relativamente elevata in percentuale rispetto all'emissione complessiva, al 42 per cento.

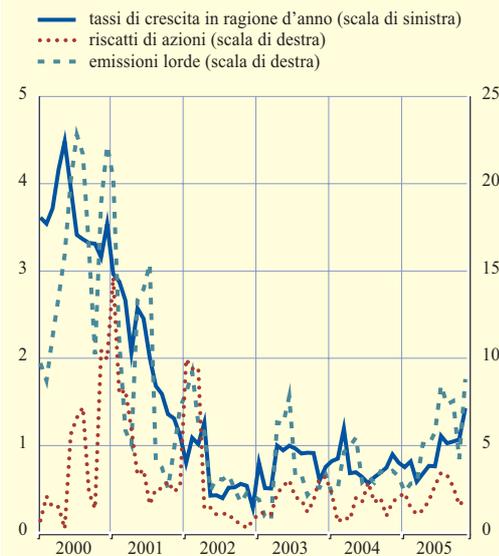
L'aumento delle operazioni di nuova quotazione (IPO) alla fine degli anni novanta è stata altresì connessa alla crescita concomitante dei mercati borsistici specializzati. Essi sono stati creati inizialmente per consentire a imprese innovative e a forte potenzialità di crescita, che in base alla normativa sulle quotazioni in borsa sarebbero state escluse dalle borse valori più tradizionali, di accedere al finanziamento con capitale di rischio collocato sui mercati. Un mercato di tale genere era l'EURO.NM, un gruppo paneuropeo di cinque borse valori che fornivano capitale di rischio soprattutto a società nuove e a rischio elevato. Il numero delle società quotate sull'EURO.NM è aumentato rapidamente dal 1998 al 2000. Tuttavia, a seguito della riduzione delle aspettative di apprezzamento dei corsi azionari della *new economy*, il mercato EURO.NM ha cessato di esistere nel dicembre 2000 e la sua borsa valori più attiva, il Neuer Markt di Francoforte, ha chiuso nel 2003.

Sebbene l'analisi precedente si concentri sulle emissioni azionarie lorde, una accurata valutazione del fenomeno deve tener conto dei riscatti azionari (ossia includere le transazioni finanziarie). Questo perché le società non finanziarie possono effettuare operazioni di riacquisto o di revoca della quotazione per una parte o tutto l'insieme delle azioni emesse, con un evidente impatto sulla propria posizione finanziaria. I dati dell'Eurosistema sull'ammontare netto delle azioni emesse, ivi comprese le transazioni finanziarie dell'area dell'euro, sono disponibili solo a partire dal 2000. La figura 3 mostra che, dopo l'elevato livello di crescita del 2000 e del 2001, il tasso di variazione annuo dei collocamenti azionari sui mercati dell'area dell'euro è diminuito, per poi stabilizzarsi nei successivi tre anni. A partire dalla metà del 2005 esso sembra riguadagnare terreno, pur rimanendo su livelli decisamente inferiori a quelli massimi registrati alla fine degli anni novanta. Per un quadro complementare e più generale dell'emissione netta di azioni, anche in relazione alle altre fonti di finanziamento delle imprese, è necessario considerare l'insieme dei conti finanziari delle società non finanziarie (cfr. il riquadro sottostante).

Nell'area dell'euro, i mercati delle IPO e delle SPO hanno avuto dimensioni pressoché simili negli ultimi dieci anni, in termini di volume di emissioni. Ciò nonostante, il prosieguo dell'articolo si incentra esclusivamente sull'attività di IPO per una serie di ragioni. Innanzitutto, come già ricordato, l'operazione di prima quotazione in borsa ha importanti implicazioni economiche per l'impresa (come la probabile separazione

Figura 3 Azioni quotate emesse da società non finanziarie dell'area dell'euro

(tassi di crescita delle consistenze in ragione d'anno; valori percentuali; volumi in miliardi di euro; dati mensili)



Fonte: BCE.

Note: le emissioni lorde e i riscatti di azioni sono calcolati come medie mobili a tre mesi. I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie.

della proprietà e del controllo). In secondo luogo, un mercato delle IPO evoluto è importante per promuovere l'imprenditorialità, in quanto tale mercato offre un'opzione di uscita per i *venture capitalists*. Infine, il mercato delle IPO è di particolare interesse alla luce dello straordinario aumento di IPO a partire dalla metà degli anni novanta e della sua marcata sensibilità al ciclo economico.

Riquadro

DINAMICA DEL FINANZIAMENTO CON CAPITALE DI RISCHIO: EVIDENZA DAI CONTI FINANZIARI DELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro utilizza le informazioni provenienti dalla contabilità dell'area dell'euro relativa a società non finanziarie per valutare l'andamento dell'emissione azionaria nell'area¹⁾. Questi dati statistici offrono una prospettiva integrata sulla situazione finanziaria delle società, consentendo così una valutazione dell'importanza aggregata del finanziamento mediante capitale

1) I dati analizzati in questo riquadro figurano anche nella tavola 2 della sezione 3.4, intitolata *Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento* e riportata nella parte *Statistiche dell'area dell'euro*. Essi sono suscettibili di revisioni qualora si rendessero disponibili nuove fonti di dati.

di rischio e un raffronto con altri strumenti di finanziamento interno ed esterno. Inoltre, essi consentono di approfondire in che modo le società utilizzano le fonti di finanziamento in termini di investimenti finanziari rispetto a quelli non finanziari.

La definizione di contabilità finanziaria del capitale di rischio nell'area dell'euro copre l'emissione netta (o la variazione netta delle passività) di azioni quotate, azioni non quotate e altre partecipazioni. Le prime comprendono azioni quotate in una borsa valori o in mercati secondari di altro genere. Le azioni non quotate comprendono azioni che, in linea di principio, sono negoziabili, ma che non sono quotate sui mercati (come le azioni detenute privatamente). Le altre partecipazioni si riferiscono a tutte le altre forme di capitale di rischio che conferiscono diritti di proprietà nelle società.

La figura A illustra l'andamento dal 1995 al 2004 delle diverse fonti di finanziamento rispetto al valore aggiunto lordo di società non finanziarie (in prosieguo "VAL"). In questo periodo il finanziamento esterno, che comprende principalmente il capitale di rischio e i debiti finanziari (fra cui prestiti, titoli di debito e riserve accumulate a fronte di piani pensionistici), è stato prociclico. La maggior parte delle fonti di finanziamento esterno sono aumentate in proporzione al VAL durante la fase di sostenuta crescita economica alla fine degli anni novanta. A tale riguardo, l'emissione netta di azioni quotate (i cui dati sono disponibili a partire dal quarto trimestre del 1997) mostra un incremento particolarmente marcato fra il 1998 e il 2000. È probabile che questo incremento sia connesso alla crescita considerevole dei corsi azionari nel periodo in esame (cfr. sezione 4). Al contrario, dal 2001 al 2004 si è verificato un netto calo degli utili attesi e l'emissione netta di azioni sui mercati ha registrato una flessione molto pronunciata. Pertanto, l'andamento del finanziamento netto con capitale di rischio è stato molto simile a quello dell'emissione lorda di azioni (cfr. sezione 3). In termini relativi, il calo del finanziamento netto attraverso azioni e altre partecipazioni non quotate dal 2001 al 2004 è stato più moderato rispetto a quello delle azioni quotate.

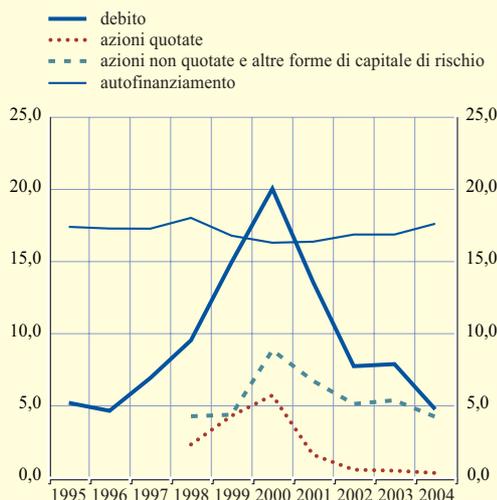
Oltre al finanziamento esterno, le società ottengono capitali anche attraverso il finanziamento interno. Nel presente riquadro, il finanziamento interno è definito come risparmio lordo, che corrisponde sostanzialmente alla somma degli utili non distribuiti e del consumo degli investimenti fissi (denominato anche "ammortamento"). In senso economico, il finanziamento interno può altresì essere considerato come fondi di capitale di rischio che sono reinvestiti dagli azionisti e che pertanto rimangono interni alla società. In percentuale del VAL, il finanziamento interno è rimasto sostanzialmente stabile nel tempo, toccando un picco nel 1998 per poi diminuire nel 1999 e nel 2000. Più di recente il finanziamento interno è nuovamente aumentato rispetto al VAL.

Le fonti complessive di finanziamento (interno ed esterno, compresi i trasferimenti netti in conto capitale), come identità contabile, devono essere uguali agli utilizzi complessivi dei finanziamenti. In termini generali, questi ultimi si possono ripartire in acquisizione netta di attività finanziarie e acquisizione netta di attività non finanziarie. Il primo tipo di acquisizione può essere a sua volta suddiviso sostanzialmente in due categorie principali: una è costituita da azioni e altre partecipazioni e l'altra da altre attività finanziarie fra cui circolante, depositi, titoli di debito, prestiti, strumenti derivati, riserve tecniche di assicurazione e altri conti pagabili. L'acquisizione netta di attività non finanziarie consiste principalmente in investimenti fissi lordi.

L'andamento illustrato nella figura B suggerisce che l'acquisizione netta di attività finanziarie in proporzione al VAL e, in particolare, l'acquisizione netta di azioni e altre partecipazioni è stata

**Figura A Fonti nette di finanziamento
delle società non finanziarie
dell'area dell'euro**

(in percentuale del valore aggiunto lordo delle società non finanziarie)

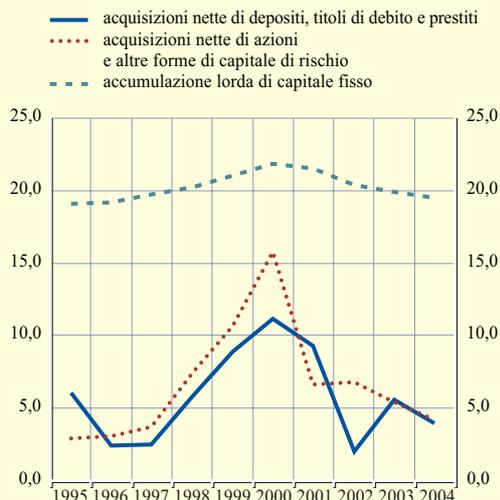


Fonti: BCE e elaborazioni BCE.

Note: il debito include i prestiti bancari, i titoli di debito e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie. Le azioni non quotate e le altre forme di capitale di rischio sono calcolate come differenza tra il totale del capitale di rischio e le azioni quotate. L'autofinanziamento (anche detto risparmio lordo) corrisponde alla somma degli utili non distribuiti e degli ammortamenti. Il valore aggiunto lordo delle società non finanziarie è in parte stimato.

**Figura B Utilizzo delle fonti
di finanziamento delle società
non finanziarie dell'area dell'euro**

(in percentuale rispetto al valore aggiunto lordo delle società non finanziarie)



Fonti: BCE e elaborazioni BCE.

Note: le acquisizioni nette di depositi, titoli di debito e prestiti comprendono anche gli acquisti di valuta estera. Il valore aggiunto lordo delle società non finanziarie è in parte stimato.

relativamente prociclica. Il confronto dell'attività di investimento con la dinamica dei flussi finanziari netti (cfr. figura A) rivela una notevole analogia nell'andamento del finanziamento netto mediante capitale di rischio e quello dell'acquisizione netta di capitale di rischio, suggerendo che i proventi dell'attività di emissione azionaria sono stati spesso utilizzati per finanziarie attività di fusione e acquisizione (cfr. anche la sezione 4).

Raffronto internazionale

Vi sono numerose differenze fra i concetti statistici utilizzati nell'area dell'euro e quelli utilizzati negli Stati Uniti. Si rendono quindi necessarie alcune correzioni per comparare l'emissione azionaria nelle due aree economiche²⁾.

Nella contabilità statunitense dei flussi di finanziamento, le attività nello stato patrimoniale delle società non finanziarie non comprendono l'acquisizione di azioni e altre partecipazioni. Ciò è dovuto in larga misura al fatto che l'acquisto di azioni da parte di società non finanziarie è considerato come un riscatto di azioni dal lato delle passività, in quanto l'acquisto è ritenuto connesso principalmente all'attività di fusione e acquisizione di società connazionali

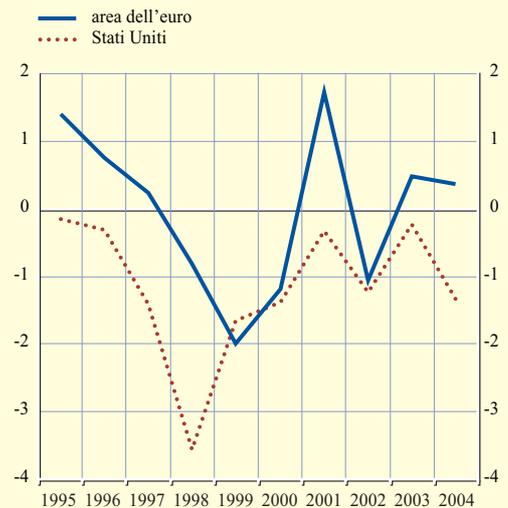
2) Nella contabilità nazionale dell'area dell'euro i dati sono compilati conformemente al Sistema europeo dei conti nazionale e regionale (SEC 95), che è sostanzialmente in linea con il Sistema dei conti nazionali (SCN 93) a livello mondiale. Gli Stati Uniti, tuttavia, non hanno pienamente adottato lo SNA 93 e pertanto rimangono alcune differenze fra i concetti statistici utilizzati nell'area dell'euro e quelli utilizzati negli Stati Uniti. Per più generali differenze metodologiche, cfr. l'articolo *Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di febbraio 2004 di questo Bollettino, nonché l'articolo *Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone* nel numero di aprile 2005 di questa stessa pubblicazione.

e a riacquisti di azioni proprie. Al contrario, nella contabilità finanziaria delle società non finanziarie dell'area dell'euro, le acquisizioni nette di azioni sono registrate dal lato delle attività (a meno che vi sia una fusione completa e le azioni in essere siano interamente riscattate). Pertanto, per garantire un confronto più significativo e una maggiore coerenza con il trattamento statunitense dei flussi di finanziamento, si è ricavato per l'area dell'euro una misura "consolidata" approssimativa del finanziamento mediante capitale di rischio sottraendo al finanziamento netto mediante capitale di rischio l'acquisizione netta di azioni.

La figura C confronta il finanziamento mediante capitale di rischio nelle due aree. Dal 1995 al 2004 il dato consolidato netto sul finanziamento tramite capitale di rischio è stato negativo negli Stati Uniti, in larga misura per effetto di riacquisti di azioni proprie e di riscatto di azioni a seguito di fusioni. Una situazione analoga si è registrata nell'area dell'euro nei periodi di intensa attività di fusione e acquisizione alla fine degli anni novanta e nel 2000 nonché nel 2002. Ciò suggerirebbe che nel complesso del periodo sia l'attività di fusione e acquisizione sia i riacquisti di azioni proprie siano stati diffusi in misura maggiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

Figura C Finanziamento netto consolidato tramite capitale di rischio

(in percentuale rispetto al valore aggiunto lordo delle società non finanziarie)



Fonti: BCE, *Flow of Funds Accounts of the United States* e elaborazioni BCE.

Note: il finanziamento netto consolidato tramite capitale di rischio per l'area dell'euro è calcolato come differenza tra le emissioni nette e le acquisizioni nette di azioni e altre forme di capitale di rischio. A differenza del concetto esatto di consolidamento (ovvero la cancellazione di tutte le transazioni finanziarie per un dato strumento all'interno di un settore), l'emissione e l'acquisizione netta di azioni (e altre forme di capitale di rischio) comprendono anche transazioni in azioni con altri settori e con il resto del mondo. Il valore aggiunto lordo per le società non finanziarie dell'area dell'euro è in parte stimato.

4 DETERMINANTI DELL'ATTIVITÀ DI IPO NELL'AREA DELL'EURO

Come già menzionato, una delle caratteristiche che maggiormente distinguono il mercato azionario in generale, e quello delle IPO in particolare, è la sua ciclicità (cfr. anche il riquadro precedente). La ciclicità dei volumi di IPO può essere in parte interpretabile in base alle teorie di finanza aziendale. Ad esempio, le fasi "calde" del mercato tendono a coincidere con periodi di bassa avversione al rischio da parte degli investitori, in cui le asimmetrie informative (effettive o percepite) fra amministratori e investitori sottolineate dalla "teoria del *pecking order*" sono attenuate, riducendo il costo dell'emissione di azioni sui mercati. Inoltre, vi è una forte evidenza empirica

che l'emissione azionaria sia connessa in modo significativo all'andamento dei corsi azionari. I dirigenti di una società, che generalmente possiedono informazioni più accurate sugli utili attesi della società stessa, possono ricorrere al finanziamento con capitale di rischio in fasi "calde" del mercato quando i corsi azionari tendono a essere elevati e il costo relativo dell'operazione è pertanto inferiore. L'evidenza empirica indica che le fasi "calde" sono in parte determinate da una vigorosa domanda di finanziamento per investimenti fissi e finanziari connessi con attese di utili sostenuti.

FABBISOGNO REALE DI INVESTIMENTI

Benché sia difficile individuare in modo preciso i diversi fattori sottostanti la decisione di una società di emettere azioni sui mercati,

Figura 4 Controvalore delle IPO e crescita degli investimenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro; variazioni percentuali; dati trimestrali)



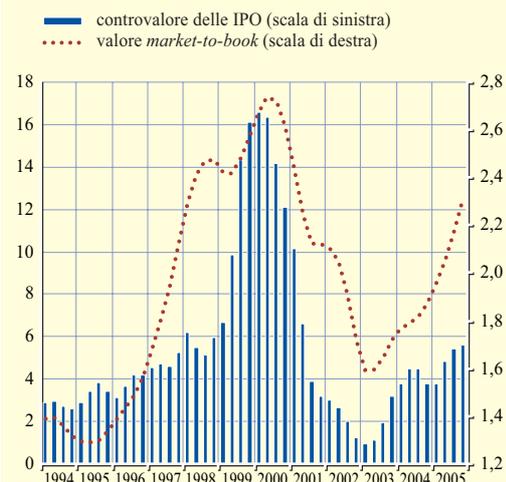
Fonti: Eurostat e Thomson Financial Database.

Note: la serie dei controvalori delle IPO si riferisce all'emissione lorda di IPO da parte di società non finanziarie dell'area dell'euro. La serie è calcolata come media mobile centrata a quattro mesi.

il ciclo economico potrebbe svolgere un ruolo significativo. Ciò soprattutto perché il capitale di rischio è spesso utilizzato per finanziare la domanda di investimenti fissi, che fluttua nel corso del ciclo economico. Pertanto, la domanda di finanziamenti tenderà ad essere superiore in periodi di più sostenuta domanda di investimenti fissi, di derivata da migliorate attese economiche⁹⁾. La figura 4 mostra l'evoluzione dei volumi di IPO e degli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro. Nonostante l'incremento di questi ultimi dal 1994 al 1998, l'emissione di azioni è rimasta modesta nell'area. La relazione fra emissione di azioni e attività economica reale sembra essersi in qualche misura rafforzata negli anni recenti. Nel contempo, l'emissione azionaria sembra in qualche misura avere dei ritardi temporali rispetto agli investimenti fissi lordi. Nel complesso, le oscillazioni nell'attività di emissione sono state molto più pronunciate delle variazioni nelle spese in conto capitale, suggerendo che oltre al fabbisogno finanziario per investimenti fissi intervengono altri fattori per spiegare il ricorso al finanziamento con capitale di rischio.

Figura 5 Controvalore delle IPO e valore market-to-book dell'indice generale dei mercati azionari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; rapporti; dati trimestrali)



Fonti: Datastream e Thomson Financial Database.

Note: la serie dei controvalori delle IPO si riferisce all'emissione lorda di IPO da parte di società non finanziarie dell'area dell'euro. Il valore market-to-book si riferisce all'indice azionario generale delle società non finanziarie dell'area dell'euro di Datastream. Le serie sono calcolate come media mobile centrata a quattro mesi.

MARKET TIMING E CLIMA DI FIDUCIA DEGLI INVESTITORI

Come già osservato, potrebbe esserci un incentivo per le imprese a "cogliere il momento" del mercato e ricorrere al capitale di rischio quando i corsi azionari sono particolarmente elevati. Ciò spiegherebbe in parte un fenomeno caratteristico del mercato azionario, ovvero la minore performance di lungo termine dei corsi delle società di nuova quotazione rispetto a società analoghe in termini di dimensioni e settore di attività¹⁰⁾.

La figura 5 mostra che il volume di emissione delle IPO nell'area dell'euro ha rispecchiato l'andamento del rapporto tra valore di mercato e valore

9) Gli studi empirici recenti suggeriscono che l'emissione di azioni è connessa agli investimenti a livello sia micro sia macroeconomico. Cfr. Lowry, M., "Why does IPO volume fluctuate so much?", *Journal of Financial Economics*, vol. 67, n. 1, pp. 3-40 e Kim, W., Weisbach, M. S. (2005), *Do firms go public to raise capital?*, Working Paper del National Bureau of Economic Research, n. 11197.

10) Ciò spiega altresì la reazione generalmente negativa dei mercati azionari all'annuncio di IPO. Per una rassegna, cfr. Ritter, J. R. (2003), "Investment banking and securities issuance", *Handbook of the Economics of Finance*.

contabile (*market-to-book*) dell'indice azionario generale. Inoltre, incrementi significativi dei corsi azionari hanno generalmente preceduto aumenti dell'emissione azionaria. Sembra che le rilevanti flessioni del rapporto *market-to-book* nel 2001 e nel 2002 abbiano contribuito a quasi annullare l'emissione azionaria in quel periodo. Il motivo per tale andamento parallelo potrebbe essere che i dirigenti emettono azioni prevalentemente quando considerano che il mercato valuti le azioni della società a un livello appropriato, o eccessivamente elevato¹¹). Nel primo caso, le valutazioni dei dirigenti sono allineate con quelle degli investitori; i corsi azionari riflettono accuratamente notizie economiche positive (come uno shock positivo della produttività), favorendo sia corsi azionari più elevati sia l'emissione azionaria. Nel secondo caso, l'aumento dell'emissione azionaria potrebbe essere riconducibile in parte a migliorate attese economiche e in parte a corsi azionari eccessivi, che in qualche misura possono essere riconducibili a forme di irrazionalità degli investitori.

Se gli elevati valori di *market-to-book* debbano essere interpretati come una sopravvalutazione, e quindi di per sé una ragione perché le società accedano al capitale di rischio sui mercati, è una domanda cui è intrinsecamente difficile rispondere. La figura 6 mostra che l'emissione di IPO nell'area dell'euro è strettamente connessa con la percentuale netta di gestori di fondi che considerano sovrastimati i mercati azionari dell'area. Tale percentuale è aumentata nel 1999 e nel 2000, per poi calare parallelamente alla flessione dei corsi azionari e dell'emissione azionaria nel 2001 e nel 2002. Negli anni recenti i gestori di fondi hanno continuato a ritenere che il mercato azionario sia sottovalutato.

Un fattore correlato che spiega la tempistica dell'emissione azionaria è l'effetto del clima di fiducia degli investitori. L'evoluzione dell'ottimismo degli investitori nel tempo può avere un impatto sul costo del capitale di rischio, incidendo quindi sull'ammontare emesso. Ad esempio, aumenti eccessivi dell'avversione al rischio derivanti dalla flessione dei corsi azionari potrebbero incrementare il costo del capitale di rischio, dissuadendo pertanto le società dal farvi ricorso. Sebbene il clima di fiducia

Figura 6 Controvalore delle IPO e percezione degli investitori delle valutazioni dei mercati azionari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; valori percentuali netti; dati trimestrali)



Fonti: elaborazioni BCE e Merrill Lynch Regional Fund Manager Survey.

Note: il grado di percezione della sopravvalutazione è basato su una indagine tra i gestori di fondi dell'area dell'euro e si riferisce alla percentuale netta di gestori che ritiene i mercati dell'area dell'euro sopravvalutati. La serie dei controvalori delle IPO si riferisce all'emissione lorda di IPO da parte di società non finanziarie dell'area dell'euro. Le serie sono calcolate come media mobile centrata a quattro mesi.

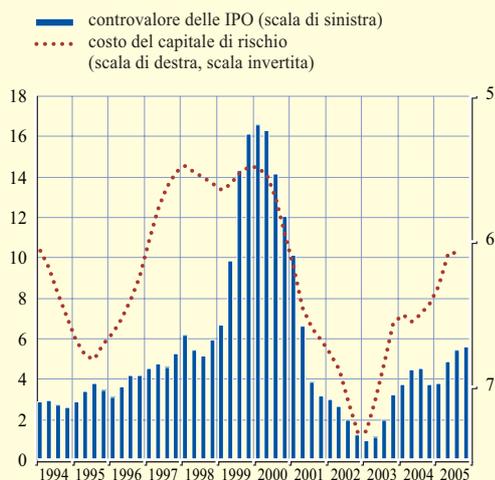
fra gli investitori inevitabilmente cambi nel tempo, è difficile misurare empiricamente l'avversione al rischio e/o la propensione degli investitori a investire nel mercato azionario.

Tutti i fattori menzionati incidono sul costo del capitale di rischio. In particolare, un migliorato clima di fiducia degli investitori, attese economiche più positive e corsi azionari più elevati sono tutti elementi che riducono il costo dell'emissione azionaria. Sebbene il costo esatto del finanziamento con capitale di rischio non possa essere misurato (prevalentemente per effetto dell'incertezza che riguarda gli utili societari futuri), la BCE elabora regolarmente una stima sulla base del modello dei dividendi attualizzati a tre stadi e delle previsioni degli utili formulate

11) Cfr. Baker, M., Wurgler, J. (2002), "Market timing and capital structure", *The Journal of Finance*, vol. 57, n. 1, pp. 1-32. Per un'opinione più cauta, cfr. anche Dittmar, A., Thakor, A. (2006), "Why do firms issue equity?", *The Journal of Finance*, prossima uscita.

Figura 7 Controvalore delle IPO e costo del capitale di rischio

(miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno; dati trimestrali)

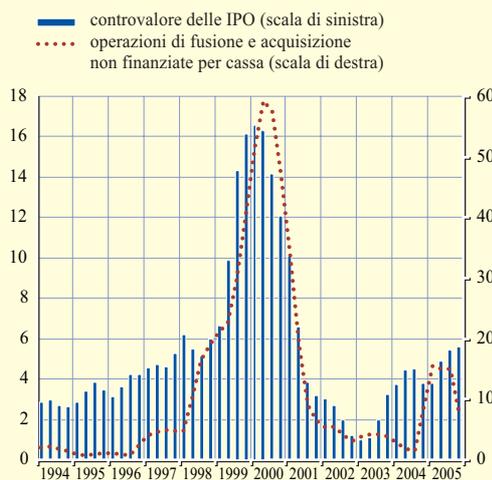


Fonte: Thomson Financial Database.

Note: la serie dei controvalori delle IPO si riferisce all'emissione lorda di IPO da parte di società non finanziarie dell'area dell'euro. La serie è calcolata come media mobile centrata a quattro mesi.

Figura 8 Controvalore delle IPO e delle operazioni di fusione e acquisizione non finanziate per cassa nell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati trimestrali)



Fonte: Thomson Financial Database.

Note: la serie dei controvalori delle IPO si riferisce all'emissione lorda di IPO da parte di società non finanziarie dell'area dell'euro. La serie è calcolata come media mobile centrata a quattro mesi.

dagli analisti¹²⁾. La figura 7 riporta tale stima, congiuntamente ai volumi di IPO. Come previsto, i periodi in cui il costo del capitale di rischio era elevato hanno coinciso con un'attività di emissione azionaria molto contenuta. Si tratta soprattutto del periodo dal 2001 al 2003, quando il costo dell'emissione azionaria è aumentato in maniera significativa.

ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Le società accedono al capitale di rischio anche per finanziare l'acquisizione di altre società, utilizzando i proventi liquidi delle offerte pubbliche oppure emettendo azioni che sono successivamente scambiate per le azioni di una società obiettivo. Di conseguenza, ci si può attendere che anche i cicli dell'attività di fusione e acquisizione siano correlati all'attività di emissione azionaria; l'evidenza empirica recente suggerisce che la maggior parte delle società che quotano le proprie azioni in una borsa valori utilizzano parte di questi proventi per finanziare operazioni di fusione e acquisizione¹³⁾. A sostegno di questa tesi, la figura 8 indica che l'attività di fusione e acquisizione finanziata da capitale di rischio nell'area dell'euro riflette significativamente l'andamento delle emissioni azio-

narie. Nel contempo, tuttavia, l'attività di fusione e acquisizione è determinata anche da alcuni degli stessi fattori fondamentali sottostanti l'emissione azionaria, come l'andamento dei corsi azionari e i cicli del clima di fiducia degli investitori¹⁴⁾.

5 CONCLUSIONI

La capacità di ottenere capitale di rischio svolge un ruolo precipuo e strategico nelle decisioni di investimento e finanziamento delle società. Il presente articolo ha passato in rassegna l'evoluzione dei mercati azionari nell'area dell'euro negli

12) Cfr. il riquadro *Un modello dei dividendi attualizzati a tre stadi per l'area dell'euro* nell'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino. Cfr. anche il riquadro *Il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di settembre 2005 di questa stessa pubblicazione.

13) Di fatto, l'evidenza recente negli Stati Uniti suggerisce che il principale movente che spinge le società a quotarsi in borsa è il finanziamento di acquisizioni. Cfr. Brau, J., Fawcett, S. (2006), "Initial public offerings: An analysis of theory and practice", *The Journal of Finance*, vol. 61, n. 1, pp. 399-436.

14) Cfr. Lamont, O. A., Stein, J. C. (2005), *Investor sentiment and corporate finance: micro and macro*, Working Paper del National Bureau of Economic Research, n. 11882.

ultimi dodici anni. Il mercato azionario dell'area ha mostrato una spiccata ciclicità: al considerevole aumento dell'emissione azionaria della fine degli anni novanta e dei primi anni 2000 è seguito un altrettanto drastico calo negli anni successivi. Seppure sia difficile identificare accuratamente le diverse ragioni per cui una società decide di accedere al capitale di rischio sui mercati, uno dei motivi è la necessità di raccogliere finanziamenti per investimenti reali, in particolare in settori a forte

potenzialità di crescita. Inoltre, anche l'avversione degli investitori al rischio e la correlazione fra la tempistica dell'emissione azionaria e i periodi di elevate quotazioni azionarie hanno avuto probabilmente un'influenza significativa sul volume del capitale di rischio emesso negli ultimi dodici anni. Infine, i proventi derivanti dall'emissione azionaria, in molti casi, sembrano essere stati diretti verso il finanziamento dell'attività di fusione e acquisizione.

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	13,2	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.	10,3	8,6	7,9	-	10,0	.	2,61	3,56
2005 nov.	10,5	8,2	7,6	7,6	9,0	14,1	2,36	3,53
dic.	11,4	8,5	7,4	7,6	9,2	15,7	2,47	3,41
2006 gen.	10,3	8,4	7,7	7,7	9,7	15,7	2,51	3,39
feb.	9,9	8,7	7,9	8,1	10,4	16,4	2,60	3,55
mar.	10,1	9,0	8,6	.	10,8	.	2,72	3,73
apr.	.	.	.	.	.	.	2,79	4,01

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	2,0	2,0	81,6	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	2,6	1,3	1,2	81,3	.	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	1,8	2,1	81,5	.	8,3
2006 1° trim.	2,3	5,2	.	.	.	82,2	.	8,2
2005 nov.	2,3	4,2	-	-	3,1	-	-	8,4
dic.	2,2	4,7	-	-	2,9	-	-	8,3
2006 gen.	2,4	5,3	-	-	2,9	82,0	-	8,2
feb.	2,3	5,4	-	-	3,2	-	-	8,2
mar.	2,2	5,1	-	-	.	-	-	8,1
apr.	2,4	.	-	-	.	82,4	-	.

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)	
2004	67,3	105,3	-41,2	60,3	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-10,1	53,0	-145,5	162,5	320,3	103,0	105,2	1,2441
2005 2° trim.	-7,2	18,1	-14,7	107,8	302,3	103,4	105,6	1,2594
3° trim.	1,5	16,0	-97,6	89,8	311,7	101,9	104,2	1,2199
4° trim.	-7,6	3,8	-9,4	-42,0	320,3	100,9	103,1	1,1884
2006 1° trim.	.	.	.	.	327,1	101,2	103,5	1,2023
2005 nov.	-4,7	1,0	-2,0	-39,2	322,8	100,7	102,9	1,1786
dic.	3,0	1,3	0,6	-5,2	320,3	100,7	102,8	1,1856
2006 gen.	-8,7	-6,4	4,9	-37,1	332,1	101,4	103,6	1,2103
feb.	-0,8	-0,3	-25,9	19,8	332,1	100,7	103,0	1,1938
mar.	.	.	.	.	327,1	101,5	103,8	1,2020
apr.	.	.	.	.	.	102,7	105,0	1,2271

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

	7 aprile 2006	14 aprile 2006	21 aprile 2006	28 aprile 2006
Oro e crediti in oro	180.712	180.673	180.631	180.525
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	146.957	145.781	145.199	146.033
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	26.481	25.536	24.693	24.383
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	11.965	12.457	12.069	12.964
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	399.999	408.502	418.199	411.075
Operazioni di rifinanziamento principali	279.999	288.501	297.998	291.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	120.000	120.000	120.000	120.002
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	1	201	73
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	0	0	0
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	5.329	5.435	5.342	5.656
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	95.754	94.880	95.061	93.827
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.570	40.570	40.559	40.568
Altre attività	159.257	161.312	163.054	165.358
Attività totali	1.067.024	1.075.146	1.084.807	1.080.389

2. Passività

	7 aprile 2006	14 aprile 2006	21 aprile 2006	28 aprile 2006
Banconote in circolazione	563.351	571.601	565.910	568.830
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	156.838	159.566	161.751	154.531
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	156.689	159.553	161.679	153.913
Depositi overnight	147	13	71	618
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	2	0	1	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	114	114	114	114
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	55.787	54.445	68.126	66.227
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	13.873	13.640	13.612	14.069
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	177	172	151	152
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	11.034	8.975	7.551	8.133
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.825	5.825	5.825	5.825
Altre passività	65.589	66.372	67.331	68.071
Rivalutazioni	132.437	132.437	132.437	132.437
Capitale e riserve	61.999	61.999	61.999	62.000
Passività totali	1.067.024	1.075.146	1.084.807	1.080.389

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							
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
12	404.763	408	288.500	2,50	2,57	2,58	7
19	395.069	414	298.000	2,50	2,58	2,58	8
27	372.454	394	291.000	2,50	2,59	2,60	7
4 mag.	372.850	380	286.000	2,50	2,59	2,60	6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 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
27 apr.	63.596	188	40.000	-	2,76	2,78	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 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
11 apr.	Operazione temporanea	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 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	
feb.	14.353,6	7.511,1	534,2	1.804,6	1.241,7	3.262,0	

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	159,5	0,6	0,0	2,29
9 mag.	160,4	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	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
11 apr.	327,9	290,1	113,7	0,1	0,7	0,3	0,0	556,4	51,6	-35,2	159,5	716,2

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
4° trim.	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.	1.445,6	664,4	20,7	0,6	643,1	187,5	167,6	2,2	17,6	-	14,9	349,5	14,8	214,6
feb.	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
mar. ^(a)	1.431,3	636,9	20,7	0,6	615,6	188,2	168,0	2,3	18,0	-	15,8	348,9	14,7	226,7
IFM escluso l'Eurosistema														
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,8	12.825,3	811,9	7.555,6	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	806,0	7.668,8	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.	22.768,7	13.255,2	807,8	7.918,0	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.477,5
3° trim.	23.052,0	13.430,5	815,4	8.067,7	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
4° trim.	23.653,7	13.688,9	831,9	8.287,3	4.569,7	3.494,0	1.429,2	550,5	1.514,3	83,1	1.004,6	3.677,1	165,7	1.540,3
2006 gen.	24.004,7	13.812,1	826,8	8.386,0	4.599,2	3.536,5	1.448,5	554,2	1.533,8	87,0	1.033,1	3.778,2	164,8	1.593,0
feb.	24.180,0	13.896,6	817,4	8.468,5	4.610,7	3.575,3	1.455,4	566,1	1.553,8	85,4	1.048,5	3.819,1	165,0	1.590,3
mar. ^(a)	24.400,2	14.023,3	821,0	8.543,4	4.658,9	3.572,9	1.429,4	573,8	1.569,7	83,4	1.089,4	3.883,4	166,3	1.581,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 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
4° trim.	1.404,8	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	201,9	27,6	207,2
2006 gen.	1.445,6	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	208,2	30,7	203,4
feb.	1.445,2	568,6	429,2	56,5	19,7	353,0	-	0,1	210,8	29,7	206,8
mar. ^(a)	1.431,3	574,7	405,0	45,0	15,0	345,0	-	0,1	214,5	30,3	206,6
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	-	11.653,1	126,3	6.706,1	4.820,8	687,6	3.614,9	1.213,5	3.085,6	1.771,5
2° trim.	22.768,7	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,8	1.258,7	3.228,0	1.974,8
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
4° trim.	23.653,7	-	12.206,9	149,5	7.206,3	4.851,1	698,9	3.858,2	1.313,7	3.516,6	2.059,3
2006 gen.	24.004,7	-	12.225,3	133,7	7.215,8	4.875,9	695,4	3.888,8	1.345,7	3.614,5	2.234,9
feb.	24.180,0	-	12.271,3	143,1	7.237,2	4.891,0	695,6	3.952,7	1.360,4	3.695,0	2.205,0
mar. ^(a)	24.400,2	-	12.407,0	148,0	7.311,4	4.947,7	688,8	3.991,6	1.368,0	3.735,6	2.209,2

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	833,4	7.556,3	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	827,5	7.669,4	1.993,2	1.510,4	482,8	683,6	3.483,3	169,0	1.433,8
2° trim.	17.037,6	8.747,6	828,9	7.918,7	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.624,5
3° trim.	17.317,9	8.904,9	836,6	8.068,3	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,1	177,5	1.628,8
4° trim.	17.895,1	9.140,5	852,5	8.288,0	2.147,3	1.594,8	552,5	705,2	4.014,1	180,5	1.707,6
2006 gen.	18.199,4	9.234,1	847,5	8.386,6	2.172,5	1.616,1	556,4	721,3	4.127,7	179,5	1.764,2
feb.	18.355,2	9.307,2	838,0	8.469,2	2.190,9	1.622,6	568,3	741,2	4.172,7	179,6	1.763,7
mar. ^(p)	18.515,3	9.385,7	841,7	8.544,0	2.173,4	1.597,3	576,1	777,2	4.232,4	181,0	1.765,6
Transazioni											
2003	796,4	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	20,9	225,0	-3,8	0,0
2004	1.270,8	499,7	-6,7	506,5	91,9	58,1	33,8	37,2	437,7	2,7	201,5
2005 1° trim.	449,5	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,2	16,4	16,4	187,3	-4,1	60,6
2° trim.	531,9	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,5	126,4	1,0	131,5
3° trim.	257,8	160,5	7,8	152,7	-14,7	-12,6	-2,1	2,9	107,3	1,0	0,8
4° trim.	355,2	235,2	14,2	221,1	44,0	3,2	40,8	2,6	33,7	3,3	36,3
2006 gen.	314,8	80,3	-4,9	85,2	31,9	26,2	5,7	13,9	127,5	-1,2	62,4
feb.	118,4	71,7	-9,6	81,3	18,5	6,5	12,0	17,6	12,0	0,1	-1,5
mar. ^(p)	212,1	86,2	3,8	82,3	-4,9	-14,7	9,9	35,8	96,2	0,8	-2,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005 1° trim.	16.259,8	471,8	187,4	6.723,7	614,5	2.145,6	1.063,0	3.110,5	1.942,9	0,4
2° trim.	17.037,6	496,6	211,5	6.939,3	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.155,3	-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
4° trim.	17.895,1	532,8	173,9	7.220,9	615,8	2.325,9	1.201,4	3.544,3	2.266,5	13,6
2006 gen.	18.199,4	520,9	191,6	7.233,4	608,4	2.337,5	1.227,3	3.645,2	2.438,3	-3,1
feb.	18.355,2	524,9	199,6	7.256,9	610,2	2.381,3	1.248,9	3.724,7	2.411,8	-3,1
mar. ^(p)	18.515,3	532,3	193,0	7.326,4	605,4	2.404,0	1.254,3	3.765,9	2.415,8	18,1
Transazioni										
2003	796,4	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	37,4	130,8	-30,0	60,3
2004	1.270,8	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	232,1	37,7
2005 1° trim.	449,5	3,3	25,0	57,2	9,7	65,3	13,2	212,0	108,1	-44,4
2° trim.	531,9	24,8	24,1	175,4	6,7	80,2	24,5	61,4	168,0	-33,2
3° trim.	257,8	10,6	-29,4	66,0	10,0	37,7	19,0	127,9	20,1	-4,2
4° trim.	355,2	25,7	-8,6	194,5	-29,4	33,9	28,0	42,4	37,9	30,9
2006 gen.	314,8	-11,9	17,7	16,8	6,6	8,0	2,7	124,7	155,6	-5,3
feb.	118,4	4,0	8,0	19,5	3,2	34,3	20,1	45,3	-15,7	-0,4
mar. ^(p)	212,1	7,4	-6,6	70,4	2,3	32,6	5,5	75,3	-8,0	33,2

Fonte: BCE.

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

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

2.3 Statistiche monetarie

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

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	M2		M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	2.294,6	8.686,1	7.548,8	385,4
2005 1° trim.	3.008,1	2.680,1	5.688,3	949,5	6.637,7	-	4.575,5	2.331,6	8.832,9	7.676,6	381,8
2° trim.	3.257,9	2.559,8	5.817,7	981,9	6.799,6	-	4.790,2	2.361,1	9.109,6	7.891,9	468,2
3° trim.	3.346,1	2.626,1	5.972,2	996,1	6.968,3	-	4.871,3	2.371,7	9.337,8	8.083,0	454,6
4° trim.	3.423,5	2.651,3	6.074,8	996,1	7.070,8	-	4.997,8	2.472,7	9.543,8	8.281,3	462,3
2006 gen.	3.447,5	2.673,0	6.120,5	995,8	7.116,4	-	5.041,4	2.470,2	9.651,3	8.375,7	482,1
feb.	3.468,3	2.696,3	6.164,5	992,2	7.156,7	-	5.103,0	2.462,0	9.780,0	8.476,9	447,4
mar. ^(p)	3.496,7	2.720,8	6.217,6	1.009,5	7.227,1	-	5.131,5	2.432,7	9.894,3	8.553,5	473,3
Transazioni											
2003	258,4	113,6	372,0	33,1	405,1	-	236,4	132,3	445,6	371,0	98,6
2004	238,6	110,7	349,3	57,2	406,5	-	342,7	54,5	577,0	506,1	166,1
2005 1° trim.	96,6	13,4	110,0	-19,1	90,9	-	96,7	32,0	146,5	128,1	-6,3
2° trim.	85,3	36,1	121,4	32,7	154,1	-	123,2	12,6	227,7	173,1	52,8
3° trim.	89,1	66,0	155,1	14,8	169,9	-	69,1	14,6	220,1	194,1	-27,8
4° trim.	67,8	23,9	91,6	-18,8	72,9	-	98,8	34,1	227,9	199,8	-5,9
2006 gen.	25,5	23,9	49,3	7,7	57,0	-	23,8	2,5	93,8	81,0	9,9
feb.	19,3	21,4	40,7	-2,6	38,1	-	50,2	-8,3	125,3	100,0	-33,3
mar. ^(p)	30,2	26,8	57,0	24,3	81,3	-	35,5	-18,6	123,6	84,1	28,2
Variazioni percentuali											
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,9	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	98,6
2004 dic.	8,9	4,3	6,7	6,3	6,6	6,5	8,3	2,4	7,1	7,2	166,1
2005 mar.	9,2	4,9	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,4	7,5	7,6	96,7
giu.	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,2
set.	11,1	6,4	8,8	6,0	8,4	8,2	8,7	1,4	9,1	8,8	77,1
dic.	11,4	5,4	8,5	1,0	7,4	7,6	8,6	4,0	9,4	9,2	12,8
2006 gen.	10,3	6,4	8,4	3,2	7,7	7,7	8,6	3,0	9,9	9,7	29,8
feb.	9,9	7,3	8,7	3,6	7,9	8,1	8,7	1,8	10,7	10,4	-18,5
mar. ^(p)	10,1	7,8	9,0	6,1	8,6	.	8,6	1,6	11,5	10,8	23,9

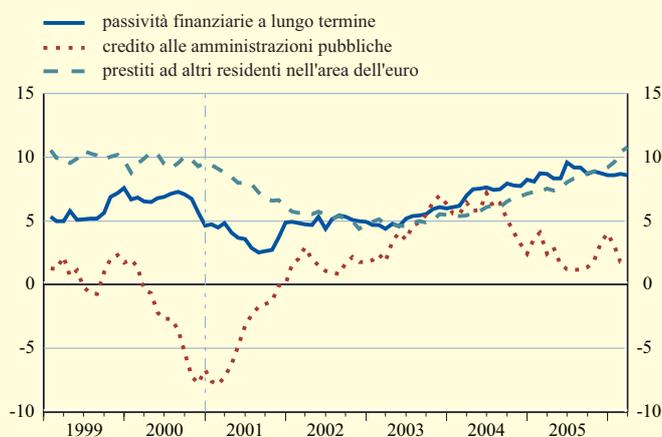
F1 Aggregati monetari

(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

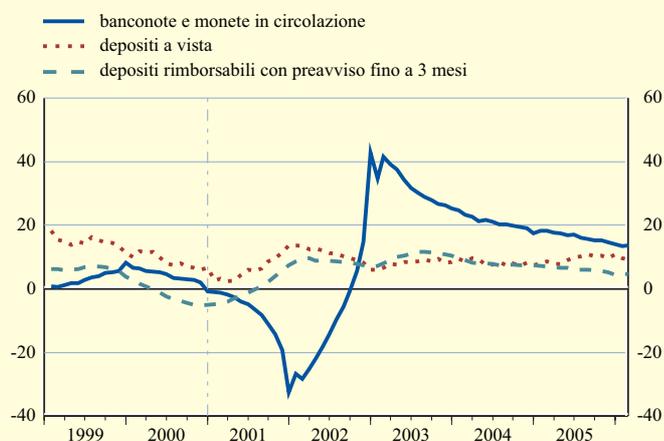
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	229,1	614,3	106,0	2.039,0	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
4° trim.	520,4	2.903,2	1.107,3	1.543,9	235,5	630,8	129,7	2.203,7	87,0	1.506,6	1.200,4
2006 gen.	528,3	2.919,2	1.118,2	1.554,8	240,2	611,7	144,0	2.207,6	88,0	1.518,3	1.227,5
feb.	535,2	2.933,1	1.136,9	1.559,4	227,6	611,2	153,4	2.234,2	87,9	1.531,5	1.249,4
mar. ^(p)	535,5	2.961,2	1.157,5	1.563,3	239,0	605,7	164,8	2.239,5	88,4	1.550,5	1.253,0
Transazioni											
2003	78,7	179,7	-30,7	144,2	-9,7	57,9	-15,1	149,8	-13,0	62,5	37,0
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	-12,4	-5,6	-1,1	60,4	0,1	23,5	12,7
2° trim.	16,5	68,8	13,1	23,0	10,2	9,5	13,0	63,9	-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
4° trim.	13,0	54,8	21,6	2,2	-8,1	-16,4	5,7	40,2	-1,3	28,1	31,8
2006 gen.	7,9	17,5	12,8	11,0	4,7	-5,1	8,0	6,6	1,0	12,3	3,9
feb.	6,9	12,4	17,0	4,4	-12,7	0,9	9,1	17,4	-0,1	12,5	20,4
mar. ^(p)	0,3	29,9	22,7	4,1	11,5	1,7	11,2	15,5	0,6	15,8	3,6
Variazioni percentuali											
2003 dic.	25,2	8,5	-2,9	10,5	-4,3	11,1	-14,9	9,0	-12,5	5,3	3,8
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	3,9	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
dic.	14,0	10,9	6,6	4,4	-3,0	-0,5	19,0	10,0	-4,7	7,9	7,8
2006 gen.	13,5	9,7	8,6	4,8	3,5	-1,4	30,8	9,5	-3,8	8,4	8,2
feb.	13,6	9,3	11,2	4,6	2,8	-0,5	27,6	8,9	-4,1	8,7	9,3
mar. ^(p)	12,4	9,8	12,6	4,3	3,9	0,0	45,1	8,7	-3,2	8,9	9,0

F3 Componenti degli aggregati monetari

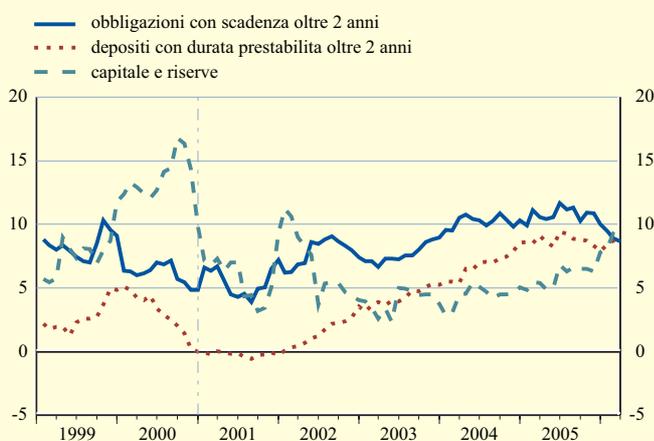
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,3	334,4	3.152,2	973,8	547,3	1.631,2
2005 1° trim.	58,2	39,7	560,8	351,1	3.189,4	983,8	554,6	1.650,9
2° trim.	63,8	43,9	580,6	361,7	3.282,3	1.025,6	563,9	1.692,7
3° trim.	65,2	42,8	601,1	370,2	3.322,0	1.011,2	575,9	1.734,8
4° trim.	64,5	41,6	621,1	370,2	3.408,4	1.037,6	593,5	1.777,3
2006 gen.	76,5	52,9	641,1	392,2	3.444,6	1.045,6	602,0	1.797,1
feb.	75,7	51,8	665,7	414,7	3.483,8	1.055,8	614,1	1.814,0
mar. ^(p)	82,2	57,8	660,9	411,9	3.524,8	1.065,8	628,8	1.830,3
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	163,9	24,5	31,1	108,3
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	16,0	8,2	82,9	35,1	9,8	37,9
3° trim.	1,4	-1,0	20,2	8,5	41,2	-13,7	12,0	42,9
4° trim.	-0,7	-1,2	14,5	-2,4	98,6	25,8	23,8	48,9
2006 gen.	12,0	11,4	24,5	25,1	27,4	8,5	8,5	10,4
feb.	-1,0	-1,3	23,2	21,7	38,8	10,2	12,0	16,6
mar. ^(p)	6,5	6,0	-3,0	-1,7	43,4	11,1	14,8	17,4
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	2,6	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	13,8	18,3	6,5	5,7	6,1	7,2
set.	22,7	13,3	17,4	22,1	7,3	5,6	6,5	8,6
dic.	30,3	31,1	11,1	8,7	8,3	5,6	9,9	9,3
2006 gen.	36,2	36,5	15,7	14,7	8,5	5,8	9,6	9,8
feb.	27,4	26,5	18,9	18,8	9,7	7,0	12,6	10,3
mar. ^(p)	40,7	45,1	16,9	16,8	10,4	7,8	14,7	10,5

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

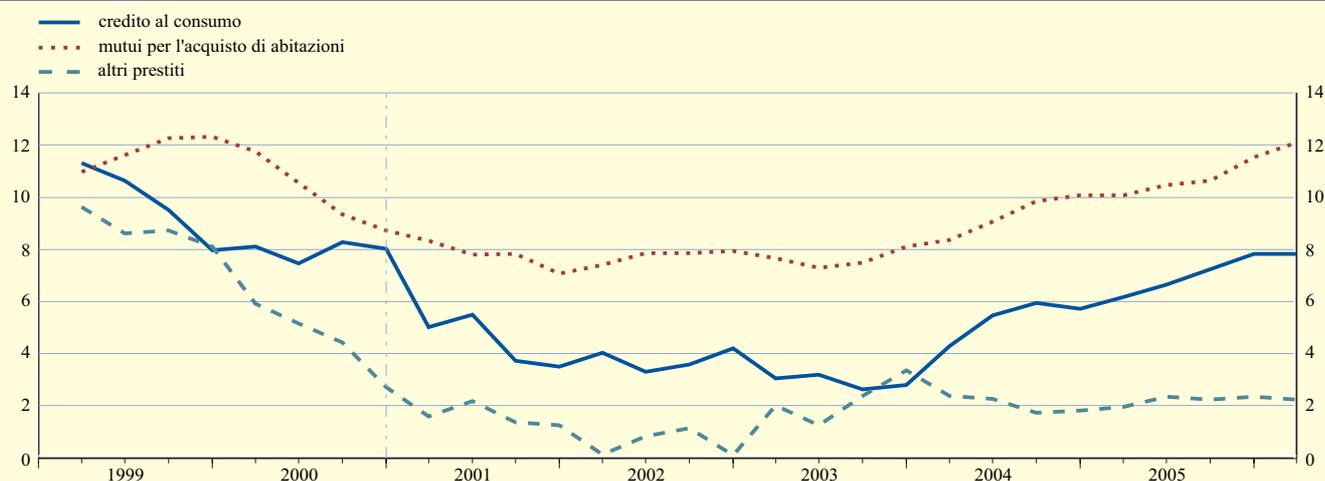
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Credito al consumo					Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2
2005 1° trim.	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,3	14,3	67,1	2.558,9	700,9	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
4° trim.	4.193,3	554,1	129,2	200,7	224,2	2.917,6	15,2	67,5	2.834,9	721,6	147,4	99,8	474,4
2006 gen.	4.223,8	554,6	128,5	200,2	225,9	2.949,9	15,1	67,4	2.867,4	719,3	146,4	97,3	475,5
feb.	4.243,3	555,9	127,5	201,2	227,2	2.969,9	15,1	67,7	2.887,2	717,4	145,8	97,9	473,7
mar. ^(p)	4.275,5	556,2	127,0	200,4	228,8	3.000,0	15,1	67,9	2.917,0	719,3	146,5	98,6	474,1
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	277,4	27,7	6,4	8,4	12,9	237,4	0,8	2,7	233,9	12,3	-0,9	2,0	11,1
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
4° trim.	108,7	11,5	3,8	1,8	5,8	92,3	0,2	1,6	90,5	4,9	1,7	1,1	2,1
2006 gen.	21,3	1,3	-0,4	-0,3	2,0	19,8	-0,1	-0,1	20,0	0,2	-0,6	-0,5	1,3
feb.	20,3	1,6	-0,9	1,0	1,4	20,1	0,0	0,2	19,8	-1,4	-0,5	0,6	-1,5
mar. ^(p)	35,4	2,0	-0,3	0,0	2,4	30,7	0,1	0,2	30,4	2,8	0,9	0,9	1,0
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	5,7	5,8	4,6	6,7	10,1	5,3	4,4	10,3	1,8	-0,6	2,1	2,5
2005 mar.	8,0	6,2	7,1	4,5	7,2	10,1	4,3	7,8	10,2	1,9	2,0	1,2	2,1
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
dic.	9,4	7,8	7,6	6,1	9,6	11,5	5,6	7,5	11,7	2,3	2,7	1,3	2,4
2006 gen.	9,4	8,1	6,9	6,4	10,4	11,6	7,5	7,7	11,8	2,3	2,3	1,5	2,4
feb.	9,5	8,4	7,0	6,8	10,7	11,7	8,6	7,9	11,8	1,9	1,9	2,2	1,8
mar. ^(p)	9,7	7,8	6,4	5,5	10,8	12,1	7,4	5,9	12,3	2,2	1,6	2,8	2,3

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⁾

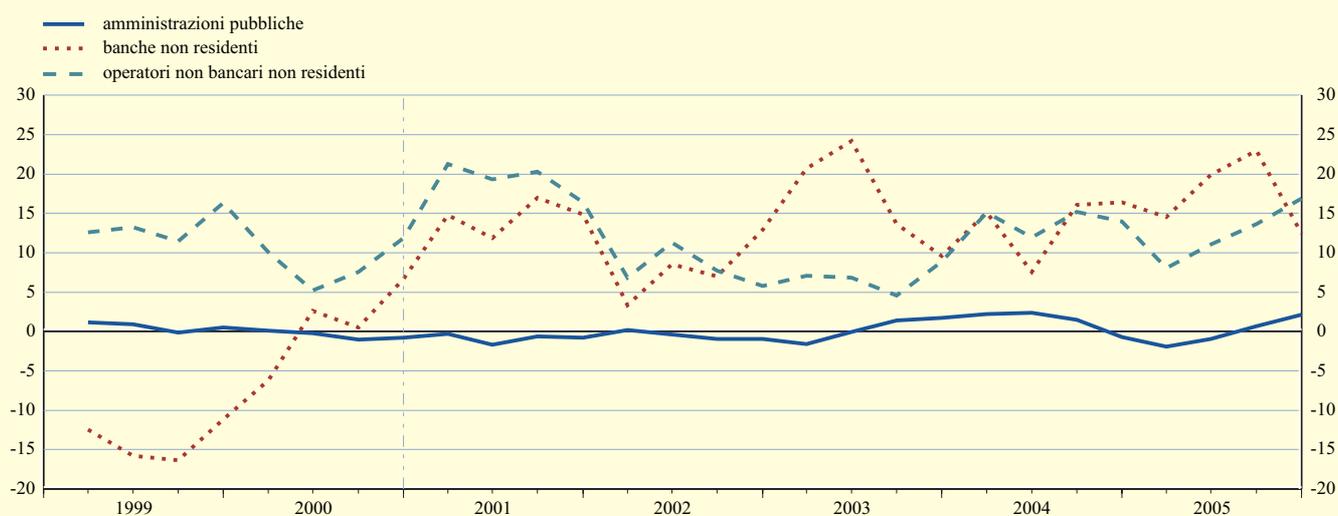
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 1° trim.	806,0	128,7	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
2° trim.	807,8	124,3	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
3° trim.	815,4	124,6	247,1	411,0	32,7	2.375,5	1.633,1	742,5	64,1	678,4
4° trim. ^(p)	831,9	129,4	246,8	423,7	32,1	2.484,1	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	-5,6	2,2	-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	3,1	-2,7	15,1	-0,6	-6,8	-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	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 mar.	-1,9	-2,3	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
giu.	-0,9	-1,1	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
set.	0,7	1,2	-2,4	4,1	-15,6	19,9	23,0	13,6	5,3	14,5
dic. ^(p)	2,1	-2,2	-3,2	4,9	34,9	14,8	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)

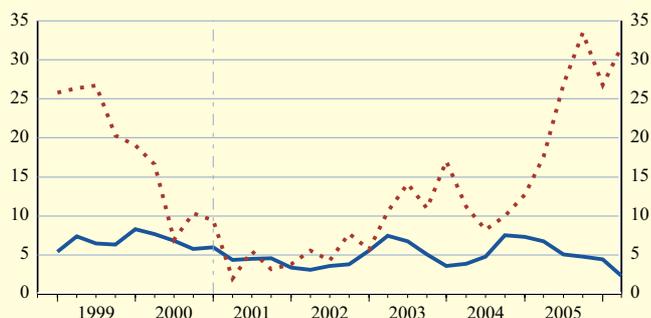
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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	692,8	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,5
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
4° trim.	612,4	67,7	51,9	469,6	1,2	1,4	20,5	876,0	234,0	185,7	324,6	10,5	0,1	121,1
2006 gen.	621,1	72,5	49,8	471,5	1,2	1,4	24,6	912,4	259,5	178,6	333,8	10,0	0,1	130,4
feb.	614,8	68,8	47,4	473,4	1,2	1,4	22,6	938,8	256,7	191,5	347,2	10,2	0,1	133,0
mar. ^(p)	612,6	65,6	50,3	474,6	1,1	1,4	19,7	980,3	271,3	195,3	367,5	11,0	0,1	135,1
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	48,7	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,6
2° trim.	-2,1	-5,3	-0,5	2,7	0,2	0,0	0,8	66,4	10,7	11,9	31,0	0,8	0,0	12,0
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
4° trim.	8,5	7,4	0,4	2,6	0,1	0,0	-1,9	16,1	-18,4	16,0	32,5	-0,1	0,0	-13,9
2006 gen.	8,8	4,9	-2,0	1,9	0,0	0,0	4,1	38,2	26,1	-6,5	9,7	-0,5	0,0	9,4
feb.	-6,4	-3,7	-2,5	1,8	0,0	0,0	-2,0	24,6	-3,3	12,2	12,9	0,2	0,0	2,6
mar. ^(p)	-2,0	-3,2	3,1	1,2	-0,1	0,0	-2,9	39,7	15,3	4,5	17,0	0,8	0,0	2,1
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	-	11,3
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
dic.	4,5	12,3	-1,2	4,3	36,1	2,9	-1,0	26,8	22,2	26,3	46,8	14,3	-	0,4
2006 gen.	3,8	6,0	-3,7	4,2	18,3	1,3	4,4	27,0	16,7	30,3	51,5	-4,5	-	4,0
feb.	3,6	11,6	-5,1	3,6	27,3	1,0	1,6	28,9	13,4	40,0	55,0	-1,7	-	3,8
mar. ^(p)	2,3	-1,8	2,0	3,0	11,4	1,0	-0,4	31,6	20,6	42,9	51,8	6,2	-	4,6

F8 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



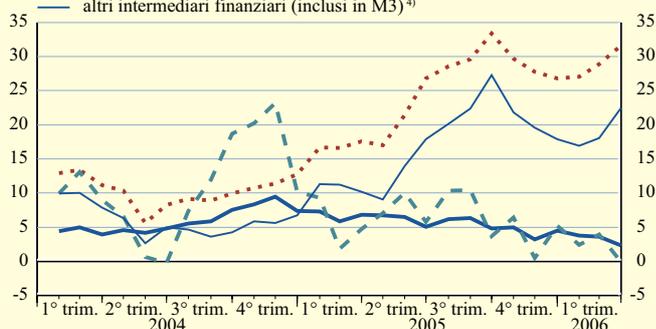
Fonte: BCE.

- 1) Settore dell'IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.
- 3) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)
- - - società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3) ³⁾
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁴⁾



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

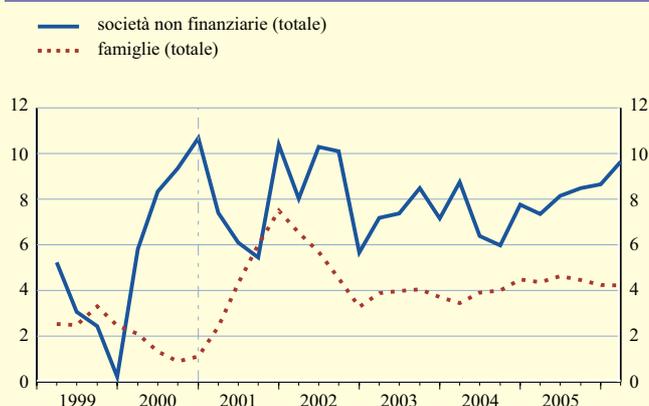
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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
4° trim.	1.212,0	769,3	305,2	67,2	44,5	1,2	24,6	4.342,0	1.685,9	532,7	630,7	1.355,4	84,5	52,8
2006 gen.	1.183,5	740,6	302,2	66,7	47,2	1,2	25,5	4.336,9	1.668,6	534,4	628,6	1.366,9	85,2	53,2
feb.	1.179,5	737,4	304,6	67,4	46,8	1,2	22,0	4.341,5	1.667,1	541,3	625,7	1.368,3	85,5	53,7
mar. ⁶⁾	1.199,3	745,7	312,2	71,8	46,4	1,2	21,9	4.355,2	1.674,0	548,4	623,4	1.368,0	86,3	55,1
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
4° trim.	63,1	49,7	8,4	2,4	0,6	0,0	1,9	96,0	60,0	16,7	3,8	13,6	0,6	1,2
2006 gen.	-27,1	-28,0	-2,2	-0,4	2,7	0,0	0,9	-4,2	-17,0	2,3	-2,1	11,6	0,7	0,4
feb.	-5,2	-3,9	1,9	0,7	-0,4	0,0	-3,5	3,9	-1,7	6,4	-2,9	1,3	0,3	0,5
mar. ⁶⁾	21,4	9,0	8,4	4,5	-0,4	0,0	-0,1	14,5	7,2	7,6	-2,3	-0,2	0,8	1,4
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
dic.	8,7	13,1	3,9	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,2	8,5	2,9	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 gen.	10,3	11,9	9,2	-1,0	18,8	-27,9	1,2	4,0	7,6	3,4	-1,0	3,4	-3,4	1,9
feb.	10,5	11,7	11,3	0,1	15,9	-27,7	-4,7	3,9	7,2	4,4	-1,5	3,3	-3,7	4,0
mar. ⁶⁾	9,6	9,8	11,3	6,5	14,2	-27,5	-8,4	4,2	7,4	6,5	-1,5	3,1	-2,7	7,6

F10 Depositi totali per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

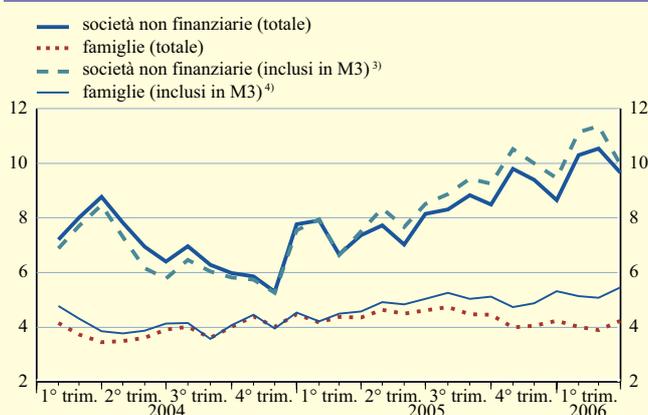
2) Questa categoria include i fondi di investimento.

3) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

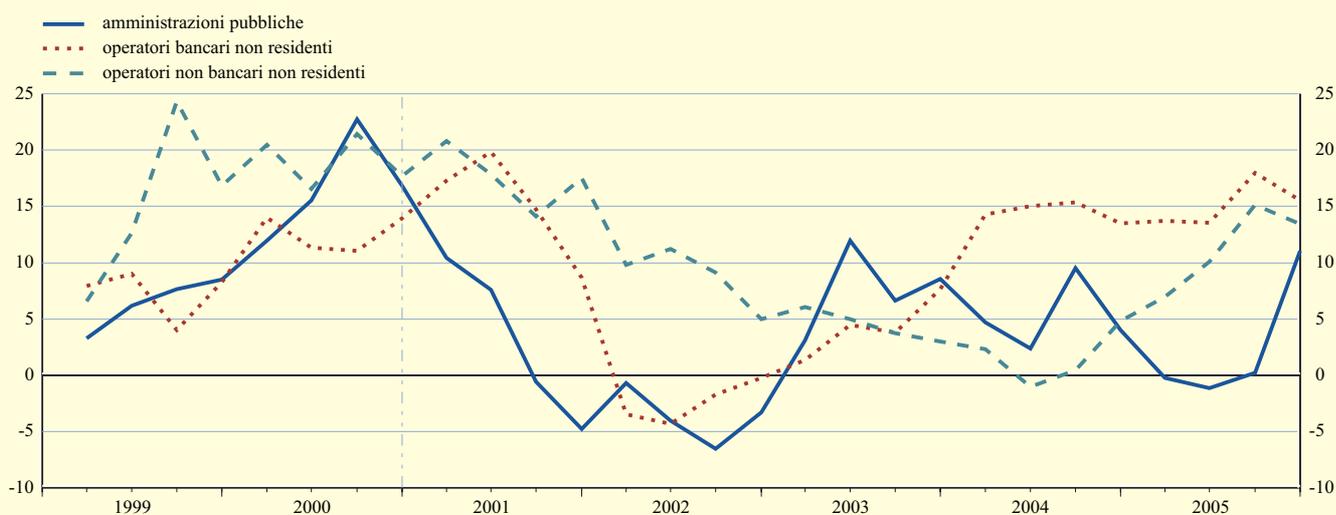
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	2.669,0	1.935,6	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)	313,5	149,5	38,4	80,9	44,9	3.048,8	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	188,1	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)	26,0	14,4	2,4	9,6	-0,3	23,4	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)	11,0	8,3	25,6	16,5	1,3	15,2	15,5	13,4	22,6	11,8

F12 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.

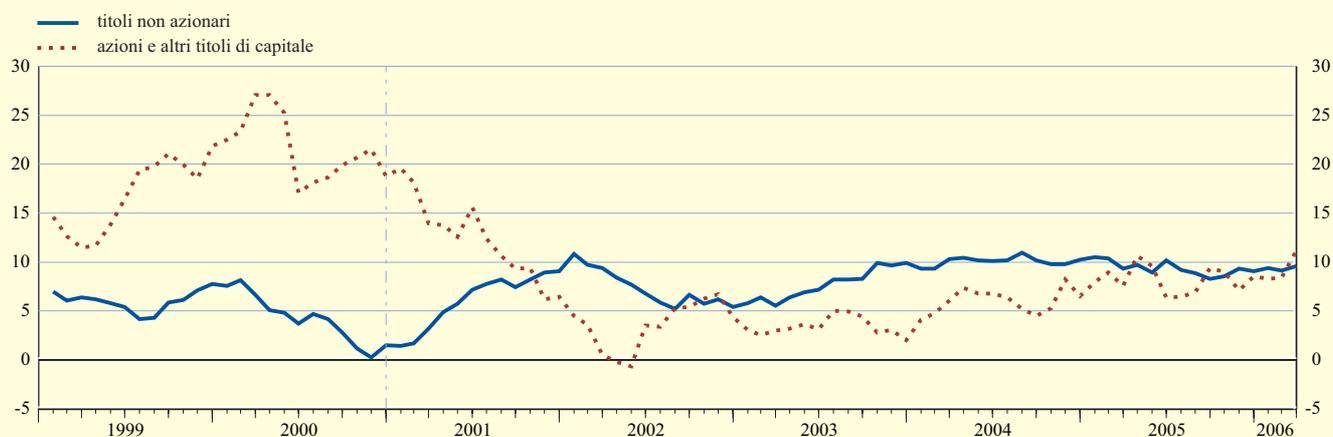
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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
4° trim.	4.436,8	1.450,3	64,0	1.412,2	17,0	526,4	24,1	942,8	1.253,6	309,7	694,8	249,0
2006 gen.	4.515,3	1.470,9	62,9	1.431,6	16,8	528,5	25,7	978,8	1.294,0	322,3	710,8	260,9
feb.	4.564,3	1.487,0	66,8	1.437,9	17,6	539,8	26,2	989,0	1.317,8	318,0	730,5	269,3
mar. ^(p)	4.572,1	1.501,6	68,1	1.412,8	16,6	547,0	26,8	999,2	1.363,2	323,7	765,8	273,7
Transazioni												
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	20,5	7,2	21,0	-7,6
2004	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	70,3	2,2	37,1	31,0
2005 1° trim.	137,6	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,9	9,3	16,9	31,8
2° trim.	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	15,0	5,1	25,5	-15,6
3° trim.	1,2	1,8	0,2	-20,6	0,9	-2,9	0,9	20,8	6,6	1,1	2,6	2,9
4° trim.	91,5	8,4	-4,6	2,3	-0,2	36,6	4,0	45,0	19,1	11,6	2,6	4,8
2006 gen.	102,9	27,9	-0,1	22,9	0,3	3,5	2,1	46,3	31,2	10,3	13,9	7,0
feb.	40,2	16,6	3,0	6,4	0,4	11,9	0,0	1,8	19,9	-5,2	17,6	7,5
mar. ^(p)	33,4	15,1	2,7	-16,4	-0,5	8,6	1,2	22,8	44,3	5,2	35,2	3,9
Variazioni percentuali												
2003 dic.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	2,1	2,7	3,7	-4,1
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,5	0,8	6,0	17,4
2005 mar.	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,6	1,9	4,5	26,5
giu.	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,4	1,4	7,0	11,7
set.	8,3	8,9	5,9	-0,1	2,6	12,6	10,6	20,3	9,4	4,7	10,6	12,3
dic.	9,1	6,3	-1,7	3,9	-4,6	16,1	33,8	19,2	8,5	9,6	7,2	11,0
2006 gen.	9,4	8,1	-7,8	2,9	-16,1	15,7	49,1	19,9	8,3	10,8	7,4	7,4
feb.	9,1	8,1	-2,9	1,1	-10,6	15,6	52,0	21,4	8,4	9,2	10,1	2,7
mar. ^(p)	9,6	8,3	-0,8	0,6	-0,6	17,0	57,6	22,9	11,2	9,7	14,5	3,8

F13 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
4° trim.	-1,0	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-0,1	-1,0	-0,7	-4,6	-0,5	-3,1	-1,0
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.	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
mar. ^(p)	-0,2	-0,1	0,0	-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
4° trim.	-8,5	-2,1	-4,6	-1,8	-0,4	-0,2	-0,2
2006 gen.	-1,7	-0,8	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,1
feb.	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
mar. ^(p)	-1,1	-0,2	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	17,6	8,0	3,4	6,2
2004	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	5,4	1,3	0,8	3,3
2005 1° trim.	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	3,4	0,5	1,7	1,3
2° trim.	17,2	2,9	0,2	7,8	0,2	1,6	0,1	4,4	9,8	0,9	4,3	4,5
3° trim.	-3,1	0,2	0,1	-3,6	-0,1	0,3	0,0	0,0	14,3	1,8	7,2	5,3
4° trim.	4,7	-0,6	0,1	-0,5	0,5	0,4	0,1	4,7	12,9	1,3	5,4	6,2
2006 gen.	-2,3	-1,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,5	8,7	2,0	2,1	4,6
feb.	2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	2,3	4,0	0,9	2,1	1,0
mar. ^(p)	-5,6	-0,3	-0,1	-3,7	-0,1	-0,5	-0,1	-0,9	1,5	0,5	0,6	0,5

Fonte: BCE.

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Depositi

	IFM ²⁾								Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro															
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3	
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4	
2005 1° trim.	4.820,8	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.832,4	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)	4.851,1	90,9	9,1	5,7	0,4	1,4	1,0	7.355,8	96,8	3,2	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.	1.935,6	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.	3.795,0	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)	4.051,7	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)	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.119,2	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)	1.514,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	1.979,7	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.	359,5	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,6	438,4	43,8	56,2	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)	398,5	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 3° trim.	3.688,2	266,5	1.588,9	78,8	1.510,1	1.179,8	325,6	155,4	172,2
4° trim.	3.830,2	260,5	1.622,4	78,6	1.543,8	1.251,1	342,2	158,5	195,5
2005 1° trim.	4.058,7	287,8	1.692,2	79,3	1.612,9	1.325,5	371,3	163,1	218,8
2° trim.	4.314,0	295,9	1.783,6	91,4	1.692,2	1.405,7	412,1	167,5	249,2
3° trim.	4.631,9	302,9	1.861,7	101,0	1.760,7	1.559,5	454,0	171,6	282,2
4° trim. ^(p)	4.793,3	291,9	1.849,7	109,3	1.740,4	1.690,6	498,5	176,0	286,5

2. Passività

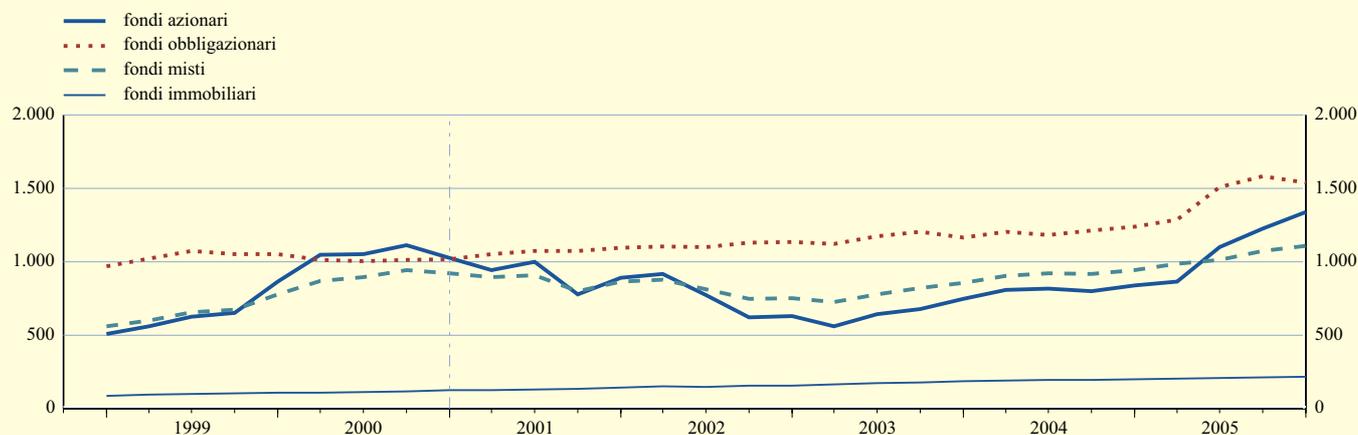
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2004 3° trim.	3.688,2	53,7	3.490,7	143,9
4° trim.	3.830,2	53,1	3.619,6	157,5
2005 1° trim.	4.058,7	61,7	3.798,9	198,2
2° trim.	4.314,0	58,7	4.035,4	219,8
3° trim.	4.631,9	60,5	4.352,9	218,6
4° trim. ^(p)	4.793,3	61,6	4.520,3	211,4

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

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2004 3° trim.	3.688,2	798,9	1.211,2	916,5	196,2	565,4	2.739,4	948,9
4° trim.	3.830,2	836,8	1.238,7	941,4	196,8	616,6	2.850,9	979,2
2005 1° trim.	4.058,7	864,6	1.285,7	984,4	201,1	722,8	3.041,4	1.017,3
2° trim.	4.314,0	1.097,2	1.510,1	1.011,1	207,1	488,5	3.245,6	1.068,3
3° trim.	4.631,9	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	541,0	3.507,5	1.124,4
4° trim. ^(p)	4.793,3	1.339,7	1.539,1	1.107,9	215,8	590,8	3.663,0	1.130,2

FI4 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 3° trim.	798,9	34,0	35,8	4,0	31,8	673,2	28,7	-	27,2
4° trim.	836,8	30,9	37,0	4,1	32,9	705,8	32,2	-	30,9
2005 1° trim.	864,6	33,8	37,0	4,0	33,0	729,9	33,3	-	30,6
2° trim.	1.097,2	45,0	41,6	4,5	37,1	936,5	40,0	-	34,1
3° trim.	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
4° trim. ^(p)	1.339,7	52,2	45,9	5,7	40,2	1.146,5	60,3	-	34,9
Fondi obbligazionari									
2004 3° trim.	1.211,2	87,1	1.006,4	42,4	964,0	34,4	28,8	-	54,5
4° trim.	1.238,7	84,1	1.020,9	43,6	977,3	39,9	29,4	-	64,3
2005 1° trim.	1.285,7	97,8	1.046,0	44,8	1.001,2	39,4	34,5	-	68,0
2° trim.	1.510,1	110,5	1.229,4	58,4	1.171,1	38,4	40,1	-	91,7
3° trim.	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
4° trim. ^(p)	1.539,1	100,3	1.252,9	67,7	1.185,2	38,6	46,3	-	101,0
Fondi misti									
2004 3° trim.	916,5	57,0	375,0	23,7	351,3	291,9	142,2	0,3	50,1
4° trim.	941,4	55,2	375,4	21,8	353,5	304,9	149,7	0,3	55,9
2005 1° trim.	984,4	61,1	388,4	22,5	365,9	315,0	155,3	0,2	64,5
2° trim.	1.011,1	65,5	418,3	21,2	397,0	277,6	170,1	0,2	79,4
3° trim.	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
4° trim. ^(p)	1.107,9	60,9	439,7	26,8	412,9	315,5	201,9	0,1	89,8
Fondi immobiliari									
2004 3° trim.	196,2	15,5	9,2	0,7	8,5	0,8	8,1	154,0	8,7
4° trim.	196,8	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,3	8,7
2005 1° trim.	201,1	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,8	9,0
2° trim.	207,1	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,5	167,1	9,0
3° trim.	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
4° trim. ^(p)	215,8	14,2	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2004 3° trim.	2.739,4	221,6	1.051,9	939,0	249,8	133,4	143,7
4° trim.	2.850,9	217,9	1.077,4	999,7	261,0	137,5	157,6
2005 1° trim.	3.041,4	241,7	1.134,4	1.058,3	285,7	141,1	180,2
2° trim.	3.245,6	247,7	1.207,1	1.125,1	313,6	144,8	207,3
3° trim.	3.507,5	251,6	1.260,9	1.257,8	353,3	146,5	237,4
4° trim. ^(p)	3.663,0	244,1	1.277,9	1.372,1	380,9	150,1	237,8
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2004 3° trim.	948,9	44,9	537,0	240,8	75,8	22,0	28,5
4° trim.	979,2	42,6	545,0	251,4	81,2	21,0	37,9
2005 1° trim.	1.017,3	46,1	557,8	267,1	85,6	22,0	38,6
2° trim.	1.068,3	48,2	576,5	280,6	98,5	22,8	41,9
3° trim.	1.124,4	51,3	600,7	301,7	100,8	25,2	44,8
4° trim. ^(p)	1.130,2	47,8	571,8	318,4	117,6	25,9	48,7

Fonte: BCE.

3

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale		Banconote, monete e depositi							Per memoria: depositi dei settori 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			
			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 3° trim.	16.340,6	6.191,5	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	319,6	354,7
4° trim.	16.705,4	6.343,4	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	332,4	336,1
2005 1° trim.	16.989,7	6.355,0	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	326,3	371,9
2° trim.	17.445,5	6.526,4	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	334,1	369,0
3° trim.	17.779,8	6.526,3	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,6	1.475,5	77,6	182,4	339,4	396,6
4° trim.	18.228,8	6.726,5	467,6	5.731,4	2.559,2	1.602,1	1.489,8	80,3	173,9	353,7	392,3
Transazioni											
2004 3° trim.	127,9	29,8	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,3	11,0
4° trim.	158,1	163,1	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	15,2	-16,3
2005 1° trim.	157,0	14,0	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-1,8	26,7
2° trim.	302,9	168,1	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	10,7	-9,5
3° trim.	96,7	3,5	8,7	15,7	-7,4	18,8	4,4	-0,1	-29,4	8,4	14,2
4° trim.	302,4	209,3	28,1	169,8	119,3	33,9	14,2	2,4	-8,6	19,9	-5,7
Variazioni percentuali											
2004 3° trim.	4,8	6,0	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	16,4	5,8
4° trim.	4,8	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	12,2	3,8
2005 1° trim.	4,8	6,0	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	10,9	5,1
2° trim.	4,6	6,1	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	12,1	3,5
3° trim.	4,4	5,6	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	10,2	4,3
4° trim.	5,1	6,2	13,0	5,4	10,6	1,6	2,8	-9,3	6,9	11,2	7,6
Titoli non azionari											
Azioni ¹⁾											
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 3° trim.	2.011,0	240,5	1.770,5	4.033,2	2.064,8	1.968,4	421,6	4.104,8	3.725,9	378,9	
4° trim.	2.017,5	260,8	1.756,8	4.148,1	2.165,5	1.982,6	405,0	4.196,4	3.814,4	382,0	
2005 1° trim.	2.023,7	255,5	1.768,2	4.302,7	2.269,9	2.032,8	411,2	4.308,4	3.917,4	391,0	
2° trim.	2.069,8	256,4	1.813,4	4.436,2	2.347,0	2.089,2	408,4	4.413,1	4.019,5	393,5	
3° trim.	2.054,7	251,4	1.803,3	4.692,1	2.520,6	2.171,5	409,5	4.506,7	4.109,1	397,6	
4° trim.	2.049,6	240,4	1.809,2	4.839,2	2.656,3	2.182,9	399,8	4.613,5	4.212,6	400,9	
Transazioni											
2004 3° trim.	20,5	9,8	10,7	14,8	7,4	7,4	-3,2	62,8	58,0	4,8	
4° trim.	-6,3	3,2	-9,5	-62,6	-51,6	-10,9	-16,4	63,9	59,8	4,2	
2005 1° trim.	31,2	-5,5	36,7	36,8	1,8	35,0	6,3	75,0	65,1	10,0	
2° trim.	25,8	2,0	23,8	37,8	19,6	18,3	-1,0	71,2	67,5	3,7	
3° trim.	-5,8	0,4	-6,1	26,3	-8,6	34,9	3,0	72,7	67,8	5,0	
4° trim.	5,7	-12,9	18,6	14,7	11,9	2,8	-8,3	72,7	68,6	4,2	
Variazioni percentuali											
2004 3° trim.	1,2	11,2	0,3	2,6	3,0	2,3	0,1	6,7	6,8	6,4	
4° trim.	3,8	31,4	0,8	1,4	1,1	1,7	-1,6	6,8	6,8	7,0	
2005 1° trim.	4,6	15,4	3,2	1,4	0,9	1,9	-3,3	6,6	6,6	6,6	
2° trim.	3,6	4,1	3,5	0,7	-1,1	2,5	-3,4	6,7	6,8	6,1	
3° trim.	2,2	0,0	2,5	1,0	-1,9	3,9	-1,9	6,9	7,0	6,0	
4° trim.	2,8	-6,2	4,2	2,8	1,1	4,6	0,0	7,0	7,0	6,0	

Fonte: BCE.

1) 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 3° trim.	17.438,9	8.812,5	7.671,3	930,7	90,1	840,6	3.743,4	1.172,0	2.571,4	4.138,5	287,8	3.850,7	426,2
4° trim.	17.815,1	8.939,7	7.794,7	929,7	80,8	848,9	3.784,5	1.192,2	2.592,3	4.225,4	292,3	3.933,2	435,0
2005 1° trim.	18.180,2	9.027,6	7.877,9	924,3	77,4	846,9	3.815,2	1.191,4	2.623,8	4.288,1	292,1	3.996,0	451,3
2° trim.	18.712,8	9.238,5	8.103,2	924,3	82,2	842,1	3.909,5	1.239,9	2.669,6	4.404,6	302,6	4.102,0	518,3
3° trim.	19.190,9	9.373,1	8.238,6	933,6	87,5	846,1	3.941,0	1.222,8	2.718,3	4.498,4	300,1	4.198,3	527,8
4° trim.	19.459,3	9.620,2	8.455,0	947,3	84,5	862,8	4.054,8	1.265,0	2.789,8	4.618,1	306,6	4.311,5	587,6
Transazioni													
2004 3° trim.	149,7	80,9	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	4,9	-11,3	16,1	81,2	-2,6	83,8	2,0
4° trim.	119,5	147,6	139,7	1,9	-9,2	11,1	58,1	23,1	35,1	87,5	5,8	81,7	1,7
2005 1° trim.	237,7	89,9	87,2	-6,2	-3,4	-2,7	31,1	5,9	25,1	65,0	0,7	64,3	7,6
2° trim.	323,9	202,7	186,2	-0,6	4,8	-5,4	90,1	40,6	49,5	113,1	10,4	102,7	60,9
3° trim.	219,8	132,0	139,0	9,6	5,3	4,2	26,5	-16,3	42,8	95,9	-2,5	98,5	23,4
4° trim.	286,1	266,9	221,6	13,4	-2,7	16,1	138,3	42,5	95,8	115,2	6,7	108,5	46,1
Variazioni percentuali													
2004 3° trim.	4,4	4,9	5,7	1,0	24,0	-1,0	2,3	-1,3	4,0	8,3	0,9	8,9	5,5
4° trim.	4,4	5,1	5,9	-0,9	-1,7	-0,8	3,4	2,0	4,0	8,1	1,9	8,6	2,3
2005 1° trim.	4,5	5,5	6,0	-2,0	-10,1	-1,1	4,5	3,1	5,2	8,2	3,9	8,5	1,7
2° trim.	4,8	6,0	6,6	-1,1	-10,1	-0,1	4,9	4,9	4,9	8,5	4,9	8,8	16,7
3° trim.	5,2	6,5	7,2	0,5	-2,8	0,9	5,5	4,5	5,9	8,7	5,0	9,0	21,9
4° trim.	6,0	7,7	8,1	1,7	5,0	1,4	7,6	6,1	8,2	9,2	5,2	9,5	31,7
Titoli non azionari emessi da:													
	Totale	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						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2004 3° trim.	5.370,8	4.716,4	615,5	4.100,9	654,4	225,5	428,9	2.763,8	194,0	297,7			
4° trim.	5.380,6	4.728,9	590,8	4.138,0	651,7	221,3	430,4	2.980,4	213,5	300,9			
2005 1° trim.	5.498,3	4.834,9	601,3	4.233,6	663,4	235,5	428,0	3.138,6	212,0	303,7			
2° trim.	5.709,1	5.031,3	622,8	4.408,5	677,8	240,7	437,1	3.243,6	214,7	307,0			
3° trim.	5.705,9	5.026,8	610,7	4.416,1	679,1	237,2	441,9	3.580,2	221,3	310,4			
4° trim.	5.627,1	4.956,5	586,5	4.369,9	670,7	235,6	435,1	3.676,1	222,6	313,3			
Transazioni													
2004 3° trim.	47,1	39,8	0,7	39,2	7,3	-3,4	10,7	6,3	12,1	3,2			
4° trim.	-54,3	-44,9	-25,2	-19,7	-9,4	-7,3	-2,1	2,8	19,4	4,0			
2005 1° trim.	140,4	123,7	9,1	114,7	16,7	15,4	1,3	4,8	-0,2	2,8			
2° trim.	117,0	111,3	22,7	88,5	5,7	5,0	0,7	-1,7	2,7	3,3			
3° trim.	-1,4	-1,6	-12,0	10,5	0,2	-3,6	3,7	79,3	6,6	3,4			
4° trim.	-23,5	-20,5	-24,0	3,5	-3,0	-4,4	1,4	19,9	19,6	3,1			
Variazioni percentuali													
2004 3° trim.	5,2	5,2	6,7	5,0	5,2	12,7	1,8	0,5	11,3	4,9			
4° trim.	4,8	5,2	6,2	5,1	2,0	8,4	-1,0	0,5	17,5	4,6			
2005 1° trim.	4,8	4,8	1,0	5,3	5,6	8,4	4,1	0,6	12,8	4,5			
2° trim.	4,7	5,0	1,2	5,5	3,1	4,3	2,5	0,4	18,7	4,5			
3° trim.	3,8	4,0	-0,9	4,7	2,0	4,2	0,9	3,1	14,7	4,5			
4° trim.	4,3	4,5	-0,7	5,2	3,0	5,6	1,6	3,4	13,5	4,2			

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				Operazioni pronti contro termine	Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso		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 3° trim.	4.116,0	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	369,9	64,0	305,9	1.652,2	67,7	1.584,5
4° trim.	4.229,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	361,4	63,4	297,9	1.716,6	80,0	1.636,7
2005 1° trim.	4.354,0	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	359,9	64,0	295,9	1.761,5	78,3	1.683,2
2° trim.	4.487,8	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	354,6	65,6	288,9	1.826,5	78,2	1.748,4
3° trim.	4.653,0	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	360,2	71,4	288,8	1.869,9	75,4	1.794,5
4° trim.	4.729,2	612,4	67,7	521,5	2,6	20,5	362,9	77,4	285,5	1.893,7	79,7	1.814,0
	Transazioni											
2004 3° trim.	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	-0,2	-0,2	0,0	27,0	-0,4	27,4
4° trim.	61,7	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-8,6	-0,6	-8,0	49,3	3,4	45,8
2005 1° trim.	86,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-3,3	0,9	-4,3	50,7	-1,6	52,3
2° trim.	54,9	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-5,5	1,6	-7,1	36,9	-1,1	38,1
3° trim.	76,6	7,2	-1,2	6,4	0,1	1,9	1,1	1,3	-0,2	33,0	-2,8	35,8
4° trim.	62,2	8,5	7,4	3,0	0,0	-1,9	0,9	5,5	-4,7	43,2	3,4	39,8
	Variazioni percentuali											
2004 3° trim.	6,9	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	5,2	-0,5	6,4	9,9	3,0	10,2
4° trim.	6,1	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-0,2	3,0	-0,8	9,6	8,9	9,7
2005 1° trim.	5,8	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-3,5	1,8	-4,6	9,5	3,4	9,8
2° trim.	6,3	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-4,8	2,7	-6,3	10,2	0,4	10,6
3° trim.	6,8	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-4,4	5,0	-6,4	10,3	-3,1	10,9
4° trim.	6,6	4,5	12,4	3,7	18,4	-1,1	-1,9	14,7	-5,4	9,5	-2,6	10,1

	Principali attività finanziarie						Principali passività								
	Totale	Azioni ¹⁾		Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	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					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 3° trim.	1.392,9	657,9	735,0	62,2	127,5	4.274,0	90,7	52,5	21,1	186,4	3.975,8	3.386,1	589,7		
4° trim.	1.439,9	688,7	751,2	67,4	128,5	4.371,7	79,5	48,6	21,2	207,9	4.063,2	3.469,7	593,4		
2005 1° trim.	1.503,5	716,5	787,0	67,1	132,0	4.511,3	90,1	58,2	21,4	220,3	4.179,5	3.573,4	606,0		
2° trim.	1.576,8	747,4	829,4	87,2	134,2	4.633,0	92,8	63,8	21,5	223,3	4.295,3	3.685,8	609,5		
3° trim.	1.683,5	816,0	867,5	88,1	136,6	4.726,8	92,4	65,2	22,2	251,2	4.361,0	3.774,1	586,9		
4° trim.	1.721,5	833,5	888,0	80,8	138,7	4.874,6	66,1	64,5	22,2	285,9	4.500,4	3.872,5	627,9		
	Transazioni														
2004 3° trim.	14,0	9,2	4,8	-0,6	2,1	61,3	1,7	-1,1	-1,9	2,1	59,5	53,9	5,6		
4° trim.	10,0	2,7	7,3	5,1	1,1	43,3	-11,0	-3,6	0,0	0,1	54,3	50,5	3,8		
2005 1° trim.	23,0	5,5	17,6	-0,2	3,5	83,1	9,7	8,6	0,6	0,0	72,7	60,2	12,6		
2° trim.	23,6	1,4	22,2	6,7	2,0	72,6	2,8	5,5	0,0	0,5	69,3	65,6	3,7		
3° trim.	32,9	16,5	16,4	1,0	2,4	73,8	-0,4	1,4	0,5	1,1	72,6	65,9	6,7		
4° trim.	8,0	-10,0	18,0	0,0	1,6	76,8	-0,7	-0,7	0,1	4,6	72,7	66,6	6,2		
	Variazioni percentuali														
2004 3° trim.	4,3	2,2	6,2	3,0	-0,7	6,4	6,1	17,5	0,2	4,8	6,5	6,8	4,5		
4° trim.	3,1	1,3	4,8	4,8	6,1	6,2	5,5	36,9	-9,1	1,6	6,5	6,8	4,8		
2005 1° trim.	3,6	2,2	4,8	6,4	6,3	6,0	5,4	23,7	-6,5	1,2	6,3	6,6	4,7		
2° trim.	5,1	2,8	7,1	17,4	6,9	6,2	3,5	17,6	-5,6	1,4	6,5	6,9	4,4		
3° trim.	6,4	4,0	8,6	20,3	7,1	6,4	1,2	22,8	5,4	0,9	6,8	7,2	4,5		
4° trim.	6,1	1,9	9,9	11,1	7,4	7,0	14,3	30,5	6,2	3,0	7,1	7,4	4,9		

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	263,2
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

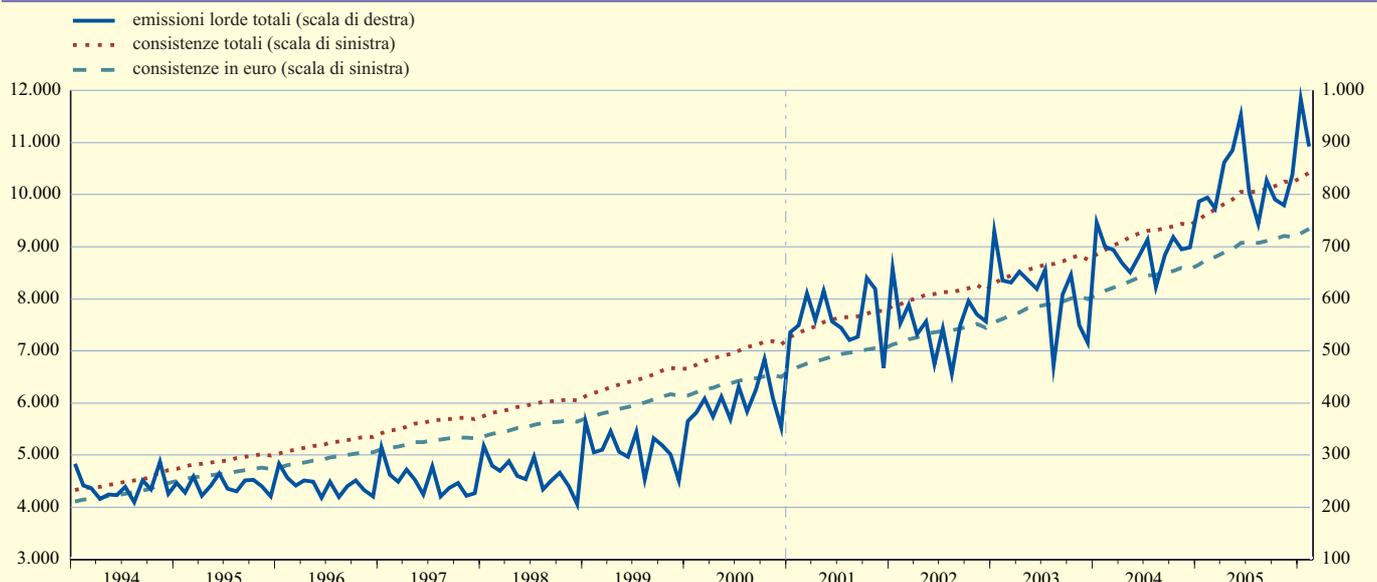
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2005 feb.	10.218,7	818,3	119,4	8.761,9	752,2	107,0	9.641,5	794,8	117,1	7,8	81,8	7,9
mar.	10.326,2	821,4	106,5	8.806,6	727,2	43,5	9.709,2	773,2	53,7	7,4	35,1	7,6
apr.	10.382,5	861,8	56,2	8.891,6	814,7	84,9	9.818,6	861,2	101,2	7,8	85,9	8,6
mag.	10.447,7	899,7	66,4	8.952,1	844,7	61,5	9.909,0	884,4	66,1	7,4	36,4	7,9
giu.	10.641,2	1.026,8	193,6	9.077,0	902,8	125,4	10.049,6	952,4	135,0	8,1	138,2	9,2
lug.	10.613,5	813,6	-27,9	9.079,9	762,7	2,8	10.055,9	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
ago.	10.620,9	757,8	3,8	9.072,6	705,2	-11,0	10.057,7	744,4	-2,7	7,4	35,2	7,0
set.	10.720,0	893,6	100,6	9.108,9	786,8	37,6	10.112,1	828,0	46,4	7,4	45,8	7,2
ott.	10.734,1	797,0	14,4	9.145,1	744,1	36,3	10.166,1	790,7	53,2	7,5	51,7	6,4
nov.	10.812,4	801,7	80,0	9.205,9	734,5	62,4	10.255,5	779,5	76,8	7,6	77,6	7,2
dic.	10.826,1	869,8	12,4	9.183,2	794,1	-23,9	10.237,7	838,0	-24,8	7,6	77,0	5,9
2006 gen.	.	.	.	9.262,1	930,4	84,9	10.319,5	982,8	101,6	7,6	63,6	7,1
feb.	.	.	.	9.338,5	838,8	74,8	10.424,2	892,4	88,0	7,2	51,1	7,4
A lungo termine												
2005 feb.	9.298,3	224,3	115,6	7.925,9	184,0	97,1	8.693,6	203,2	105,8	8,2	76,0	8,8
mar.	9.372,4	204,1	74,0	7.975,4	164,5	49,3	8.760,0	184,9	57,2	8,2	47,1	8,6
apr.	9.425,4	186,1	53,1	8.034,3	167,0	58,8	8.838,1	184,8	70,2	8,4	66,0	9,3
mag.	9.495,8	183,5	70,9	8.095,5	153,9	61,5	8.926,3	169,4	67,8	8,0	40,9	8,6
giu.	9.679,6	306,2	183,8	8.242,2	238,8	147,0	9.092,6	261,3	157,1	8,9	144,7	10,6
lug.	9.674,1	155,2	-5,8	8.235,4	131,4	-7,0	9.089,0	146,1	-2,4	8,4	-2,7	8,8
ago.	9.672,8	86,9	-4,9	8.222,3	63,9	-16,7	9.086,5	77,4	-9,2	8,1	22,0	7,4
set.	9.740,8	188,5	68,8	8.265,5	143,8	43,9	9.146,8	163,2	55,3	8,0	48,2	7,4
ott.	9.772,1	166,1	32,2	8.283,2	137,5	18,5	9.181,3	159,4	31,7	8,0	41,8	6,8
nov.	9.854,7	168,6	83,5	8.348,3	132,0	65,9	9.271,0	152,6	80,5	8,2	83,3	7,7
dic.	9.898,0	177,6	41,4	8.375,2	146,9	25,2	9.303,5	165,6	27,5	8,3	75,7	6,0
2006 gen.	.	.	.	8.415,0	176,7	44,9	9.344,1	198,6	57,2	8,1	59,0	7,4
feb.	.	.	.	8.473,9	166,5	58,1	9.427,9	192,0	71,0	7,6	38,6	7,8

F15 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	9.416	3.713	737	595	4.120	250	8.277	5.480	223	1.028	1.464	83
2005	10.238	4.109	927	613	4.306	283	9.838	6.983	325	1.031	1.404	95
2005 1° trim.	9.709	3.849	757	607	4.237	259	2.355	1.620	50	248	412	25
2° trim.	10.050	3.993	830	619	4.342	266	2.698	1.884	110	281	400	23
3° trim.	10.112	4.046	842	617	4.337	271	2.377	1.732	49	251	323	21
4° trim.	10.238	4.109	927	613	4.306	283	2.408	1.747	116	250	270	26
2005 nov. dic.	10.256 10.238	4.121 4.109	877 927	623 613	4.354 4.306	280 283	779 838	557 626	30 59	87 78	95 67	11 8
2006 gen. feb.	10.319 10.424	4.145 4.211	925 951	618 620	4.347 4.354	285 289	983 892	709 663	13 33	94 78	159 110	8 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	7.769	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 nov. dic.	985 934	496 482	7 7	99 90	377 350	5 5	627 672	488 554	4 2	79 67	53 46	2 3
2006 gen. feb.	975 996	501 522	7 7	96 94	368 369	5 5	784 700	613 569	4 3	88 74	76 52	3 2
	A lungo termine ¹⁾											
2004	8.503	3.266	730	505	3.758	245	1.939	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.627	920	523	3.956	278	2.069	937	280	89	702	61
2005 1° trim.	8.760	3.393	749	502	3.862	254	590	293	38	19	223	16
2° trim.	9.093	3.531	823	513	3.965	261	616	256	99	24	222	15
3° trim.	9.147	3.571	835	518	3.958	265	387	172	38	17	148	12
4° trim.	9.303	3.627	920	523	3.956	278	478	216	105	29	109	18
2005 nov. dic.	9.271 9.303	3.625 3.627	870 920	524 523	3.977 3.956	275 278	153 166	69 72	26 57	8 11	42 20	8 5
2006 gen. feb.	9.344 9.428	3.644 3.689	919 944	522 526	3.979 3.986	280 284	199 192	96 94	9 30	5 4	83 58	5 6
	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	3.607	217	1.228	413	92	54	620	48
2005 1° trim.	6.516	1.968	427	409	3.516	196	386	137	21	15	198	15
2° trim.	6.674	2.003	445	416	3.606	203	343	101	28	15	187	12
3° trim.	6.673	2.014	436	415	3.600	207	235	80	8	8	133	8
4° trim.	6.714	2.016	459	413	3.607	217	264	96	35	16	103	14
2005 nov. dic.	6.732 6.714	2.034 2.016	442 459	416 413	3.625 3.607	215 217	83 74	27 24	6 21	3 5	40 20	7 3
2006 gen. feb.	6.750 6.780	2.043 2.056	457 465	408 410	3.622 3.624	220 224	149 119	68 46	3 11	1 2	72 54	4 5
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2004	1.870	1.148	310	77	276	59	620	404	110	32	60	14
2005	2.257	1.343	456	93	303	60	714	429	187	28	58	12
2005 1° trim.	1.958	1.212	318	79	292	58	168	129	17	3	17	2
2° trim.	2.116	1.292	374	83	310	57	238	128	71	7	29	3
3° trim.	2.163	1.310	395	86	315	58	124	76	30	6	8	5
4° trim.	2.257	1.343	456	93	303	60	185	95	70	11	4	4
2005 nov. dic.	2.209 2.257	1.328 1.343	425 456	90 93	307 303	59 60	58 81	31 39	20 36	4 5	2 0	1 2
2006 gen. feb.	2.257 2.302	1.335 1.362	458 474	95 96	308 310	60 59	35 62	20 41	6 18	2 1	6 2	1 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.

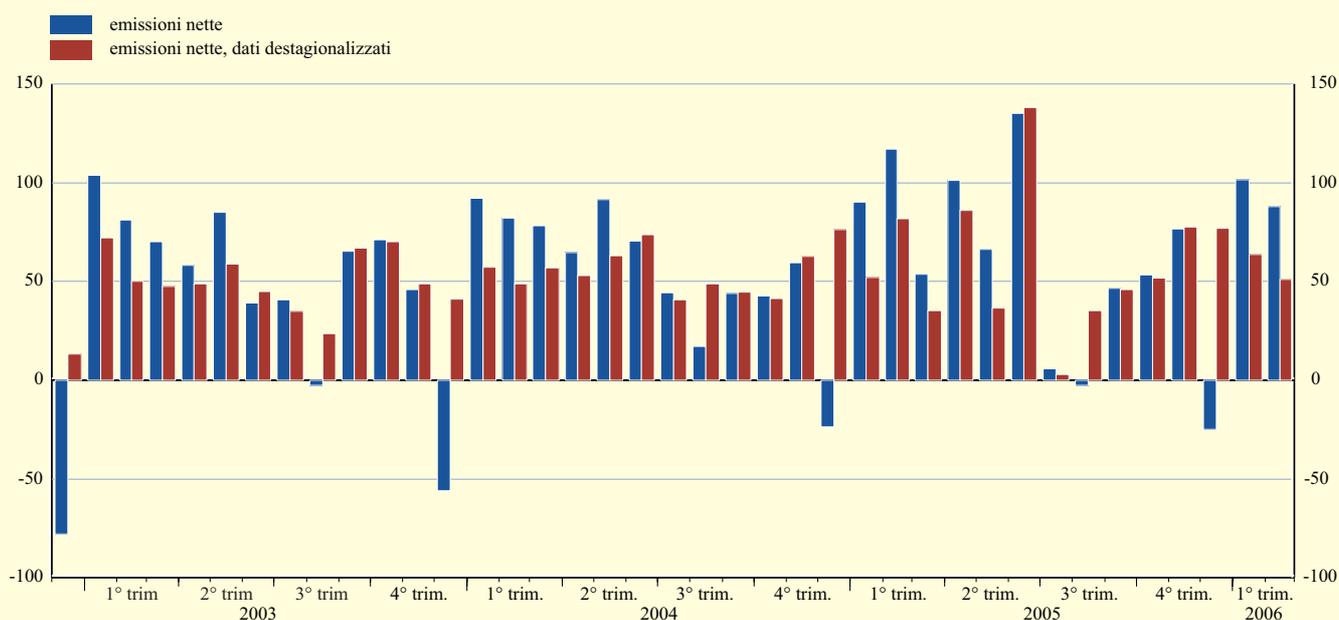
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento (miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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 finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
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	717,9	315,7	177,0	20,5	172,1	32,3	719,8	318,2	173,4	20,6	174,9	32,6
2005 1° trim.	260,9	114,5	13,4	13,7	110,4	9,0	169,1	72,0	29,5	10,2	49,1	8,3
2° trim.	302,3	117,9	69,7	8,8	99,2	6,5	260,4	122,3	62,7	4,9	64,6	6,0
3° trim.	49,6	38,4	12,4	-0,8	-4,8	4,5	83,9	49,9	18,5	1,0	8,3	6,3
4° trim.	105,1	45,0	81,5	-1,1	-32,6	12,4	206,3	74,0	62,8	4,6	52,9	12,0
2005 nov.	76,8	21,6	20,2	-2,8	30,9	6,9	77,6	22,9	16,3	-2,6	34,8	6,3
dic.	-24,8	-18,5	47,1	-7,9	-48,1	2,7	77,0	18,9	29,4	-0,4	24,8	4,4
2006 gen.	101,6	50,0	0,5	5,2	43,4	2,5	63,6	37,6	13,4	2,4	8,5	1,8
feb.	88,0	53,5	23,6	1,4	5,7	3,8	51,1	36,0	27,1	1,5	-16,8	3,3
	A lungo termine											
2004	615,5	297,8	73,8	11,8	202,4	29,7	618,6	298,8	72,0	11,6	206,2	30,0
2005	708,8	293,1	177,5	21,0	184,6	32,6	710,9	294,7	174,0	20,9	188,5	32,8
2005 1° trim.	230,3	111,5	13,0	-1,2	98,4	8,7	191,1	85,2	29,3	3,1	65,9	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	6,2
3° trim.	43,7	28,2	12,7	5,8	-7,6	4,5	67,4	29,2	18,8	7,6	5,5	6,3
4° trim.	139,7	40,8	81,7	7,8	-3,4	12,8	200,8	69,5	63,2	6,7	48,7	12,7
2005 nov.	80,5	19,7	19,9	0,1	33,7	7,1	83,3	27,0	16,2	-0,9	34,4	6,6
dic.	27,5	-3,0	47,0	1,4	-20,9	2,9	75,7	18,5	29,3	2,1	20,9	4,9
2006 gen.	57,2	28,2	0,7	-0,2	25,9	2,6	59,0	34,6	13,6	2,6	6,5	1,8
feb.	71,0	36,3	23,2	3,0	4,8	3,8	38,6	17,5	26,9	5,1	-14,4	3,5

F16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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

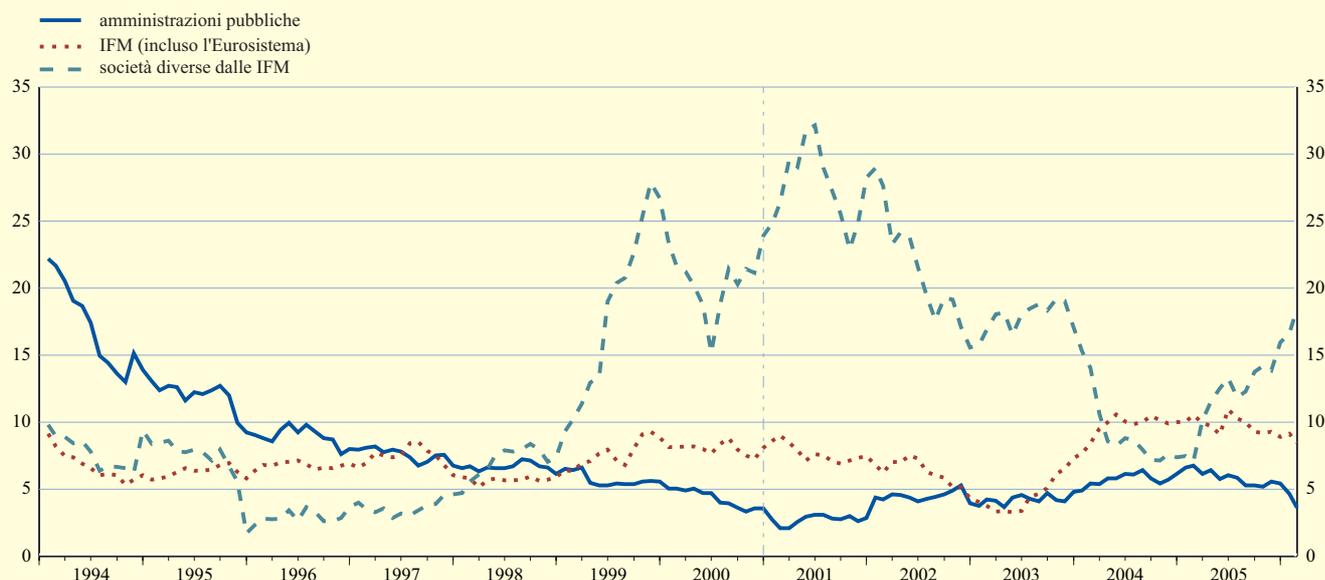


Fonte: BCE.

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'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2005 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	14,6	4,3	4,5	11,9	7,6	9,7	20,1	3,6	4,1	13,7
apr.	7,8	9,9	15,7	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,2	5,9	5,2	15,6
mag.	7,4	9,3	18,3	4,7	4,2	11,7	7,9	9,8	19,5	5,2	4,6	10,4
giu.	8,1	10,5	20,0	3,0	4,6	11,3	9,2	10,6	26,7	5,1	5,5	11,7
lug.	7,6	10,0	18,7	1,5	4,3	12,9	8,1	10,6	22,1	2,5	4,1	9,8
ago.	7,4	10,0	18,7	2,2	3,7	12,0	7,0	9,8	21,6	1,8	2,7	8,7
set.	7,4	9,4	21,2	2,8	3,8	11,7	7,2	9,1	22,4	2,0	3,5	9,7
ott.	7,5	9,4	21,4	3,9	3,6	12,1	6,4	8,5	23,7	2,0	2,1	8,8
nov.	7,6	9,4	21,0	3,0	4,0	12,3	7,2	8,9	22,5	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	1,8	2,9	14,3
2006 gen.	7,6	9,1	24,3	3,4	3,7	11,3	7,1	7,7	26,3	4,2	3,2	12,8
feb.	7,2	8,9	26,6	2,8	2,7	11,8	7,4	7,9	31,7	3,8	2,6	14,8
	A lungo termine											
2005 feb.	8,2	10,5	11,0	1,8	6,4	12,6	8,8	10,8	15,7	2,5	6,3	15,6
mar.	8,2	10,0	14,3	4,6	5,8	11,5	8,6	10,1	19,9	2,7	5,8	14,3
apr.	8,4	9,7	15,5	6,1	6,0	12,6	9,3	10,0	18,9	3,0	7,5	16,2
mag.	8,0	9,1	18,1	4,8	5,4	11,7	8,6	9,7	19,3	1,8	6,5	11,3
giu.	8,9	10,9	19,8	4,3	5,7	11,3	10,6	12,2	27,0	2,6	7,2	11,5
lug.	8,4	10,3	18,5	2,6	5,4	13,2	8,8	10,8	22,3	2,7	5,3	10,4
ago.	8,1	10,0	18,8	3,4	4,8	12,3	7,4	9,3	22,1	4,3	3,4	9,2
set.	8,0	9,3	21,2	3,6	4,8	12,2	7,4	8,4	22,7	4,4	3,9	10,1
ott.	8,0	9,2	21,5	4,1	4,7	12,5	6,8	8,4	24,3	5,4	2,1	8,9
nov.	8,2	9,3	21,1	3,5	5,1	12,9	7,7	8,9	23,0	5,3	3,6	14,6
dic.	8,3	8,9	24,0	4,2	4,9	13,3	6,0	5,7	21,0	5,7	2,8	15,2
2006 gen.	8,1	9,1	24,6	4,9	4,2	11,8	7,4	7,6	26,7	7,1	3,1	13,3
feb.	7,6	8,5	26,9	5,9	3,0	12,5	7,8	7,7	31,9	7,5	2,6	15,7

F17 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.

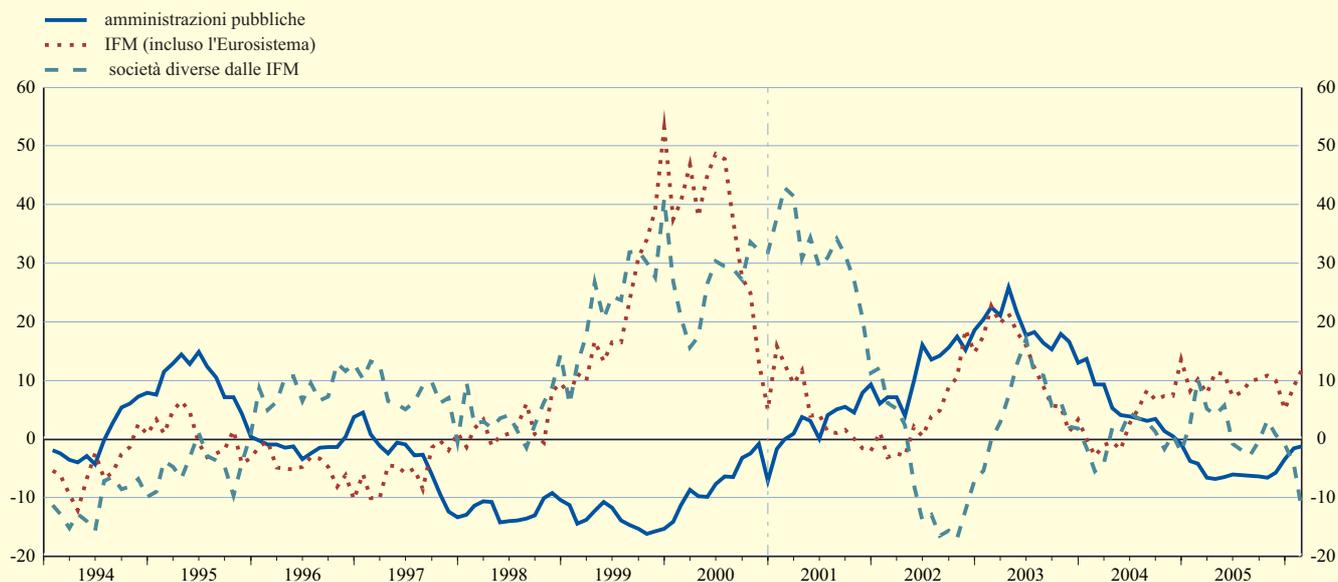
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	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	27,1	8,6	0,6	26,4
2005	4,7	3,1	5,8	0,2	5,5	15,0	19,3	18,3	35,5	22,3	9,9	4,6
2005 1° trim.	4,7	2,8	4,0	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	24,0	27,7	7,7	12,3
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,2	5,8	14,7	19,3	18,9	34,6	26,4	8,5	3,1
3° trim.	4,5	3,0	6,6	0,5	5,0	15,6	20,6	19,7	38,4	17,5	11,6	1,6
4° trim.	4,7	3,9	6,6	0,4	4,8	15,9	19,0	15,3	43,5	19,0	11,8	1,9
2005 set.	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,8	17,4	42,7	18,1	16,6	3,5
ott.	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,4	18,6	15,2	42,6	17,7	11,7	2,3
nov.	4,9	4,3	5,3	-0,1	5,1	16,5	18,5	14,8	43,8	19,1	10,5	0,9
dic.	4,7	3,7	8,3	0,3	4,7	16,8	19,0	14,8	45,3	22,2	9,7	1,4
2006 gen.	4,6	4,9	8,2	0,4	3,9	14,9	18,9	14,6	46,8	23,0	8,7	1,0
feb.	4,0	4,5	9,8	1,4	2,7	16,1	18,5	13,4	50,0	23,9	7,7	-0,2
	Euro											
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,2	8,9	0,5	25,3
2005	4,3	0,9	9,3	-0,3	5,4	15,3	18,8	17,2	34,8	22,3	10,3	5,2
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,6	18,2	24,3	26,7	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,2	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,7	24,5	9,0	3,7
3° trim.	4,1	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,4	18,9	37,9	18,3	12,1	2,5
4° trim.	4,2	1,9	8,8	0,5	4,7	16,2	18,3	13,9	41,2	20,5	12,3	2,2
2005 set.	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,2	16,0	41,0	19,6	17,2	4,3
ott.	4,3	2,2	9,7	1,3	4,5	15,7	18,0	14,0	40,1	19,0	12,2	2,5
nov.	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,9	17,6	13,2	41,4	20,8	11,0	1,0
dic.	4,2	1,8	9,2	0,4	4,5	17,2	18,2	13,3	43,0	23,7	10,2	1,7
2006 gen.	4,1	3,1	8,8	0,1	3,9	15,4	18,1	13,1	44,4	24,8	9,1	1,2
feb.	3,4	2,7	9,9	1,3	2,6	16,6	17,7	11,9	46,9	25,9	8,1	-0,3

F18 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)

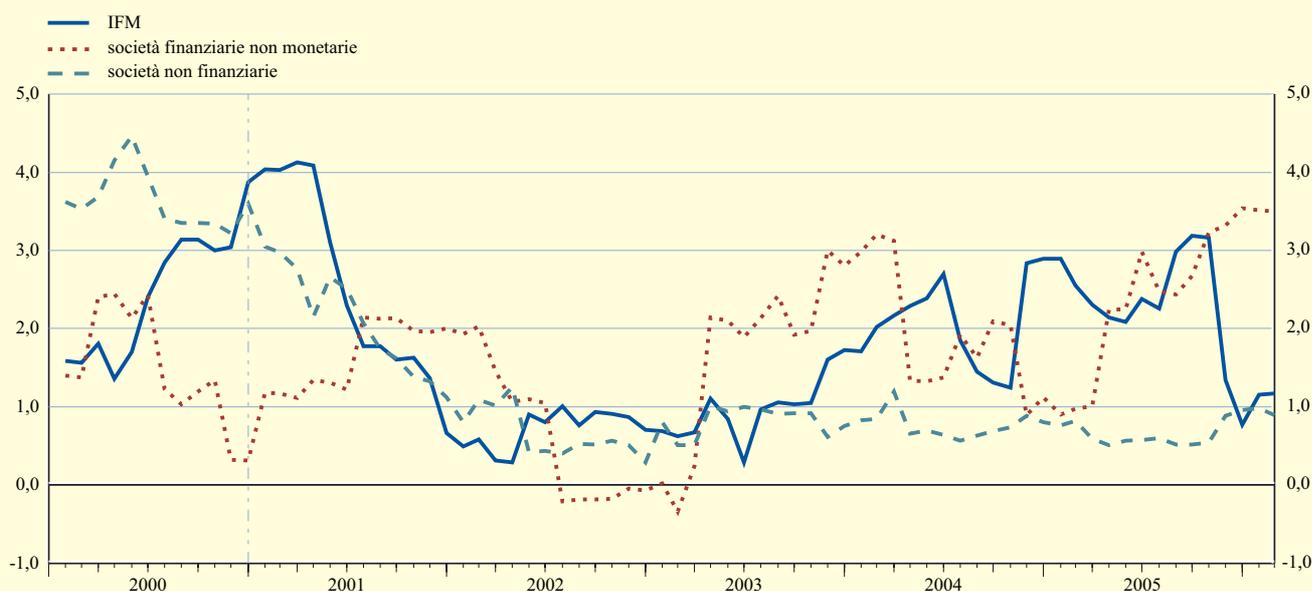
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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
feb.	5.429,8	103,9	1,2	938,8	1,2	561,8	3,5	3.929,2	0,9

F19 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⁾

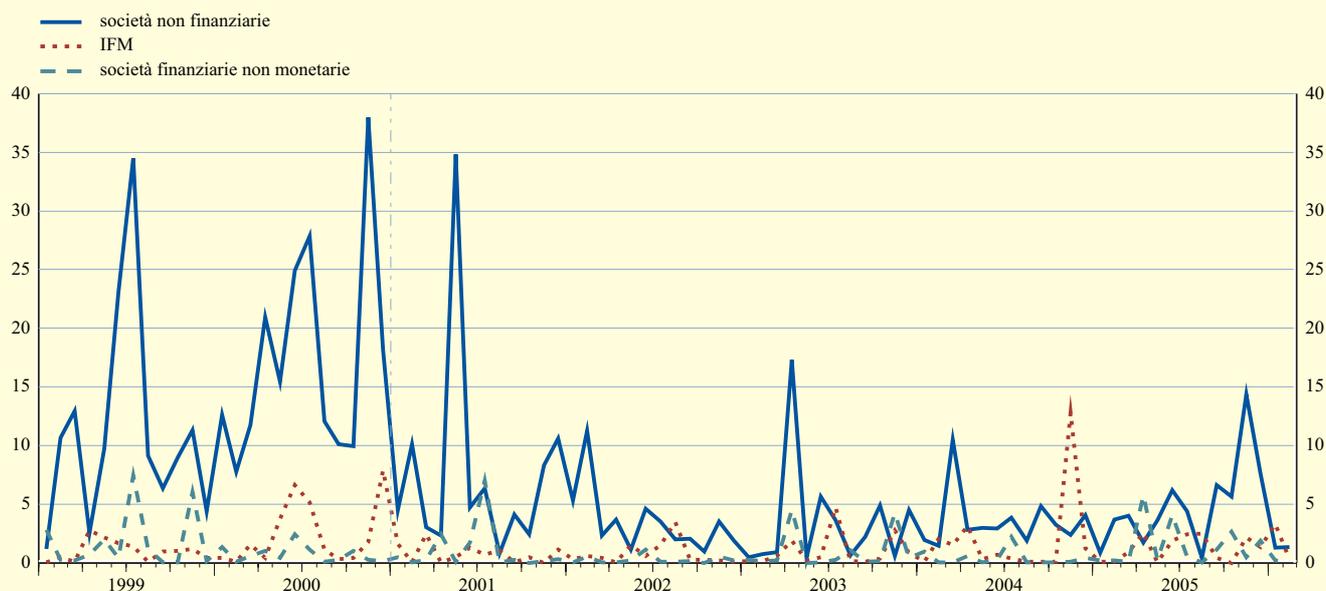
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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.	10,8	7,3	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,6	2,6	5,0
2006 gen.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
feb.	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	1,3	1,6	-0,3

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 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	2,21	2,47	2,56	1,99	2,32	1,04	2,27	2,40	3,48	2,25
feb.	0,74	2,24	2,52	2,36	1,99	2,34	1,07	2,31	2,67	3,37	2,26

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 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.	9,67	6,75	6,36	7,42	7,45	3,49	3,84	4,03	4,01	3,98	4,06	4,57	4,37
2006 gen.	9,80	6,91	6,50	8,12	7,87	3,61	3,90	4,14	4,05	4,10	4,15	4,59	4,29
feb.	9,61	6,95	6,50	8,01	7,76	3,65	3,97	4,16	4,08	4,08	4,24	4,63	4,32

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2005 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.	5,23	4,07	4,59	4,08	3,18	3,71	3,95
feb.	5,29	4,12	4,69	4,17	3,24	4,34	3,99

Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

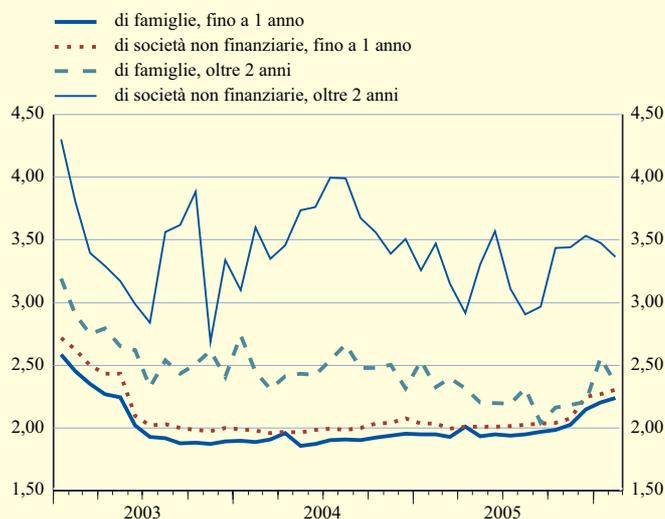
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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	3,10	1,99	2,32	1,04	2,32	3,48	2,21
feb.	0,74	2,09	3,19	1,99	2,34	1,07	2,38	3,36	2,27

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie					Prestiti a società non finanziarie			
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita		Con durata prestabilita			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 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.	4,63	4,14	4,50	8,00	6,78	5,66	4,42	3,88	4,26
feb.	4,62	4,16	4,54	7,97	6,79	5,69	4,49	3,95	4,31

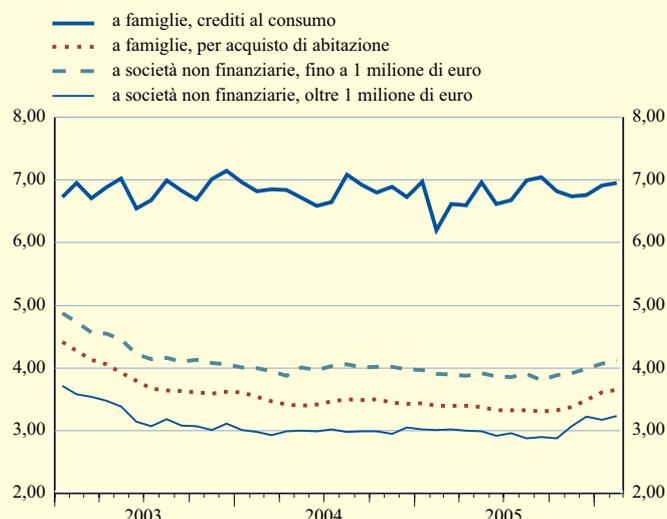
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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 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
apr.	2,63	2,65	2,79	2,95	3,22	5,07	0,11

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



F24 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.

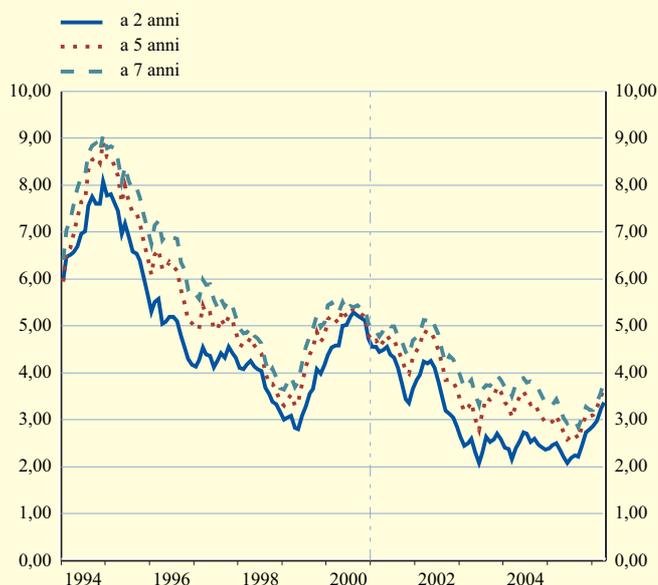
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
apr.	3,37	3,49	3,71	3,83	4,01	4,99	1,91

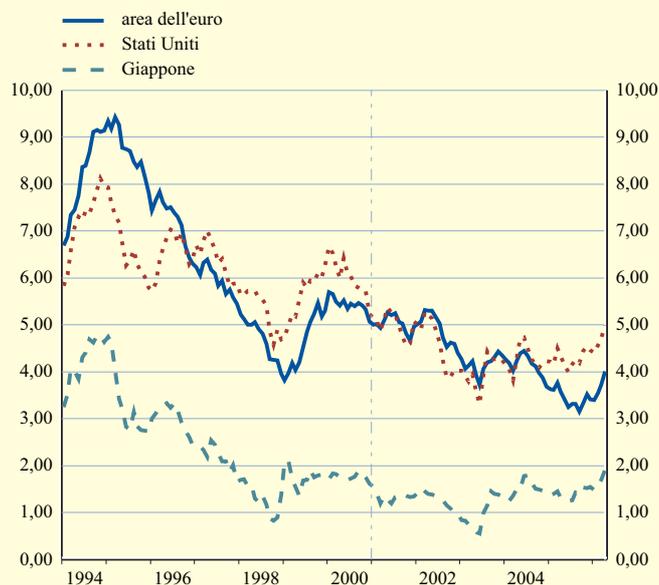
F25 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



F26 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

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

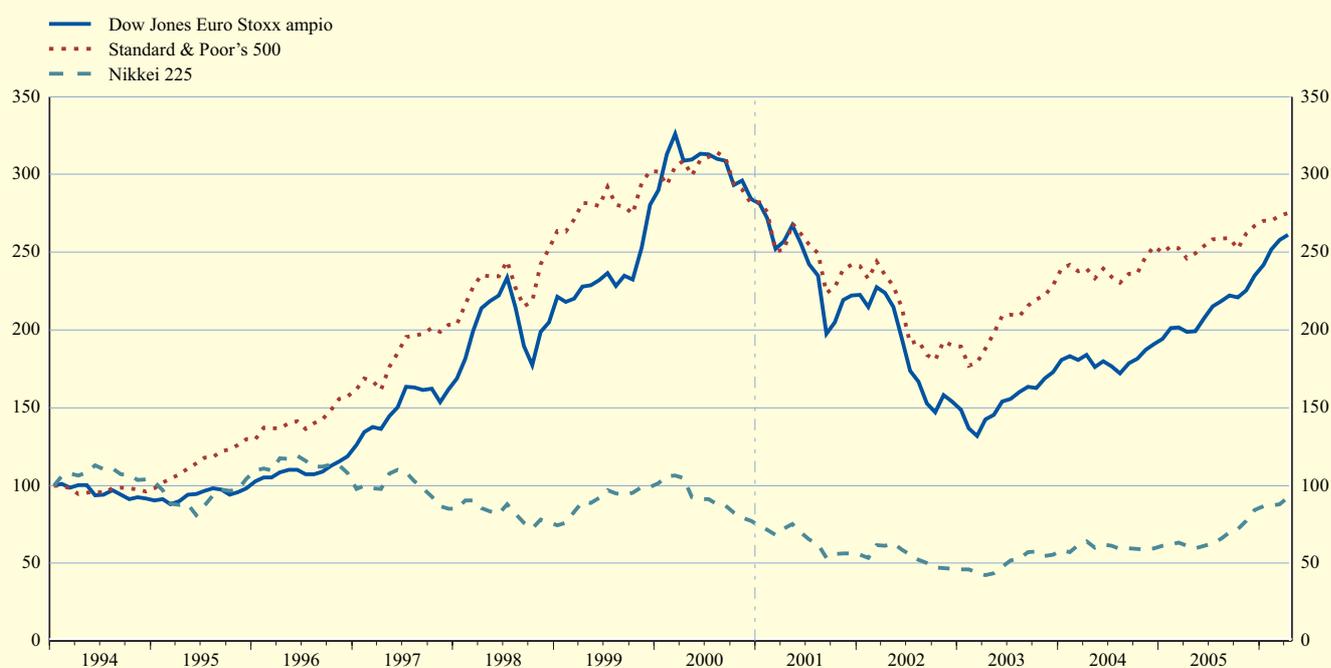
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroli e estrativo	Finanziari	Indu- striali	Alta tecno- logia	Servizi pubblici	Telecomu- nicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
apr.	362,3	3.834,6	399,0	204,8	299,9	433,6	372,9	404,0	381,1	429,3	415,8	545,4	1.301,5	17.233,0

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale	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	-	-	-	-	-	-	
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	0,3	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	
2006 1° trim.	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,6	0,1	1,3	0,4	
2005 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	0,3	0,1	0,1	0,0	2,4	0,1	
feb.	100,9	2,3	1,3	2,6	2,0	0,2	0,1	0,3	0,0	0,4	0,2	
mar.	101,5	2,2	1,4	2,4	1,9	0,1	0,4	-0,5	0,1	0,5	0,1	
apr. ²⁾		2,4										

	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
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
2006 1° trim.	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
2005 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	1,9	2,0	3,1	0,2	13,6	2,5	2,0	2,3	-2,9	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	2,2
mar.	1,6	2,3	0,6	2,7	0,5	10,5	2,6	2,1	2,3	-3,5	2,1	2,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2006.

2) Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro 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									
in perc. del totale ⁵⁾	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Totale	Totale al netto dell'energia	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	6,9	-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	6,8	-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	7,1	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	3,1	7,5	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	3,0	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	3,0	-	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	2,9	7,2 ⁶⁾	34,2	23,2	48,6	
2006 1° trim.	113,9	5,2	3,2	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	18,9	-	-	35,7	21,2	52,3	
2005 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.	113,4	5,3	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	19,6	-	-	38,0	23,1	51,8	
mar.	114,4	5,1	2,9	1,8	2,5	1,0	1,5	1,4	1,5	17,4	-	-	26,8	17,7	52,6	
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,3	23,2	57,6

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	
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	102,3	2,3	2,8	1,5	2,0	1,6	4,1	2,6
2002	104,7	2,3	0,9	1,2	3,2	1,7	3,0	2,9
2003	106,5	1,7	1,2	1,1	1,2	1,8	1,6	2,7
2004	107,5	1,0	-7,5	-1,2	2,1	0,7	2,2	2,4
2004 3° trim.	107,4	0,4	-8,9	-2,5	3,5	1,2	2,3	1,2
4° trim.	108,1	1,3	-5,2	0,0	3,3	0,4	2,3	2,4
2005 1° trim.	108,7	1,5	2,8	-0,1	4,3	0,9	1,8	2,1
2° trim.	108,9	1,5	6,4	0,4	3,5	1,2	2,5	1,7
3° trim.	108,8	1,3	3,8	0,5	1,8	0,5	2,4	2,0
Redditi per occupato								
2002	105,4	2,5	2,6	2,7	3,2	2,3	1,9	2,9
2003	107,7	2,1	-0,6	2,6	2,4	1,8	1,6	2,5
2004	109,9	2,0	0,4	3,0	3,1	1,6	1,1	2,2
2005	112,0	2,0	.	.	.	.	.	.
2004 4° trim.	110,5	1,9	2,6	2,5	3,0	1,9	1,1	1,8
2005 1° trim.	111,3	1,8	3,0	1,6	2,6	2,3	1,7	1,8
2° trim.	111,9	1,9	3,1	1,7	3,3	2,5	2,3	1,2
3° trim.	112,2	2,1	1,6	2,1	3,0	2,5	2,3	1,8
4° trim.	112,8	2,1	.	.	.	.	.	.
Produttività del lavoro ²⁾								
2001	100,5	0,5	-1,0	1,1	1,3	1,0	-1,3	0,5
2002	100,7	0,2	1,6	1,4	0,1	0,6	-1,1	0,0
2003	101,2	0,4	-1,7	1,5	1,2	0,0	0,0	-0,2
2004	102,2	1,1	8,5	4,3	1,0	0,9	-1,0	-0,2
2004 3° trim.	102,3	1,1	10,1	5,0	-0,6	0,5	-0,9	-0,3
4° trim.	102,2	0,6	8,2	2,5	-0,3	1,5	-1,1	-0,6
2005 1° trim.	102,4	0,3	0,2	1,7	-1,7	1,4	-0,1	-0,3
2° trim.	102,7	0,4	-3,1	1,2	-0,1	1,3	-0,2	-0,5
3° trim.	103,1	0,8	-2,1	1,6	1,2	2,0	-0,1	-0,2

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	-2,1
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	1,3	1,5
2005	111,0	1,7	2,2	1,9	2,1	2,1	2,5	3,7
2004 4° trim.	109,9	1,8	2,2	2,0	2,7	2,9	2,5	3,9
2005 1° trim.	110,3	1,8	2,1	1,9	2,0	2,6	2,9	3,7
2° trim.	110,7	1,6	1,9	1,7	1,4	2,0	2,2	3,2
3° trim.	111,1	1,6	2,2	1,9	2,0	1,8	2,2	3,9
4° trim.	112,0	1,9	2,4	2,1	2,9	2,1	2,7	4,1

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	7.251,1	7.062,3	4.144,9	1.465,5	1.466,4	-14,6	188,8	2.625,3	2.436,4
2003	7.449,5	7.288,8	4.270,2	1.523,1	1.494,3	1,3	160,7	2.624,5	2.463,8
2004	7.726,9	7.568,1	4.414,7	1.576,9	1.558,8	17,7	158,8	2.815,9	2.657,1
2005	7.973,8	7.860,9	4.560,2	1.632,0	1.631,4	37,3	112,9	3.004,0	2.891,1
2004 4° trim.	1.952,1	1.920,1	1.119,1	398,1	395,8	7,1	32,0	721,8	689,8
2005 1° trim.	1.966,3	1.930,5	1.124,4	400,2	398,7	7,1	35,9	722,9	687,0
2° trim.	1.981,2	1.950,2	1.133,2	405,1	405,6	6,3	31,0	738,6	707,6
3° trim.	2.001,6	1.977,7	1.147,6	409,2	411,8	9,0	23,9	764,9	741,0
4° trim.	2.024,7	2.002,5	1.155,1	417,4	415,2	14,8	22,2	777,6	755,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2005	100,0	98,6	57,2	20,5	20,5	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	0,4	0,8	-0,1	0,6	-	-	0,8	1,5
2005 1° trim.	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-	-0,2	-1,2
2° trim.	0,4	0,6	0,3	0,7	1,2	-	-	1,6	2,1
3° trim.	0,7	0,7	0,5	0,9	1,0	-	-	2,7	2,9
4° trim.	0,3	0,5	0,1	0,0	0,3	-	-	0,7	1,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-1,5	-	-	1,7	0,3
2003	0,7	1,3	1,0	1,7	0,8	-	-	1,1	3,0
2004	2,0	2,0	1,5	1,1	2,3	-	-	6,5	6,7
2005	1,3	1,6	1,3	1,4	2,3	-	-	3,8	4,6
2004 4° trim.	1,6	1,9	1,8	0,6	1,8	-	-	5,7	7,0
2005 1° trim.	1,2	1,5	1,2	0,8	1,7	-	-	3,5	4,5
2° trim.	1,2	1,7	1,4	1,1	2,4	-	-	2,8	4,4
3° trim.	1,6	1,7	1,8	1,7	3,1	-	-	5,0	5,4
4° trim.	1,8	1,8	1,1	1,9	2,7	-	-	4,9	5,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2004 4° trim.	0,2	0,4	0,5	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-	-
2005 1° trim.	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,3	-	-
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	-	-
3° trim.	0,7	0,7	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-	-
4° trim.	0,3	0,5	0,1	0,0	0,1	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	2,0	2,0	0,9	0,2	0,5	0,4	0,1	-	-
2005	1,3	1,5	0,8	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2004 4° trim.	1,6	1,9	1,0	0,1	0,4	0,4	-0,3	-	-
2005 1° trim.	1,2	1,4	0,7	0,2	0,3	0,2	-0,2	-	-
2° trim.	1,2	1,6	0,8	0,2	0,5	0,1	-0,5	-	-
3° trim.	1,6	1,6	1,0	0,4	0,6	-0,3	0,0	-	-
4° trim.	1,8	1,8	0,6	0,4	0,6	0,2	0,0	-	-

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) Includono 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	6.517,6	152,2	1.377,2	372,9	1.392,5	1.749,7	1.473,2	733,5
2003	6.693,2	152,1	1.379,8	392,7	1.417,7	1.822,2	1.528,8	756,3
2004	6.934,0	152,2	1.434,9	418,4	1.467,1	1.883,5	1.577,9	792,9
2005	7.145,2	140,9	1.471,3	438,6	1.514,1	1.953,5	1.626,7	828,6
2004 4° trim.	1.749,8	37,9	360,4	106,4	371,0	476,3	397,9	202,2
2005 1° trim.	1.764,3	35,7	363,9	106,5	373,9	482,7	401,6	202,1
2° trim.	1.777,5	35,1	367,0	108,5	377,1	485,8	403,9	203,7
3° trim.	1.791,8	34,9	368,2	110,8	381,2	490,3	406,5	209,7
4° trim.	1.811,6	35,2	372,2	112,8	382,0	494,7	414,8	213,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2005	100,0	2,0	20,6	6,1	21,2	27,3	22,8	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2004 4° trim.	0,2	1,0	-0,5	0,6	0,7	0,0	0,2	0,2
2005 1° trim.	0,4	-3,9	0,2	-0,6	0,5	0,9	0,7	-0,4
2° trim.	0,4	-1,7	0,5	1,5	0,7	0,4	0,0	0,5
3° trim.	0,6	0,5	0,8	0,3	0,6	0,6	0,5	1,5
4° trim.	0,3	-0,1	0,3	1,0	0,5	0,2	0,3	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2002	1,0	-0,3	-0,2	0,0	1,1	1,5	2,0	0,1
2003	0,6	-3,9	0,0	1,1	0,3	1,3	1,1	1,3
2004	2,1	7,9	2,5	2,1	2,1	1,9	1,6	1,2
2005	1,4	-3,5	0,9	1,1	2,3	1,9	1,0	1,0
2004 4° trim.	1,7	7,4	1,5	1,2	2,6	1,4	0,8	0,6
2005 1° trim.	1,4	-1,2	0,7	-0,5	2,4	2,1	1,2	-0,9
2° trim.	1,2	-4,2	0,1	1,0	2,2	1,9	1,0	1,1
3° trim.	1,6	-4,1	0,9	1,8	2,6	1,9	1,4	1,8
4° trim.	1,8	-5,1	1,7	2,2	2,4	2,1	1,4	1,7
<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	0,2	0,0	0,1	-
2005 1° trim.	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
4° trim.	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	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	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	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	0,5	0,5	0,2	-
2004 4° trim.	1,7	0,2	0,3	0,1	0,5	0,4	0,2	-
2005 1° trim.	1,4	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,3	-
2° trim.	1,2	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,5	0,2	-
3° trim.	1,6	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,5	0,3	-
4° trim.	1,8	-0,1	0,4	0,1	0,5	0,6	0,3	-

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	
		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			
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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	2,0	2,0	1,9	2,2	3,0	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,1
2005	1,0	103,5	1,2	1,2	1,1	0,8	2,6	0,6	-0,9	0,8	1,3	-0,6
2005 1° trim.	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,5	2,1	-0,9	-3,7	-0,4	1,6	-4,5
2° trim.	1,0	103,1	0,7	0,8	0,4	-0,4	2,2	0,7	-1,5	1,1	1,1	-0,7
3° trim.	1,3	104,1	1,5	1,5	1,5	0,9	2,9	1,7	-0,1	1,9	0,4	1,0
4° trim.	2,0	104,6	2,1	2,2	2,2	2,4	3,1	1,0	1,8	0,8	1,8	1,6
2005 set.	1,3	104,2	1,3	1,6	1,6	0,8	2,9	1,8	0,1	2,1	-0,5	0,6
ott.	0,5	103,6	0,3	0,7	0,7	0,9	0,4	0,5	-0,8	0,8	-1,0	0,5
nov.	2,8	105,0	3,1	3,5	3,4	3,7	4,8	0,9	3,2	0,5	2,1	0,2
dic.	2,8	105,2	2,9	2,5	2,7	2,6	4,1	1,5	3,3	1,2	3,8	4,4
2006 gen.	.	105,4	2,9	2,4	2,3	2,2	4,3	0,6	3,1	0,2	5,9	.
feb.	.	105,5	3,2	3,2	3,0	2,2	5,7	2,3	2,6	2,2	3,2	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2005 set.	-0,1	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,8	-0,5	-1,3	-0,4	0,7	-0,7
ott.	-0,5	-	-0,6	-0,7	-0,7	-0,1	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7	-1,1	-0,2
nov.	1,1	-	1,4	1,3	1,3	1,7	1,6	0,2	1,8	-0,1	2,9	0,5
dic.	0,6	-	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	0,7	-0,1	0,9	3,1	2,8
2006 gen.	.	-	0,2	0,3	0,2	0,3	1,0	-0,5	0,5	-0,7	-0,8	.
feb.	.	-	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,5	0,6	-0,4	0,7	0,4	.

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			
	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	106,5	5,1	2,3	105,2	1,5	1,2	1,7	1,8	3,3	922	1,1
2005	110,7	4,6	110,5	3,7	2,3	106,7	1,3	0,7	1,8	2,0	1,4	934	1,3
2005 2° trim.	108,8	3,3	110,8	4,2	1,7	106,2	0,8	0,3	1,1	1,5	0,5	937	1,0
3° trim.	110,7	4,9	111,7	4,0	2,6	106,9	1,6	0,5	2,3	2,3	2,1	942	4,6
4° trim.	117,3	7,2	112,5	4,1	2,4	107,2	1,3	0,7	1,8	2,6	1,8	932	-1,2
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	944	2,0
2005 ott.	111,4	4,5	107,4	1,6	2,5	107,2	1,4	1,2	1,4	2,0	1,8	942	0,1
nov.	117,0	9,7	115,2	5,7	2,6	107,3	1,6	0,7	2,1	3,2	1,7	932	-2,0
dic.	123,4	7,3	114,9	5,1	2,1	107,2	1,0	0,2	1,9	2,7	1,8	923	-1,8
2006 gen.	116,4	10,2	114,5	7,8	2,9	107,7	1,3	0,6	1,8	3,9	2,0	944	2,1
feb.	119,6	13,5	114,3	6,6	2,8	107,6	1,4	0,9	1,8	3,0	2,3	940	2,6
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	950	1,5
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2005 ott.	-	-0,4	-	-5,9	0,4	-	0,4	0,5	0,2	1,3	0,1	-	-1,2
nov.	-	5,0	-	7,3	0,1	-	0,1	-0,3	0,4	1,2	-0,1	-	-1,1
dic.	-	5,5	-	-0,2	0,0	-	-0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,7	-	-1,0
2006 gen.	-	-5,7	-	-0,3	0,6	-	0,5	0,8	0,2	0,6	0,1	-	2,3
feb.	-	2,7	-	-0,3	0,1	-	-0,1	-0,1	-0,1	-1,0	-0,1	-	-0,5
mar.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	1,1

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

1) Nel 2000.

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

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	81,3	-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	81,5	-12	-4	-15	22	-9
2006 1° trim.	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-8
2005 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	82,0	-11	-3	-11	19	-9
feb.	102,7	-2	-10	8	11	-	-10	-3	-11	19	-8
mar.	103,6	-1	-6	8	12	-	-11	-3	-12	21	-7
apr.	105,3	1	-2	7	12	82,4	-10	-3	-8	22	-8

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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	21
apr.	-3	-10	3	-1	-1	16	14	18	14	17	23

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	134,492	1,5	1,7	0,2	-0,7	0,1	0,7	1,8	4,2	1,3
2002	135,462	0,7	0,8	0,1	-1,6	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,836	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,833	0,7	0,6	1,3	-0,8	-1,6	1,1	0,9	2,5	1,3
2004 3° trim.	136,898	0,8	0,6	1,6	-0,4	-1,8	2,1	0,9	2,4	1,3
4° trim.	137,239	1,0	0,9	1,6	-0,6	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 1° trim.	137,365	0,9	0,8	1,2	-1,3	-1,1	1,4	1,1	2,1	1,4
2° trim.	137,575	0,8	0,8	1,0	-1,0	-1,3	1,2	0,9	2,2	1,5
3° trim.	137,934	0,8	0,9	0,4	-1,6	-0,9	0,8	0,6	2,2	1,6
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2004 3° trim.	0,406	0,3	0,1	1,4	0,3	-0,5	1,1	0,4	0,6	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.	0,126	0,1	0,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,1	0,1	0,7	0,5
2° trim.	0,210	0,2	0,0	0,7	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,2
3° trim.	0,359	0,3	0,2	0,6	-0,7	-0,1	0,6	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	12,542	8,6	9,483	7,3	3,059	17,7	6,083	7,4	6,459	10,0
2005 1° trim.	12,847	8,8	9,626	7,5	3,220	18,4	6,216	7,6	6,630	10,3
2° trim.	12,679	8,7	9,604	7,4	3,075	17,7	6,160	7,5	6,519	10,1
3° trim.	12,378	8,5	9,402	7,3	2,976	17,3	6,039	7,4	6,339	9,8
4° trim.	12,214	8,3	9,210	7,1	3,004	17,5	5,882	7,2	6,332	9,8
2006 1° trim.	11,952	8,2	8,945	6,9	3,007	17,5	5,746	7,0	6,206	9,6
2005 ott.	12,213	8,3	9,216	7,1	2,998	17,5	5,927	7,2	6,287	9,8
nov.	12,236	8,4	9,231	7,1	3,005	17,5	5,884	7,2	6,352	9,8
dic.	12,194	8,3	9,184	7,1	3,009	17,7	5,835	7,1	6,359	9,9
2006 gen.	12,070	8,2	9,061	7,0	3,009	17,5	5,783	7,1	6,287	9,8
feb.	11,944	8,2	8,933	6,9	3,011	17,5	5,745	7,0	6,199	9,6
mar.	11,843	8,1	8,842	6,9	3,001	17,5	5,710	7,0	6,134	9,5

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

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) 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

	Entrate correnti														Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾	
	Totale	Imposte dirette					Imposte indirette					Contributi sociali			Vendite di beni e servizi			Imposte in conto capitale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
1997	47,1	46,6	11,9	9,0	2,6	13,3	0,7	17,2	8,6	5,4	2,3	0,5	0,3	42,7				
1998	46,6	46,3	12,2	9,5	2,3	13,9	0,6	16,2	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,6				
1999	47,1	46,8	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,1	8,3	4,9	2,2	0,3	0,3	43,1				
2000	46,7	46,4	12,7	9,8	2,7	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8				
2001	45,8	45,6	12,3	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8				
2002	45,2	44,9	11,9	9,4	2,2	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3				
2003	45,2	44,5	11,5	9,1	2,1	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3				
2004	44,7	44,3	11,4	8,8	2,3	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	40,9				
2005	45,2	44,7	11,6	8,9	2,4	13,7	0,3	15,6	8,2	4,5	2,2	0,5	0,3	41,3				

2. Area dell'euro: spese

	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									
1997	49,7	46,1	10,9	4,8	5,0	25,4	22,6	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,7									
1998	48,9	45,1	10,6	4,6	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,2									
1999	48,4	44,5	10,6	4,7	4,1	25,2	22,2	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3									
2000	47,7	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,8	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8									
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,9	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9									
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3									
2003	48,2	44,3	10,5	4,9	3,3	25,5	22,6	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,9									
2004	47,5	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,4	1,8	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,4									
2005	47,6	43,8	10,4	5,0	3,0	25,3	22,5	1,7	0,5	3,8	2,4	1,3	0,0	44,5									

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,1	10,9	4,8	4,9	1,9	2,3	8,2	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,6	4,8	1,9	2,3	8,0	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,7	4,9	1,9	2,2	8,1	11,8
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,0	11,8
2001	-1,9	-1,7	-0,4	0,1	0,4	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	7,9	11,9
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,0	12,2
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,3	20,4	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,3	0,1	0,3	20,3	10,4	5,0	5,2	1,8	2,1	8,0	12,4
2005	-2,4	-2,1	-0,3	-0,2	0,2	0,6	20,4	10,4	5,0	5,2	1,8	2,2	8,0	12,4

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
2002	0,0	-3,7	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,9	2,0	-2,0	-0,5	-2,9	4,1
2003	0,1	-4,0	-5,8	0,0	-4,2	0,2	-3,4	0,2	-3,1	-1,5	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,9	-0,1	-3,7	1,5	-3,4	-1,1	-1,9	-1,1	-3,2	2,3
2005	0,1	-3,3	-4,5	1,1	-2,9	1,0	-4,1	-1,9	-0,3	-1,5	-6,0	2,6

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) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	75,1	2,8	17,0	7,9	47,4	58,7	32,5	10,0	16,1	16,4
1997	74,2	2,8	16,0	6,5	48,9	56,2	31,1	11,8	13,3	18,0
1998	72,8	2,7	15,0	5,6	49,4	53,0	29,3	12,8	10,9	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	4,3	50,7	48,4	27,4	9,8	11,3	23,7
2000	69,6	2,7	13,1	3,7	50,1	43,9	24,0	8,9	11,0	25,6
2001	68,3	2,8	12,3	4,0	49,2	42,0	22,9	8,0	11,1	26,3
2002	68,1	2,7	11,7	4,6	49,2	40,0	21,6	7,6	10,8	28,2
2003	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9	39,1	21,6	8,3	9,2	30,3
2004	69,8	2,2	11,9	5,1	50,6	37,9	20,7	8,3	8,9	31,9
2005	70,8	2,4	11,7	4,9	51,7	37,0	20,3	7,8	8,8	33,8

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1996	75,1	63,0	5,9	5,7	0,5	11,6	63,5	7,1	19,1	26,3	29,8	72,5	2,6
1997	74,2	62,2	6,1	5,4	0,6	9,9	64,3	6,8	18,1	26,0	30,1	71,4	2,8
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,9	64,0	6,3	15,6	27,0	30,3	70,1	2,7
1999	72,1	60,6	6,0	5,1	0,4	7,7	64,4	5,6	13,4	28,3	30,5	70,1	2,0
2000	69,6	58,3	5,9	4,9	0,4	6,8	62,8	4,9	13,2	28,9	27,4	67,8	1,8
2001	68,3	57,1	6,1	4,8	0,4	7,2	61,2	3,7	13,6	27,5	27,2	66,8	1,5
2002	68,1	56,7	6,3	4,8	0,4	8,2	59,9	3,9	15,2	25,8	27,2	66,8	1,3
2003	69,3	57,0	6,6	5,1	0,6	8,6	60,7	4,0	14,4	26,6	28,3	68,3	1,0
2004	69,8	57,5	6,7	5,2	0,4	8,5	61,3	3,9	14,4	27,4	28,0	68,8	1,0
2005	70,8	58,1	6,8	5,3	0,5	8,7	62,1	3,8	14,1	26,7	30,0	69,7	1,1

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	103,2	60,3	110,7	52,5	58,2	32,1	105,5	6,5	50,5	66,0	55,5	41,3
2003	98,5	63,8	107,8	48,9	62,4	31,1	104,2	6,3	51,9	64,4	57,0	44,3
2004	94,7	65,5	108,5	46,4	64,4	29,4	103,8	6,6	52,6	63,6	58,7	44,3
2005	93,3	67,7	107,5	43,2	66,8	27,6	106,4	6,2	52,9	62,9	63,9	41,1

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

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

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁷⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Effetto di aggregazione ⁵⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁶⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1,9	2,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,3	-0,2	2,1	2,2
1998	1,8	2,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,6	-0,8	-0,4	1,5	2,5
1999	2,0	1,6	0,3	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-2,6	-0,9	-2,5	4,6
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	1,3	0,0	-0,1	-0,5	1,8
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,6	-0,5	-0,2	2,7
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,2	0,6	0,9	2,9
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	2,6	0,3	0,0	0,3	2,8
2005	3,1	3,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,0	2,6	0,2	0,2	-0,2	2,8

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁹⁾											Altro ¹⁰⁾
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche						Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹¹⁾	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni						Apporti di capitale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	1,9	-2,6	-0,7	-0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,1
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1
1999	2,0	-1,3	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,5	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,1	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,4	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,4	0,7	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1

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 4° trim.	50,7	50,1	14,2	14,5	16,7	2,9	0,9	0,7	0,3	45,6
2000 1° trim.	43,5	43,0	11,0	13,1	15,5	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.	44,1	43,7	11,9	12,6	15,7	2,0	0,8	0,4	0,2	40,4
4° trim.	49,7	49,1	13,9	14,0	16,5	2,8	1,0	0,5	0,3	44,7
2001 1° trim.	42,4	42,0	10,5	12,7	15,3	1,8	0,9	0,4	0,2	38,7
2° trim.	46,9	46,5	13,4	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
3° trim.	43,5	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,8
4° trim.	49,1	48,6	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	44,0
2002 1° trim.	42,1	41,7	10,2	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,7
2° trim.	45,6	45,1	12,5	12,7	15,5	2,0	1,5	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,6	43,1	11,2	12,7	15,4	2,0	0,8	0,4	0,3	39,6
4° trim.	49,0	48,4	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 1° trim.	42,1	41,6	9,8	12,8	15,6	1,7	0,7	0,4	0,2	38,5
2° trim.	46,0	44,5	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,8
3° trim.	43,0	42,5	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
4° trim.	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,7	41,2	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,2
2° trim.	45,0	44,2	12,1	13,0	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,1
3° trim.	42,8	42,3	10,7	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
4° trim.	49,4	48,3	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	13,1	15,4	1,7	0,6	0,6	0,3	38,8
2° trim.	44,8	44,2	11,9	13,1	15,3	2,0	0,9	0,6	0,3	40,7
3° trim.	43,6	43,0	11,1	12,9	15,4	1,9	0,8	0,6	0,3	39,8
4° trim.	49,3	48,5	13,4	14,4	16,1	2,9	0,9	0,8	0,3	44,2

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

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

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)

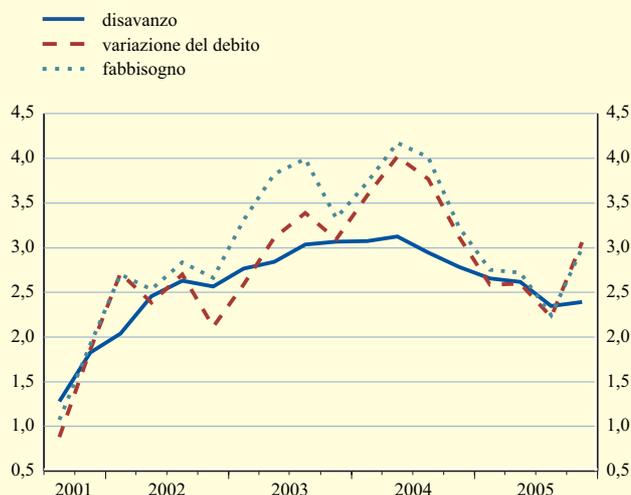
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ¹⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2003 1° trim.	69,5	2,6	11,7	5,2	50,0
2° trim.	70,2	2,7	11,6	5,5	50,4
3° trim.	70,5	2,7	11,6	5,6	50,6
4° trim.	69,3	2,1	12,3	5,1	49,9
2004 1° trim.	71,1	2,1	12,4	5,5	51,0
2° trim.	71,8	2,2	12,4	5,5	51,6
3° trim.	71,7	2,2	12,3	5,6	51,6
4° trim.	69,8	2,2	11,9	5,1	50,6
2005 1° trim.	71,2	2,2	11,9	5,2	51,9
2° trim.	72,1	2,4	11,7	5,4	52,7
3° trim.	71,8	2,4	11,8	5,2	52,3
4° trim.	70,8	2,4	11,7	4,9	51,7

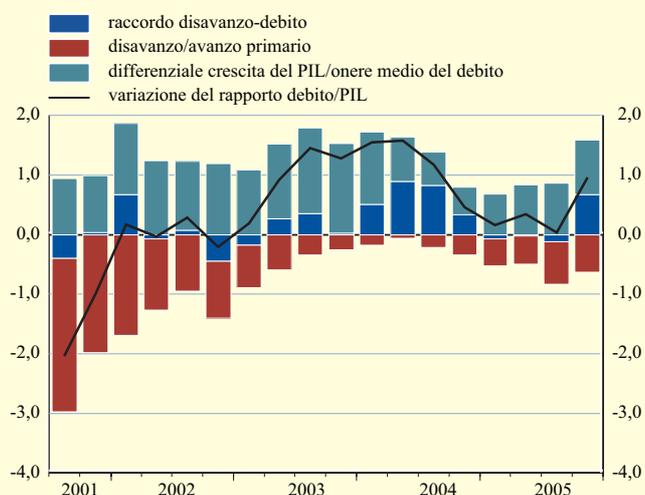
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

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

F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito (somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F29 Debito (definizione di Maastricht) (variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



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

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL 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	32,4	106,1	19,5	-37,2	-56,0	12,9	45,4	-1,3	-12,3	74,9	-13,0	-79,1	28,2	-44,1
2004	49,9	105,3	29,0	-28,0	-56,4	17,5	67,3	-10,9	-41,2	60,3	-5,0	-37,5	12,5	-56,4
2005	-22,6	53,0	34,3	-41,5	-68,3	12,5	-10,1	90,0	-145,5	162,5	-13,6	67,8	18,7	-79,9
2004 4° trim.	20,1	21,1	6,5	3,9	-11,3	6,0	26,1	-7,2	-22,3	25,3	-5,2	-7,4	2,4	-18,9
2005 1° trim.	2,2	15,1	4,0	-0,7	-16,2	1,0	3,2	18,8	-23,7	7,0	-7,3	38,1	4,8	-22,1
2° trim.	-11,2	18,1	10,3	-23,6	-16,0	4,0	-7,2	49,5	-14,7	107,8	1,3	-48,0	3,1	-42,3
3° trim.	-1,4	16,0	9,6	-7,1	-19,8	2,8	1,5	34,6	-97,6	89,8	-0,4	40,8	2,0	-36,0
4° trim.	-12,3	3,8	10,3	-10,1	-16,3	4,7	-7,6	-12,9	-9,4	-42,0	-7,2	36,9	8,8	20,5
2005 feb.	4,8	5,6	1,2	2,2	-4,2	1,1	5,9	24,2	-2,8	23,1	1,1	-1,9	4,9	-30,2
mar.	4,3	8,1	1,5	0,7	-6,0	0,7	5,0	-21,3	-8,8	-1,6	-5,1	-7,2	1,5	16,3
apr.	-10,5	3,5	2,3	-12,2	-4,1	0,3	-10,2	-5,5	-13,7	-7,9	-0,4	17,4	-0,8	15,7
mag.	-2,9	5,7	3,3	-6,3	-5,5	1,6	-1,3	41,5	6,7	19,0	0,8	12,5	2,6	-40,3
giu.	2,2	8,8	4,7	-5,0	-6,4	2,1	4,3	13,5	-7,7	96,7	1,0	-77,9	1,4	-17,7
lug.	3,0	9,5	4,5	-5,5	-5,5	0,8	3,8	1,0	-85,1	77,1	1,4	5,0	2,6	-4,8
ago.	-2,7	1,0	1,5	1,0	-6,2	0,8	-2,0	0,4	-12,0	-13,3	-0,7	26,5	-0,1	1,6
set.	-1,6	5,5	3,6	-2,6	-8,1	1,2	-0,4	33,2	-0,5	26,0	-1,2	9,3	-0,5	-32,8
ott.	-6,5	1,5	4,6	-7,2	-5,4	0,6	-5,9	-6,5	-8,0	2,4	-4,3	3,1	0,2	12,4
nov.	-5,6	1,0	2,7	-4,4	-5,0	0,9	-4,7	5,8	-2,0	-39,2	-0,4	46,2	1,2	-1,1
dic.	-0,2	1,3	3,0	1,4	-5,9	3,2	3,0	-12,2	0,6	-5,2	-2,5	-12,4	7,3	9,2
2006 gen.	-9,7	-6,4	0,1	-1,0	-2,3	1,0	-8,7	-11,0	4,9	-37,1	-2,3	25,8	-2,3	19,7
feb.	-1,8	-0,3	1,3	1,0	-3,7	1,0	-0,8	11,8	-25,9	19,8	-3,0	19,0	1,9	-11,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2006 feb.	-32,0	39,2	33,1	-40,1	-64,2	14,2	-17,8	50,6	-151,5	136,6	-16,8	67,3	15,0	-32,8

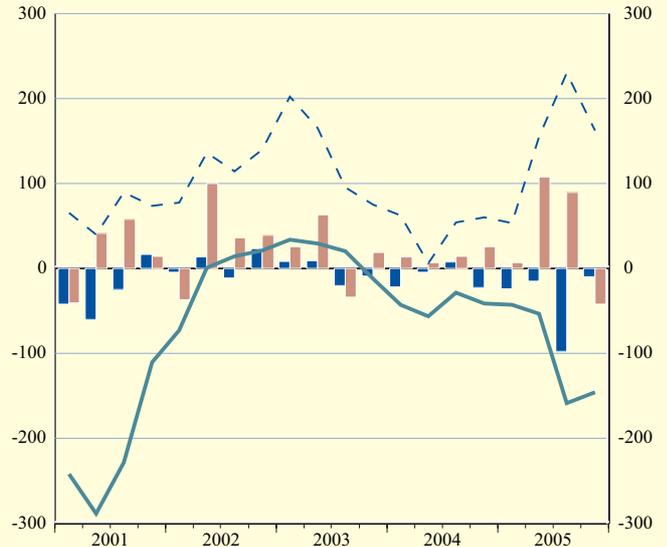
F30 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



F31 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

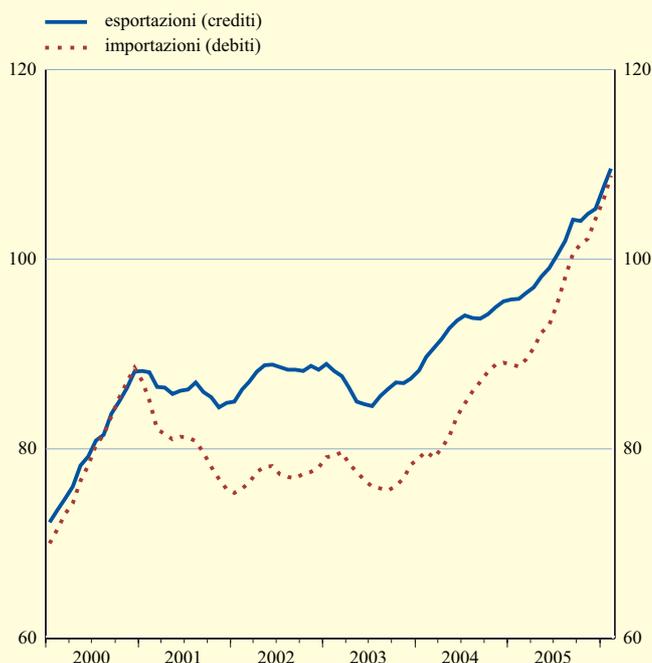
(miliardi di euro; transazioni)

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	1.693,2	1.660,8	32,4	1.036,0	929,9	331,8	312,3	243,3	280,5	82,1	138,1	23,7	10,8
2004	1.843,0	1.793,2	49,9	1.128,2	1.022,9	362,1	333,1	270,9	298,9	81,9	138,3	24,1	6,6
2005	2.018,1	2.040,7	-22,6	1.218,6	1.165,6	395,5	361,1	320,7	362,2	83,4	151,7	23,4	10,9
2004 4° trim.	489,7	469,5	20,1	298,2	277,1	93,4	86,9	76,7	72,8	21,4	32,7	7,7	1,7
2005 1° trim.	460,8	458,6	2,2	278,5	263,4	85,3	81,2	68,0	68,8	29,0	45,2	4,9	3,8
2° trim.	503,4	514,5	-11,2	305,2	287,1	97,3	87,0	83,8	107,3	17,1	33,1	5,8	1,8
3° trim.	509,7	511,1	-1,4	309,0	293,0	108,9	99,3	76,5	83,6	15,3	35,1	4,6	1,8
4° trim.	544,2	556,5	-12,3	325,9	322,1	103,9	93,6	92,4	102,5	21,9	38,3	8,1	3,5
2005 dic.	190,3	190,5	-0,2	108,3	107,0	35,6	32,6	35,8	34,4	10,6	16,5	4,8	1,7
2006 gen.	164,3	174,0	-9,7	100,7	107,1	30,0	30,0	24,0	25,0	9,6	11,9	1,7	0,7
feb.	175,6	177,4	-1,8	105,0	105,3	30,1	28,9	24,4	23,4	16,0	19,7	1,4	0,4
	Dati destagionalizzati												
2004 4° trim.	472,4	459,6	12,8	286,7	267,3	91,7	84,8	72,4	73,6	21,6	33,9	.	.
2005 1° trim.	478,7	472,6	6,1	289,3	268,3	95,2	86,7	74,2	79,1	20,0	38,6	.	.
2° trim.	491,6	490,6	1,0	297,1	279,2	95,9	88,7	77,0	87,3	21,5	35,4	.	.
3° trim.	513,5	522,6	-9,1	312,5	301,8	100,7	92,8	80,2	91,0	20,0	37,0	.	.
4° trim.	527,6	548,3	-20,6	316,0	312,7	102,7	92,0	87,3	104,5	21,7	39,0	.	.
2005 giu.	164,8	163,7	1,0	99,9	93,0	32,4	29,6	25,4	29,2	7,1	11,9	.	.
lug.	169,4	171,4	-2,0	102,1	98,8	33,7	30,9	26,6	30,3	7,0	11,4	.	.
ago.	171,2	176,5	-5,4	103,9	102,5	33,5	31,1	27,0	30,1	6,8	12,8	.	.
set.	172,9	174,7	-1,8	106,5	100,5	33,6	30,9	26,7	30,6	6,1	12,8	.	.
ott.	170,5	176,5	-6,0	101,8	101,9	33,8	30,7	27,9	32,1	7,0	11,8	.	.
nov.	177,7	188,9	-11,2	106,1	104,0	35,2	31,1	29,4	40,8	7,0	13,0	.	.
dic.	179,4	182,9	-3,4	108,1	106,8	33,7	30,2	29,9	31,6	7,8	14,2	.	.
2006 gen.	174,3	175,0	-0,7	108,9	108,4	33,6	31,2	27,6	27,6	4,2	7,8	.	.
feb.	191,4	197,0	-5,6	111,8	111,3	34,8	32,2	27,6	30,3	17,2	23,2	.	.

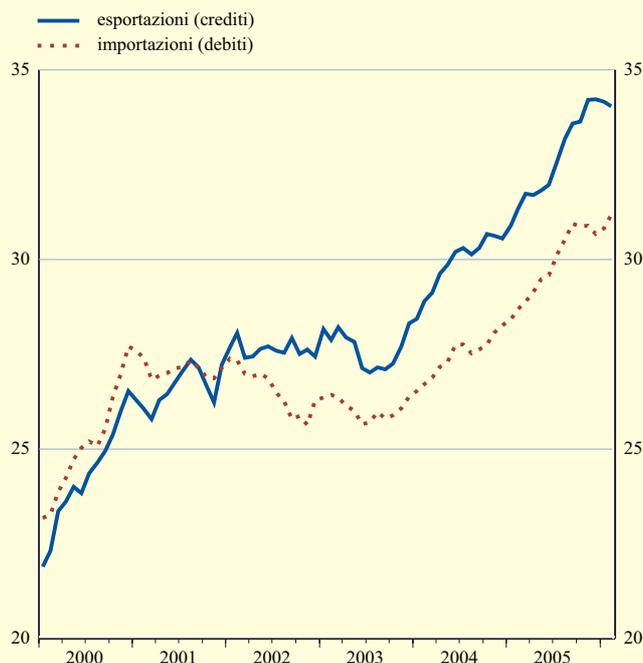
F32 Conto dei beni

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



F33 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										Altri investimenti	
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio					
	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
2003	14,8	7,2	228,5	273,3	66,3	56,3	10,0	10,2	18,6	53,5	65,5	80,7	68,1	72,6
2004	15,3	7,7	255,6	291,1	87,0	72,0	12,1	11,8	23,8	56,9	67,5	79,0	65,2	71,5
2005	15,3	9,2	305,3	353,0	97,1	95,6	12,9	13,0	30,8	71,1	79,8	78,9	84,7	94,3
2004 4° trim.	4,0	1,9	72,6	70,9	28,4	16,3	3,3	3,4	5,4	10,5	17,6	20,9	18,0	19,9
2005 1° trim.	3,7	1,6	64,3	67,1	18,7	14,8	2,9	2,8	6,1	11,3	17,5	17,3	19,1	20,9
2° trim.	3,8	2,3	80,0	105,0	27,4	26,1	3,3	3,5	9,9	30,2	19,5	22,0	19,9	23,1
3° trim.	3,8	2,8	72,6	80,7	19,9	22,3	2,9	2,9	7,6	15,8	21,5	17,0	20,7	22,7
4° trim.	4,0	2,4	88,4	100,1	31,1	32,4	3,8	3,8	7,3	13,8	21,3	22,6	24,9	27,5

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	-147,2	-130,0	-1,9	-128,2	-17,1	0,0	-17,1	134,9	124,4	3,1	121,3	10,5	0,1	10,5
2004	-141,7	-152,0	-17,3	-134,7	10,3	0,1	10,2	100,5	86,5	1,2	85,3	14,0	0,6	13,4
2005	-216,1	-155,5	-9,2	-146,3	-60,7	0,4	-61,1	70,7	43,6	-0,1	43,7	27,1	1,1	26,0
2004 4° trim.	-70,2	-73,5	-8,6	-64,9	3,3	0,1	3,2	47,9	38,7	1,1	37,7	9,2	-0,1	9,3
2005 1° trim.	-41,2	-23,3	-2,3	-21,0	-17,9	0,1	-17,9	17,4	18,0	0,3	17,6	-0,5	0,3	-0,9
2° trim.	-28,4	-23,6	-1,9	-21,8	-4,7	0,0	-4,8	13,7	4,2	0,4	3,8	9,5	-0,1	9,6
3° trim.	-115,9	-92,0	-4,9	-87,1	-23,9	0,1	-24,0	18,3	5,5	0,9	4,7	12,8	0,4	12,3
4° trim.	-30,7	-16,5	-0,1	-16,5	-14,1	0,2	-14,3	21,3	15,9	-1,7	17,6	5,3	0,4	4,9
2005 feb.	-7,0	-3,3	-1,2	-2,1	-3,8	0,0	-3,8	4,2	4,3	0,3	4,0	-0,1	0,1	-0,2
mar.	-17,0	-10,3	-0,6	-9,7	-6,7	0,1	-6,8	8,2	7,4	-0,1	7,5	0,8	0,1	0,6
apr.	-16,4	1,1	-1,8	3,0	-17,5	0,0	-17,5	2,7	6,5	-0,2	6,7	-3,8	0,1	-3,9
mag.	6,8	-5,7	-0,5	-5,3	12,5	0,0	12,5	-0,1	-1,9	0,2	-2,1	1,9	0,0	1,8
giu.	-18,8	-19,0	0,4	-19,4	0,3	0,0	0,3	11,0	-0,4	0,4	-0,8	11,4	-0,3	11,8
lug.	-93,1	-85,9	-3,3	-82,6	-7,1	0,1	-7,2	8,0	10,4	0,2	10,1	-2,4	0,0	-2,4
ago.	-11,7	-4,7	-0,5	-4,1	-7,0	0,0	-7,0	-0,4	-0,8	0,2	-1,0	0,4	0,1	0,3
set.	-11,2	-1,4	-1,0	-0,3	-9,8	0,0	-9,9	10,7	-4,1	0,4	-4,5	14,7	0,3	14,4
ott.	-11,4	-0,8	0,3	-1,1	-10,6	0,1	-10,6	3,4	6,4	0,2	6,2	-3,0	0,2	-3,3
nov.	-6,2	-4,4	0,3	-4,7	-1,7	0,1	-1,8	4,2	4,6	-1,7	6,3	-0,4	0,2	-0,6
dic.	-13,1	-11,3	-0,6	-10,7	-1,8	0,0	-1,9	13,7	4,9	-0,2	5,2	8,8	0,0	8,7
2006 gen.	0,8	6,4	-0,6	7,0	-5,5	-0,2	-5,4	4,1	6,4	0,1	6,2	-2,3	-0,1	-2,2
feb.	-33,9	-29,2	-1,3	-27,9	-4,7	0,2	-4,9	8,0	5,0	0,3	4,7	3,0	0,1	2,9

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Titoli di debito										
	Attività			Passività	Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario					
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
				Amministrazioni pubbliche										Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2003	-0,3	-13,9	-64,4	-2,6	110,3	-2,4	-45,0	-128,3	-0,2	198,9	0,2	-45,9	23,7	0,6	42,2
2004	0,0	-22,4	-81,0	-3,4	128,1	1,2	-81,8	-97,1	-2,1	254,9	-0,1	-43,2	-13,7	0,1	15,4
2005	-0,1	-15,6	-124,7	-3,9	280,2	-0,7	-121,0	-161,6	-0,5	260,3	0,1	-15,1	-4,2	0,1	65,2
2004 4° trim.	0,0	-0,8	-24,5	-0,2	81,2	0,6	-21,2	-28,0	-0,5	37,3	-0,1	-12,1	5,7	4,3	-12,8
2005 1° trim.	0,0	-27,5	-21,2	-1,1	41,2	-0,1	-35,7	-41,0	-0,4	46,7	0,3	5,8	-6,0	-3,6	44,5
2° trim.	0,0	21,7	-22,8	-0,8	25,0	-0,7	-39,5	-34,3	-0,1	158,1	-0,4	-9,1	-5,2	-2,4	14,9
3° trim.	-0,1	-4,9	-26,9	-1,1	150,7	-0,4	-21,3	-49,7	0,1	24,5	0,1	-7,1	1,6	0,2	23,4
4° trim.	0,0	-4,8	-53,8	-0,9	63,2	0,6	-24,5	-36,6	-0,1	31,0	0,1	-4,9	5,4	5,9	-17,5
2005 feb.	0,0	-16,5	-3,8	-	9,9	-0,2	-4,1	-16,7	-	38,0	0,1	17,2	-2,0	-	1,2
mar.	0,0	-1,8	-9,8	-	18,0	0,2	-4,6	-21,3	-	2,9	0,0	-7,3	1,3	-	20,7
apr.	0,0	9,9	-5,4	-	-47,3	-0,9	-12,4	-11,4	-	58,0	-0,3	-10,5	1,2	-	11,0
mag.	0,0	6,7	-15,6	-	22,4	-0,1	-16,1	-5,8	-	28,7	0,0	-2,1	-6,1	-	7,0
giu.	0,0	5,1	-1,8	-	49,9	0,2	-11,0	-17,1	-	71,4	0,0	3,5	-0,3	-	-3,1
lug.	-0,1	-3,5	-14,8	-	111,4	0,2	-4,1	-14,5	-	-2,4	-0,6	0,0	-1,6	-	7,0
ago.	0,0	2,0	-8,8	-	23,4	-0,5	-5,7	-13,8	-	-6,9	0,3	-11,5	-0,1	-	8,2
set.	0,0	-3,4	-3,4	-	15,9	-0,2	-11,5	-21,4	-	33,7	0,4	4,4	3,3	-	8,2
ott.	0,0	4,6	-10,6	-	-3,9	0,6	-17,2	-14,8	-	26,9	0,1	7,1	3,7	-	5,9
nov.	0,0	-6,7	-21,5	-	11,5	0,1	-3,7	-15,7	-	7,4	0,0	-4,6	-0,3	-	-5,7
dic.	0,0	-2,7	-21,7	-	55,6	-0,1	-3,6	-6,1	-	-3,3	0,0	-7,3	1,9	-	-17,8
2006 gen.	0,0	-5,2	-23,7	-	20,4	0,2	-31,7	-2,4	-	-1,7	0,4	1,6	-6,1	-	11,0
feb.	0,0	-3,8	-17,5	-	31,8	-0,2	-7,6	-15,6	-	17,9	-0,1	1,2	-1,0	-	14,6

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				
	1	2	3	4	5	6							7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2003	-253,1	174,1	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,6	134,8	-50,7	52,3	-101,9	82,5	-99,3	-	32,7
2004	-312,5	275,0	-0,2	6,9	-2,3	-2,0	-3,6	-259,4	246,9	-20,1	-3,6	-239,3	250,5	-50,6	-10,5	24,7
2005	-565,5	633,3	-1,7	6,1	5,1	-2,3	-2,4	-385,7	477,0	-102,9	47,0	-282,9	430,0	-183,2	-23,4	152,6
2004 4° trim.	-73,3	66,0	1,4	3,4	-0,1	3,6	-2,3	-73,8	58,7	0,9	-1,3	-74,7	60,0	-0,8	12,6	6,3
2005 1° trim.	-178,2	216,3	0,5	4,9	7,3	2,7	0,3	-126,7	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,5	-59,4	-29,4	15,3
2° trim.	-156,6	108,5	-1,3	0,3	-7,6	-8,6	-1,9	-97,1	45,0	-18,5	22,5	-78,6	22,5	-50,5	18,0	65,2
3° trim.	-108,4	149,2	0,4	4,3	7,7	4,7	1,2	-87,8	122,9	-21,9	14,6	-65,8	108,3	-28,9	-18,9	20,8
4° trim.	-122,3	159,2	-1,3	-3,4	-2,3	-1,1	-2,0	-74,2	113,3	-40,9	-0,3	-33,2	113,6	-44,4	6,9	51,3
2005 feb.	-68,0	66,1	0,1	-3,5	-0,4	0,3	-4,2	-60,8	61,9	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-7,0	1,5	12,0
mar.	-58,4	51,1	-0,2	4,3	5,4	3,7	2,0	-32,1	41,6	-4,3	-4,2	-27,8	45,8	-31,4	-11,4	3,3
apr.	-119,0	136,4	0,1	-0,2	-5,4	-5,3	-2,1	-98,0	94,6	-9,0	0,1	-89,0	94,5	-15,7	13,4	44,1
mag.	-10,1	22,6	-0,8	-0,2	0,3	2,3	0,4	17,6	21,0	-3,4	11,0	21,0	10,0	-27,3	-1,4	1,4
giu.	-27,5	-50,5	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,7	-70,6	-6,1	11,4	-10,6	-82,1	-7,5	6,1	19,7
lug.	-43,6	48,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,6	0,9	-38,6	48,2	-6,3	5,5	-32,3	42,7	-4,5	-3,3	0,6
ago.	19,6	6,9	0,2	0,8	6,3	8,4	0,5	20,1	-2,0	-1,4	3,1	21,4	-5,1	-7,0	-6,5	7,6
set.	-84,4	93,7	-0,1	4,6	2,1	0,9	-0,2	-69,2	76,6	-14,3	6,0	-54,9	70,7	-17,3	-9,0	12,6
ott.	-53,8	57,0	-0,2	-1,0	0,7	-0,3	1,8	-47,0	53,1	-5,1	2,1	-42,0	51,0	-7,4	4,1	3,0
nov.	-148,3	194,5	-1,1	1,7	-1,2	1,2	0,2	-112,2	172,7	-0,9	-2,3	-111,4	175,1	-33,7	-6,3	19,8
dic.	79,9	-92,3	-0,1	-4,1	-1,8	-2,1	-4,1	85,1	-112,5	-35,0	-0,1	120,1	-112,4	-3,3	9,1	28,5
2006 gen.	-103,9	129,7	-0,2	8,0	1,2	1,8	-2,4	-71,1	117,9	6,8	-1,8	-77,9	119,7	-33,7	-18,0	6,2
feb.	-25,0	44,1	-4,4	0,2	1,0	0,8	-1,0	-1,6	36,0	-6,5	10,2	4,9	25,8	-20,0	-7,5	8,9

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	6,9	0,1	0,0	-0,6	1,4	-2,0	-1,7	0,0	-3,5	0,0
2005	-1,6	-0,1	6,1	0,0	0,0	6,6	8,9	-2,3	-1,5	0,0	-2,2	-0,3
2004 4° trim.	1,7	-0,3	3,4	0,0	0,0	0,0	-3,6	3,6	-0,2	0,0	-2,2	-0,1
2005 1° trim.	0,5	0,0	4,9	0,0	0,0	7,8	5,0	2,7	-0,5	0,0	0,6	-0,3
2° trim.	-1,2	-0,1	0,3	0,0	0,0	-7,1	1,5	-8,6	-0,5	0,0	-2,0	0,0
3° trim.	0,4	0,0	4,3	0,0	0,0	8,0	3,3	4,7	-0,3	0,0	1,3	-0,1
4° trim.	-1,3	0,0	-3,4	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	-0,2	0,0	-2,1	0,0

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2003	-152,1	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-95,8	-9,6	-86,3	-2,3	4,2	28,4	0,2
2004	-256,3	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-39,5	-29,0	-10,5	-5,1	8,6	13,4	2,7
2005	-381,6	-4,1	475,0	2,0	-6,8	-164,0	-140,6	-23,4	-12,4	8,6	140,2	3,9
2004 4° trim.	-75,6	1,8	59,0	-0,3	-0,2	1,3	-11,4	12,6	-1,9	2,4	3,9	-0,1
2005 1° trim.	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,7	-53,9	-24,5	-29,4	-2,7	3,0	7,0	5,2
2° trim.	-97,0	-0,1	43,8	1,2	-5,4	-43,1	-61,1	18,0	-2,1	1,1	62,8	1,3
3° trim.	-82,5	-5,2	120,2	2,7	2,0	-24,3	-5,4	-18,9	-6,6	0,5	22,1	-1,7
4° trim.	-77,4	3,2	118,0	-4,7	-0,7	-42,7	-49,6	6,9	-1,0	4,0	48,2	-0,9

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	
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	0,4	18,3	-11,9	-0,1	0,0
2005	18,7	3,9	-0,2	8,6	6,5	0,1	7,8	0,0	-4,8	3,5	0,0	0,0
2004 4° trim.	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	0,0	3,1	-2,6	-0,1	0,0
2005 1° trim.	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,3	-2,9	0,0	0,0
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.	2,0	0,5	0,0	2,6	-1,1	1,6	0,9	0,0	-4,9	1,4	-0,1	0,0
4° trim.	8,8	1,2	-0,1	3,0	4,6	-2,3	6,9	0,0	-2,0	2,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

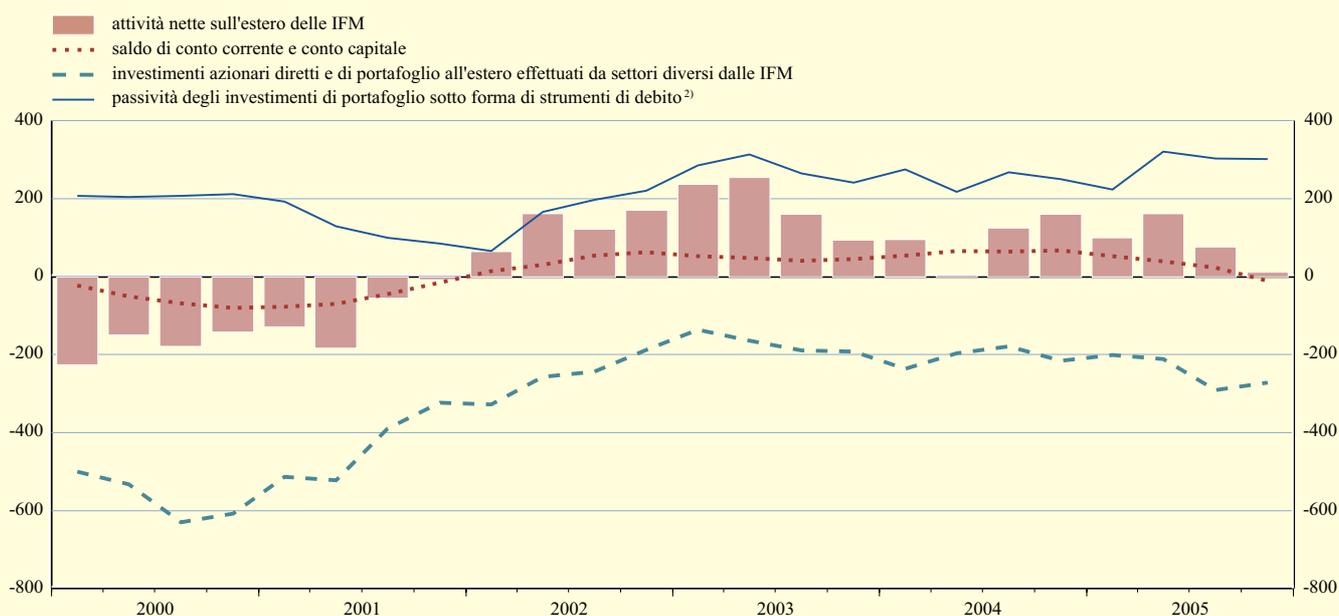
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3

	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	Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3	
		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	45,4	-145,3	134,8	-169,0	114,5	241,3	-99,7	29,3	-13,0	-44,1	94,2	94,2
2004	67,3	-124,5	99,9	-191,9	118,0	250,4	-52,9	21,2	-5,0	-56,4	126,2	160,9
2005	-10,1	-207,3	69,6	-290,6	236,7	301,3	-178,1	150,2	-13,6	-79,9	-21,8	11,0
2004 4° trim.	26,1	-61,7	48,0	-46,8	88,6	11,1	-0,9	4,0	-5,2	-18,9	44,4	57,1
2005 1° trim.	3,2	-38,9	17,1	-68,3	34,0	72,0	-52,1	15,6	-7,3	-22,1	-46,7	-24,6
2° trim.	-7,2	-26,5	13,8	-62,2	-0,8	178,6	-58,1	63,3	1,3	-42,3	59,9	65,0
3° trim.	1,5	-111,1	17,9	-75,0	155,3	41,1	-21,1	22,0	-0,4	-36,0	-6,1	-20,6
4° trim.	-7,6	-30,8	20,8	-85,0	48,2	9,6	-46,8	49,3	-7,2	20,5	-28,9	-8,7
2005 feb.	5,9	-5,9	4,1	-22,5	17,0	35,7	-7,3	7,7	1,1	-30,2	5,7	13,7
mar.	5,0	-16,5	8,0	-29,8	6,7	13,2	-26,0	5,3	-5,1	16,3	-23,0	-22,6
apr.	-10,2	-14,5	2,5	-15,5	-57,6	66,1	-21,1	41,9	-0,4	15,7	6,8	2,4
mag.	-1,3	7,2	-0,1	-27,5	10,7	33,7	-26,9	1,9	0,8	-40,3	-41,8	-39,6
giu.	4,3	-19,2	11,4	-19,2	46,2	78,8	-10,0	19,5	1,0	-17,7	94,9	102,2
lug.	3,8	-89,8	8,0	-31,0	118,4	2,8	-5,3	1,5	1,4	-4,8	5,1	0,6
ago.	-2,0	-11,1	-0,4	-22,6	25,0	0,2	-0,7	8,1	-0,7	1,6	-2,6	1,7
set.	-0,4	-10,2	10,3	-21,5	11,9	38,0	-15,2	12,4	-1,2	-32,8	-8,5	-22,9
ott.	-5,9	-11,7	3,2	-21,6	-4,6	26,9	-6,7	4,9	-4,3	12,4	-7,4	-6,6
nov.	-4,7	-6,5	4,0	-37,5	11,5	2,2	-35,0	20,1	-0,4	-1,1	-47,5	-43,6
dic.	3,0	-12,6	13,7	-25,9	41,4	-19,4	-5,1	24,4	-2,5	9,2	26,0	41,5
2006 gen.	-8,7	1,6	4,2	-32,2	17,0	1,9	-32,5	3,8	-2,3	19,7	-27,6	2,8
feb.	-0,8	-32,8	7,9	-34,1	26,9	26,6	-19,0	7,9	-3,0	-11,0	-31,4	-33,3
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2006 feb.	-17,8	-216,1	72,7	-318,4	253,3	270,9	-203,6	151,6	-16,8	-32,8	-57,1	-17,4

F34 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)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
dal 1° trim. 2005 al 4° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	2.018,1	740,3	42,4	65,1	394,6	178,7	59,5	25,6	51,1	135,0	345,7	720,5
Beni	1.218,6	421,9	28,7	44,5	206,2	142,4	0,2	15,5	33,6	68,4	181,8	497,4
Servizi	395,5	141,4	7,8	10,5	98,4	19,6	5,0	5,4	11,2	38,7	76,4	122,4
Redditi	320,7	115,3	5,6	9,5	80,4	14,6	5,3	4,2	5,5	21,7	80,8	93,1
<i>di cui:</i> redditi da capitale	305,3	110,0	5,5	9,3	78,7	14,4	2,2	4,1	5,4	15,7	79,3	90,7
Trasferimenti correnti	83,4	61,7	0,4	0,6	9,5	2,1	49,0	0,5	0,8	6,2	6,7	7,6
Conto capitale	23,4	20,4	0,0	0,0	0,9	0,1	19,4	0,0	0,1	0,5	0,5	1,8
Debiti												
Conto corrente	2.040,7	658,9	35,4	62,2	318,5	148,8	94,0	19,7	78,9	127,5	315,5	840,1
Beni	1.165,6	336,7	25,4	40,8	152,9	117,6	0,0	9,2	51,1	59,1	114,6	594,8
Servizi	361,1	114,5	6,3	8,6	76,2	23,2	0,2	5,4	7,4	30,0	78,5	125,3
Redditi	362,2	107,8	3,2	11,9	81,3	6,4	5,0	3,6	20,1	33,1	113,6	83,9
<i>di cui:</i> redditi da capitale	353,0	102,8	3,1	11,8	80,2	2,6	5,0	3,5	20,0	32,4	112,6	81,6
Trasferimenti correnti	151,7	99,8	0,4	0,9	8,2	1,5	88,8	1,5	0,3	5,3	8,8	36,1
Conto capitale	10,9	1,1	0,0	0,1	0,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,5	0,5	8,6
Saldo												
Conto corrente	-22,6	81,4	7,0	2,9	76,0	29,9	-34,5	5,8	-27,8	7,5	30,2	-119,6
Beni	53,0	85,1	3,2	3,7	53,3	24,8	0,2	6,3	-17,6	9,2	67,2	-97,4
Servizi	34,3	26,8	1,4	1,9	22,3	-3,6	4,8	0,0	3,9	8,7	-2,1	-2,9
Redditi	-41,5	7,5	2,4	-2,5	-0,9	8,1	0,3	0,6	-14,6	-11,3	-32,8	9,2
<i>di cui:</i> redditi da capitale	-47,7	7,3	2,3	-2,5	-1,5	11,7	-2,8	0,6	-14,6	-16,7	-33,3	9,1
Trasferimenti correnti	-68,3	-38,1	0,0	-0,3	1,4	0,6	-39,7	-1,1	0,5	0,9	-2,1	-28,5
Conto capitale	12,5	19,3	0,0	0,0	0,2	0,0	19,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	-6,8

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti
(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 1° trim. 2005 al 4° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-145,5	-109,6	-0,6	8,6	-113,1	-4,6	0,0	0,0	1,4	1,7	-0,2	-0,6	-38,2
All'estero	-216,1	-147,5	-1,8	1,7	-128,5	-18,8	0,0	-5,3	-0,2	-6,8	-2,7	-8,0	-45,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-155,5	-122,1	-5,1	-3,1	-93,4	-20,5	0,0	-4,3	-0,7	-7,3	13,7	-4,4	-30,4
Debito	-60,7	-25,4	3,3	4,8	-35,1	1,7	0,0	-1,0	0,4	0,5	-16,4	-3,6	-15,2
Nell'area dell'euro	70,7	37,9	1,2	7,0	15,4	14,2	0,0	5,3	1,6	8,5	2,5	7,4	7,4
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	43,6	25,7	0,4	4,3	20,7	0,3	0,0	4,0	1,0	0,6	1,1	6,8	4,5
Debito	27,1	12,2	0,9	2,6	-5,3	14,0	0,0	1,3	0,6	7,9	1,5	0,6	2,9

Fonte: BCE.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero

(miliardi di euro)

3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
dal 1° trim. 2005 al 4° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-443,1	-179,9	-11,6	-11,2	-128,1	-18,9	-10,0	-9,2	-36,2	-5,5	-71,2	-60,5	-80,7
Azioni e altre partecipazioni	-140,4	-43,6	-1,9	-5,0	-33,5	-3,2	0,0	-3,5	-21,0	-4,4	-14,4	-16,2	-37,4
Strumenti di debito	-302,7	-136,3	-9,8	-6,2	-94,6	-15,7	-10,0	-5,7	-15,2	-1,1	-56,8	-44,2	-43,3
Obbligazioni e notes	-283,4	-110,4	-8,7	-5,7	-69,5	-16,1	-10,4	-6,0	-15,5	0,9	-77,6	-36,7	-38,2
Strumenti di mercato monetario	-19,3	-26,0	-1,1	-0,5	-25,1	0,4	0,4	0,3	0,3	-2,0	20,8	-7,6	-5,1

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore

(transazioni cumulate)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
dal 1° trim. 2005 al 4° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	67,8	35,9	-5,5	20,7	20,3	-13,8	14,1	-3,3	13,4	-4,8	15,4	-7,2	1,9	16,4
Attività	-565,5	-385,6	-15,2	14,9	-356,1	-27,4	-1,9	-6,3	0,1	-20,8	-26,0	-58,5	-2,8	-65,6
Amministrazioni pubbliche	5,1	-1,3	1,1	-0,3	-3,5	1,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	0,0	-1,6	7,7
IFM	-387,4	-231,1	-15,1	14,8	-202,7	-26,6	-1,5	-5,2	4,2	-15,6	-39,9	-43,2	-0,8	-55,9
Altri settori	-183,2	-153,2	-1,1	0,4	-150,0	-2,1	-0,4	-1,1	-4,1	-5,1	13,5	-15,3	-0,4	-17,5
Passività	633,3	421,4	9,7	5,9	376,4	13,5	15,9	3,0	13,3	16,0	41,4	51,3	4,7	82,0
Amministrazioni pubbliche	-2,4	-1,0	0,0	0,0	-2,8	0,0	1,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,8
IFM	483,1	300,0	9,1	4,5	265,9	12,3	8,2	3,1	12,8	11,2	22,9	48,3	5,3	79,5
Altri settori	152,6	122,4	0,6	1,3	113,3	1,3	5,9	-0,1	0,6	4,8	18,6	3,1	-0,2	3,4

5. Posizione patrimoniale sull'estero

(consistenze di fine periodo)

	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
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	2.539,5	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	284,2
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 3° trim.	-1.105,2	-13,8	216,2	-1.387,3	-22,4	-223,3	311,6
4° trim.	-1.048,5	-13,1	233,4	-1.308,6	-17,6	-276,0	320,3
Attività							
2001	7.758,3	110,8	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,5	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	111,5	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 3° trim.	10.139,3	127,1	2.520,9	3.547,6	218,1	3.541,1	311,6
4° trim.	10.544,6	132,1	2.560,8	3.761,1	230,5	3.672,0	320,3
Passività							
2001	8.147,3	116,4	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,2	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 3° trim.	11.244,6	140,9	2.304,7	4.934,8	240,6	3.764,4	-
4° trim.	11.593,1	145,3	2.327,3	5.069,7	248,1	3.948,1	-

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 3° trim.	2.021,8	158,4	1.863,4	499,1	1,0	498,1	1.668,4	51,5	1.616,9	636,3	4,2	632,1
4° trim.	2.045,4	159,2	1.886,2	515,3	0,9	514,5	1.688,6	49,3	1.639,3	638,7	4,6	634,1

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

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				Passività
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Ammini- strazioni pubbliche			Altri settori	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 3° trim.	2,9	96,6	22,0	1.377,6	2.307,5	7,3	661,7	9,8	1.057,4	2.300,5	0,8	249,3	6,2	56,0	326,9
4° trim.	2,9	105,4	24,0	1.517,0	2.440,4	6,7	694,9	9,9	1.084,8	2.313,5	0,8	255,1	0,3	59,4	315,7

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	54,7	4,7	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 3° trim.	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	54,9	45,1	9,8	42,3	0,0	42,4	2,4
4° trim.	5,3	0,2	80,1	0,2	1,3	57,1	46,2	10,9	42,9	0,0	40,6	2,5

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	204,4	288,1	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 3° trim.	2.360,4	64,9	2.903,2	66,1	184,3	693,2	306,4	386,8	135,0	120,6	485,4	60,8
4° trim.	2.447,7	58,3	3.037,7	54,6	184,7	737,3	355,9	381,4	137,3	122,9	547,0	62,5

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Valuta estera						Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi	Titoli				Strumenti finanziari derivati				
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni					Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	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 2° trim.	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,4	40,1	-0,3	0,0	23,4	-17,7
3° trim.	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,1	10,8	27,3	106,3	0,5	66,8	39,0	-0,2	0,0	24,0	-19,5
4° trim.	320,3	163,4	375,861	4,3	10,6	141,9	12,7	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	0,0	0,0	25,6	-17,9
2006 gen.	332,1	176,3	375,626	4,3	7,8	143,7	7,4	30,2	105,9	-	-	-	0,2	0,0	24,7	-20,0
feb.	332,1	175,5	374,888	4,4	7,2	145,1	7,0	26,8	111,3	-	-	-	0,0	0,0	24,7	-19,7
mar.	327,1	179,7	373,695	4,3	6,9	136,3	6,5	26,0	103,7	-	-	-	0,1	0,0	27,7	-19,3
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	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 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
4° trim.	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	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
mar.	40,5	11,1	23,145	0,2	0,0	29,2	2,6	3,6	23,1	-	-	-	0,0	0,0	3,9	-0,5

Fonte: BCE.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,6	512,4	227,9	309,7	949,2	984,9	559,4	163,1	234,5	717,3	105,2
2003	-2,3	0,5	1.060,1	501,3	222,9	300,5	925,0	990,7	554,1	164,1	240,9	716,3	109,0
2004	8,9	9,4	1.147,4	547,4	246,9	313,4	997,3	1.075,1	604,5	183,5	256,0	769,9	129,5
2005	7,3	12,3	1.235,8	585,7	265,1	327,2	1.068,1	1.212,8	692,4	201,4	267,5	841,9	180,9
2004 3° trim.	9,1	14,6	287,8	138,6	61,7	78,4	250,7	275,9	157,3	46,2	63,8	195,7	36,6
4° trim.	8,9	12,7	291,9	139,3	62,7	78,0	253,3	279,0	158,9	47,3	64,8	199,0	36,7
2005 1° trim.	3,4	8,6	291,9	138,2	62,3	77,6	255,7	278,6	157,3	44,5	63,5	198,2	36,1
2° trim.	6,2	10,8	302,4	144,0	63,6	80,2	258,9	291,7	165,9	49,3	65,0	201,7	40,5
3° trim.	9,9	14,4	318,4	149,9	69,9	84,2	274,5	316,5	182,2	52,8	68,5	217,3	51,3
4° trim.	9,4	14,9	323,0	153,6	69,2	85,2	279,1	326,0	187,0	54,7	70,5	224,7	52,9
2005 set.	12,9	13,8	107,7	50,9	24,0	28,6	93,0	105,5	60,7	17,3	23,2	72,3	18,2
ott.	6,6	12,0	104,5	49,5	22,4	27,7	90,1	106,2	60,0	17,6	22,9	72,5	17,7
nov.	10,8	14,7	108,6	51,7	23,0	28,7	93,3	107,7	61,9	19,2	23,5	74,4	17,9
dic.	10,9	18,2	110,0	52,4	23,9	28,8	95,6	112,1	65,1	17,9	24,1	77,8	17,2
2006 gen.	14,3	22,9	110,0	51,8	23,8	28,2	94,8	110,5	64,0	17,0	23,7	74,0	18,0
feb.	14,1	22,1	109,3	51,8	23,5	29,1	94,4	112,0	64,9	17,0	23,4	74,8	.
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	104,1	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,1	105,9	108,1	114,8	109,2	102,0	100,5	95,3	110,3	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,2	121,0	119,8	118,3	107,9	103,9	108,3	118,3	107,3	105,7
2005	4,5	4,1	123,8	118,5	129,7	122,7	124,3	112,8	105,5	118,8	121,0	114,8	107,3
2004 3° trim.	7,7	8,3	117,6	115,9	120,2	119,5	118,1	108,9	105,4	108,5	117,3	108,1	114,6
4° trim.	7,5	6,2	119,6	115,9	123,6	119,3	119,8	109,4	104,5	113,0	119,5	110,3	105,9
2005 1° trim.	1,2	2,4	118,8	113,8	122,9	118,2	120,1	109,5	104,1	107,8	117,1	109,9	105,9
2° trim.	4,3	4,7	122,0	117,4	124,9	121,2	121,1	111,2	104,4	117,7	119,1	111,1	103,1
3° trim.	7,1	4,6	126,8	120,8	136,5	125,7	127,5	114,3	106,3	122,7	123,2	117,7	109,6
4° trim.	5,4	4,5	127,5	121,9	134,5	125,7	128,5	116,2	107,2	127,0	124,7	120,6	110,5
2005 set.	9,9	3,8	128,6	122,8	140,4	127,6	129,4	114,0	105,6	122,2	124,7	117,7	113,0
ott.	2,8	3,8	124,0	118,6	130,9	122,6	124,9	115,0	104,4	123,7	122,7	117,7	111,9
nov.	7,6	4,8	128,8	123,5	133,4	127,1	129,2	115,7	106,8	134,0	125,0	119,8	114,0
dic.	5,9	4,9	129,8	123,7	139,3	127,3	131,6	118,0	110,3	123,4	126,4	124,1	105,8
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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 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.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)					Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Cina					Giappone	Altri paesi asiatici				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>															
2002	1.083,6	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,3
2003	1.060,1	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	100,9
2004	1.147,4	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	1.235,8	28,6	44,8	202,6	142,0	42,9	70,1	34,6	184,8	43,5	34,0	165,6	72,7	46,7	122,8
2004 3° trim.	287,8	6,5	10,5	51,5	31,8	9,2	17,2	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	26,5
4° trim.	291,9	6,7	10,7	51,3	32,6	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,8	15,9	10,5	30,3
2005 1° trim.	291,9	6,7	10,9	49,7	33,1	9,8	17,4	8,0	43,4	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,9
2° trim.	302,4	7,0	11,2	49,9	34,0	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,2	11,2	32,0
3° trim.	318,4	7,3	11,4	51,4	36,1	11,3	17,9	9,0	47,1	11,4	8,5	43,9	19,3	12,3	31,6
4° trim.	323,0	7,6	11,4	51,6	38,7	11,2	18,0	9,4	48,8	11,8	8,6	42,3	19,2	12,2	32,3
2005 set.	107,7	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	10,9
ott.	104,5	2,5	3,7	16,6	12,5	3,6	5,8	3,0	15,7	3,8	2,8	13,8	6,1	4,0	10,4
nov.	108,6	2,6	3,8	17,6	12,8	3,9	5,9	2,9	16,3	3,9	2,9	14,1	6,4	4,2	11,3
dic.	110,0	2,5	3,9	17,4	13,4	3,7	6,2	3,4	16,7	4,2	3,0	14,3	6,7	4,0	10,6
2006 gen.	110,0	2,5	3,8	17,6	13,2	4,0	6,2	3,2	16,7	4,1	3,0	14,4	6,2	4,6	10,4
feb.	109,3	.	.	.	.	4,0	5,9	3,3	16,6	4,2	3,0	14,7	6,5	4,3	.
<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
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>															
2002	984,9	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	81,3
2003	990,7	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	85,2
2004	1.075,1	25,3	39,6	144,0	107,2	56,4	53,4	22,8	113,8	92,1	53,9	163,1	72,8	45,1	85,6
2005	1.212,8	25,3	42,0	150,4	116,7	73,1	57,8	24,8	120,5	117,7	52,8	187,7	95,0	52,8	96,2
2004 3° trim.	275,9	6,4	10,1	37,5	26,1	14,6	13,6	6,0	28,8	23,5	13,7	42,5	19,1	11,6	22,4
4° trim.	279,0	6,5	10,2	36,5	27,3	15,9	13,8	6,1	28,9	25,2	13,5	43,1	19,8	11,7	20,4
2005 1° trim.	278,6	6,1	10,0	35,9	27,0	16,6	13,5	6,2	28,9	26,4	13,0	41,2	20,2	12,1	21,5
2° trim.	291,7	6,4	10,3	36,8	28,8	17,5	14,4	5,9	29,9	27,7	12,5	46,2	21,8	12,0	21,4
3° trim.	316,5	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	25,6
4° trim.	326,0	6,5	11,0	39,2	30,9	20,1	15,0	6,6	30,9	32,5	13,8	51,0	26,2	14,8	27,6
2005 set.	105,5	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	7,8
ott.	106,2	2,2	3,6	12,7	10,1	6,6	5,0	2,1	10,1	10,3	4,3	15,9	8,3	4,8	10,2
nov.	107,7	2,1	3,7	13,2	10,2	6,4	5,0	2,2	10,2	10,7	4,6	17,4	9,1	4,9	7,8
dic.	112,1	2,2	3,7	13,2	10,5	7,0	5,0	2,3	10,5	11,5	4,8	17,6	8,8	5,1	9,7
2006 gen.	110,5	2,3	3,8	13,1	10,4	7,7	5,0	2,1	10,7	11,2	4,6	18,0	8,5	5,1	7,9
feb.	112,0	.	.	.	.	7,7	5,0	2,2	10,8	11,1	4,7	17,8	9,1	5,2	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2005	100,0	2,1	3,5	12,4	9,6	6,0	4,8	2,0	10,0	9,7	4,4	15,5	7,8	4,3	7,9
<i>Saldo</i>															
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	19,0
2003	69,3	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	15,7
2004	72,3	0,5	2,2	59,9	20,9	-20,8	12,6	8,9	59,9	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,8
2005	23,0	3,3	2,9	52,2	25,3	-30,1	12,3	9,8	64,3	-74,2	-18,8	-22,1	-22,3	-6,1	26,6
2004 3° trim.	11,9	0,1	0,4	14,0	5,8	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,7	-5,3	-4,2	-2,5	-1,3	4,1
4° trim.	12,9	0,2	0,5	14,7	5,4	-6,7	3,3	1,6	14,8	-15,2	-5,3	-5,3	-3,9	-1,2	9,9
2005 1° trim.	13,3	0,6	0,9	13,8	6,1	-6,8	3,9	1,8	14,5	-16,1	-4,5	-2,2	-3,1	-1,1	5,4
2° trim.	10,7	0,6	0,9	13,1	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,7	-4,1	-5,7	-4,6	-0,9	10,5
3° trim.	2,0	1,1	0,8	12,8	6,2	-7,6	2,9	2,9	16,4	-19,7	-5,0	-5,5	-7,5	-1,5	5,9
4° trim.	-3,0	1,0	0,3	12,4	7,9	-8,9	3,0	2,8	17,8	-20,7	-5,2	-8,7	-7,0	-2,6	4,7
2005 set.	2,2	0,4	0,2	4,1	2,2	-2,6	0,9	1,1	5,7	-6,4	-1,7	-1,7	-2,5	-0,6	3,1
ott.	-1,8	0,3	0,1	3,9	2,4	-3,0	0,9	1,0	5,6	-6,5	-1,6	-2,2	-2,2	-0,7	0,2
nov.	0,8	0,5	0,1	4,3	2,6	-2,5	0,9	0,7	6,0	-6,9	-1,8	-3,3	-2,7	-0,7	3,6
dic.	-2,0	0,3	0,1	4,2	2,9	-3,3	1,2	1,1	6,2	-7,3	-1,8	-3,3	-2,1	-1,1	0,9
2006 gen.	-0,5	0,2	0,1	4,5	2,8	-3,8	1,2	1,1	6,0	-7,2	-1,6	-3,5	-2,3	-0,5	2,5
feb.	-2,7	.	.	.	.	-3,7	0,9	1,0	5,8	-6,9	-1,7	-3,1	-2,7	-0,9	.

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	104,2	102,4	103,2	99,1	100,6	108,3	102,5
4° trim.	100,9	103,1	101,1	102,1	98,4	99,4	107,2	101,1
2006 1° trim.	101,2	103,5	102,1	.	.	.	107,2	101,0
2005 apr.	105,1	107,2	105,9	-	-	-	111,9	105,8
mag.	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6
giu.	101,2	103,4	102,1	-	-	-	107,6	101,9
lug.	101,7	104,0	102,3	-	-	-	108,0	102,1
ago.	102,3	104,6	102,8	-	-	-	108,7	102,8
set.	101,8	104,1	101,9	-	-	-	108,2	102,4
ott.	101,4	103,6	101,5	-	-	-	107,8	101,8
nov.	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8
dic.	100,7	102,8	101,0	-	-	-	106,9	100,7
2006 gen.	101,4	103,6	102,0	-	-	-	107,5	101,3
feb.	100,7	103,0	101,8	-	-	-	106,6	100,4
mar.	101,5	103,8	102,6	-	-	-	107,4	101,2
apr.	102,7	105,0	103,8	-	-	-	108,6	102,3
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2006 apr.	1,1	1,2	1,2	-	-	-	1,1	1,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2006 apr.	-2,3	-2,1	-1,9	-	-	-	-2,9	-3,3

F35 Tassi di cambio effettivi

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

— TCE-23 nominale
 TCE-23 reale IPC



F36 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
apr.	7,4618	9,3346	0,69463	1,2271	143,59	1,5748	1.168,67	9,5182	1,9643	1,4052	7,8413	1,6662
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 apr.	0,0	-0,7	0,8	2,1	1,9	0,4	-0,3	2,0	0,8	1,0	-1,7	0,7
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 apr.	0,2	1,8	1,7	-5,2	3,4	1,8	-10,6	-5,7	-8,1	-12,1	-4,1	-0,5
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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 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
apr.	28,501	15,6466	0,57613	0,6960	3,4528	265,47	0,4293	3,9177	239,60	37,374	1,9558	3,4892
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 apr.	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	1,8	0,0	0,9	0,0	-0,3	0,0	-0,5
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 apr.	-5,4	0,0	-1,1	0,0	0,0	7,0	-0,1	-5,7	0,0	-4,7	0,0	-
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath 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 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	
apr.	9,8361	7,3111	91,94	10.956,51	4,4918	1,9733	63,077	33,7987	7,4656	46,619	1,6381	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 apr.	1,8	-0,3	9,8	-0,5	0,9	4,1	2,6	0,9	-0,7	-0,5	1,9	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 apr.	-8,1	-1,1	13,9	-11,4	-8,6	9,8	-10,4	-6,1	-6,3	-8,9	-	

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 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
2006 1° trim.	2,4	2,0	4,4	2,3	7,0	3,3	2,4	2,5	0,9	2,3	4,2	1,2	2,0
2005 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
mar.	2,4	1,8	4,0	2,6	6,6	3,1	2,4	2,9	0,9	2,0	4,3	1,5	1,8
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
2003	-6,6	1,0	2,4	-6,3	-1,2	-1,2	-6,4	-10,2	-4,7	-2,8	-3,7	0,1	-3,3
2004	-2,9	2,7	1,5	-4,1	-0,9	-1,5	-5,4	-5,1	-3,9	-2,3	-3,0	1,8	-3,3
2005	-2,6	4,9	1,6	-2,4	0,2	-0,5	-6,1	-3,3	-2,5	-1,8	-2,9	2,9	-3,6
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
2003	30,0	44,4	6,0	69,7	14,4	21,2	56,7	71,3	43,9	29,1	42,7	51,8	39,0
2004	30,6	42,6	5,4	71,7	14,6	19,5	57,1	76,2	41,9	29,5	41,6	50,5	40,8
2005	30,5	35,8	4,8	70,3	11,9	18,7	58,4	74,7	42,5	29,1	34,5	50,3	42,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
mar.	3,58	3,70	-	3,97	3,60	3,75	7,00	4,35	4,79	3,80	4,01	3,55	4,19
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
mar.	2,08	2,85	2,87	3,19	3,97	2,75	-	3,20	4,12	3,53	3,75	2,23	4,59
PIL a prezzi costanti													
2004	4,7	1,7	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	7,5	4,1	2,5	2,6	3,9	6,0	2,7	1,8
2005 3° trim.	5,8	4,8	10,4	4,0	11,4	8,3	4,4	5,4	2,7	4,0	6,2	2,9	1,9
4° trim.	6,9	3,6	11,5	3,6	10,5	8,7	4,2	2,5	2,8	5,1	7,6	2,9	1,8
2006 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2004	-6,6	2,4	-11,9	-4,9	-11,9	-6,4	-8,3	-8,0	-3,9	-2,5	-3,1	6,9	-1,9
2005	-1,9	3,5	-9,4	-5,3	-11,3	-5,6	-6,5	-9,3	-1,1	-1,5	-8,8	6,2	-2,4
2005 2° trim.	-3,7	5,0	-10,9	3,2	-9,9	-6,8	-7,0	-10,6	-0,8	0,1	-11,9	5,8	-1,4
3° trim.	-4,1	5,0	-8,3	4,9	-11,2	-6,4	-7,4	-0,6	-1,3	0,6	-4,8	6,8	-3,7
4° trim.	-2,5	2,8	-9,0	-19,7	-13,9	-5,2	-5,2	-18,4	-1,3	-4,9	-15,2	5,4	-2,6
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2004	1,1	0,4	3,0	-	7,2	1,0	4,2	-	-	3,8	0,6	-0,6	2,1
2005	.	0,9	3,7	-	5,4	3,8	.	-	.	.	2,2	1,4	.
2005 2° trim.	-0,1	1,8	2,4	-	-	1,3	-	-	.	-	3,6	0,1	3,5
3° trim.	2,0	-1,4	4,1	-	-	2,9	-	-	.	-	4,1	0,6	.
4° trim.	.	0,8	5,6	-	-	6,7	-	-	.	-	.	.	.
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	17,7	6,3	16,4	.	4,7
2005 3° trim.	7,8	4,6	7,4	5,3	9,0	7,8	7,3	7,2	17,7	6,4	16,1	.	4,7
4° trim.	7,8	4,1	6,9	5,0	8,2	6,8	7,5	7,4	17,2	6,3	16,2	.	5,0
2006 1° trim.	7,8	4,3	5,8	5,2	7,8	6,6	7,5	8,0	16,9	6,2	15,7	.	.
2005 nov.	7,8	4,1	6,9	5,0	8,2	6,7	7,5	7,3	17,2	6,4	16,1	.	5,0
dic.	7,8	4,0	6,6	4,9	8,0	6,8	7,5	7,6	17,1	6,3	16,0	.	4,9
2006 gen.	7,8	4,4	6,2	5,3	8,1	6,8	7,6	7,9	17,1	6,2	15,7	.	5,0
feb.	7,8	4,4	5,8	5,2	7,8	6,5	7,6	8,0	16,9	6,2	15,7	.	.
mar.	7,7	4,3	5,3	5,2	7,6	6,4	7,4	8,1	16,8	6,2	15,7	.	.

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

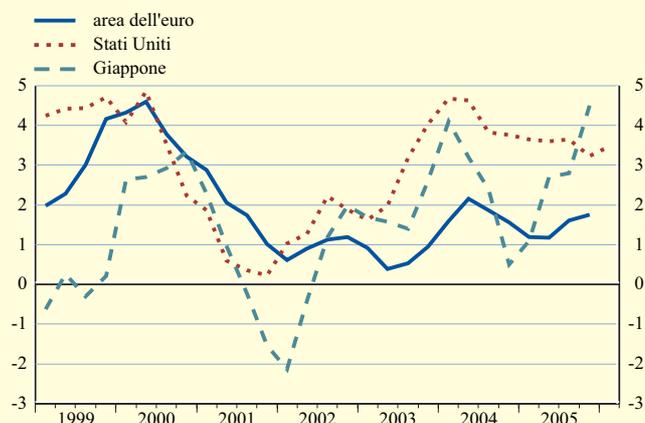
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	-3,8	49,0
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	-4,4	48,6
4° trim.	3,7	0,2	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	-3,6	49,0
2006 1° trim.	3,6	.	3,5	4,8	4,7	8,2	4,76	4,57	1,2023	.	.
2005 dic.	3,4	-	-	4,5	4,9	7,6	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 gen.	4,0	-	-	4,9	4,7	8,0	4,60	4,41	1,2103	-	-
feb.	3,6	-	-	4,2	4,8	8,1	4,76	4,56	1,1938	-	-
mar.	3,4	-	-	5,2	4,7	8,5	4,92	4,72	1,2020	-	-
apr.	.	-	-	.	.	.	5,07	4,99	1,2271	-	-
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	1,1	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2005 1° trim.	-0,2	-1,0	1,1	1,2	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	-0,2	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
4° trim.	-0,5	-2,1	4,5	3,0	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2006 1° trim.	0,4	.	.	3,2	4,2	.	0,08	1,58	140,51	.	.
2005 dic.	-0,1	-2,1	-	3,4	4,4	2,0	0,07	1,54	140,58	-	-
2006 gen.	0,5	.	-	2,6	4,5	1,9	0,07	1,47	139,82	-	-
feb.	0,4	.	-	3,9	4,1	.	0,07	1,57	140,77	-	-
mar.	0,3	.	-	3,1	4,1	.	0,10	1,70	140,96	-	-
apr.	.	.	-	.	.	.	0,11	1,91	143,59	-	-

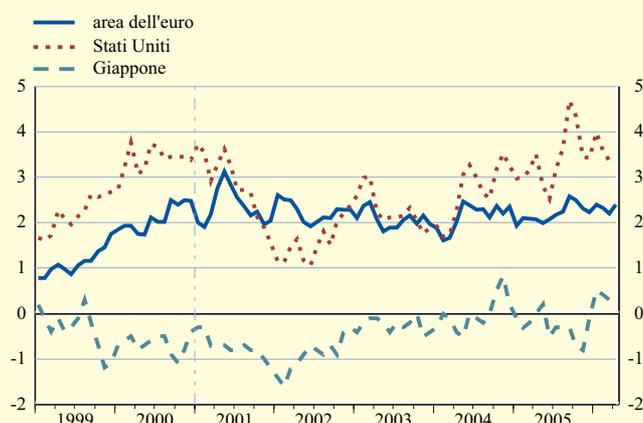
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 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

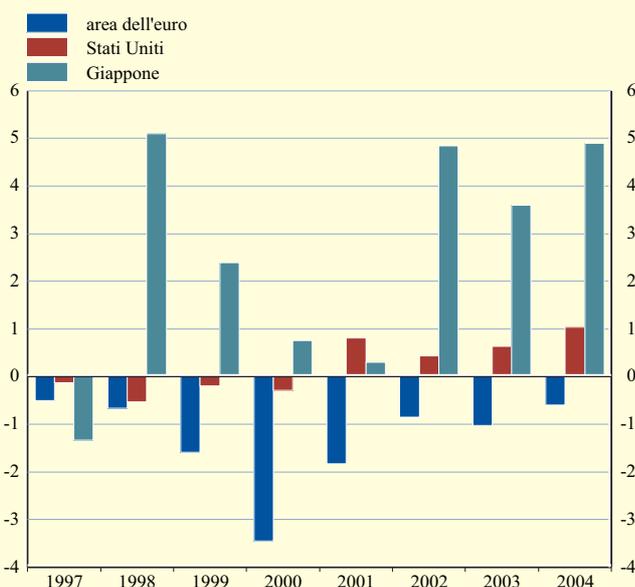
(in percentuale del PIL)

2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

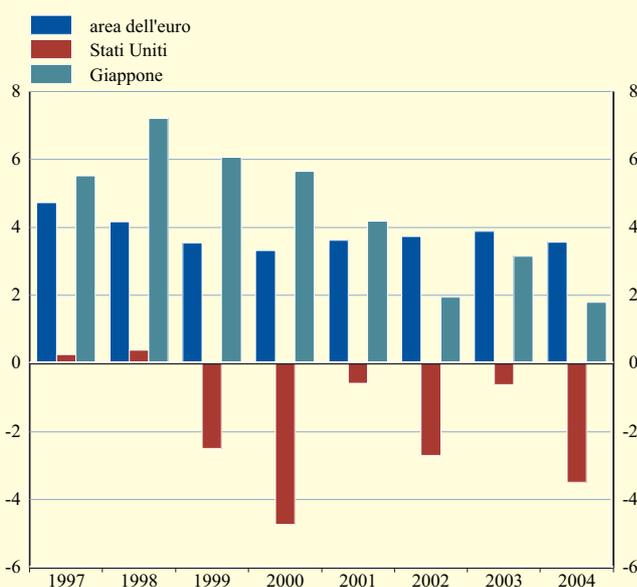
	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle 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

F39 Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)


F40 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 totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S30
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S32
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F25	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F26	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S54
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S54
F30	Saldi di conto corrente	S55
F31	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F32	Conto dei beni	S56
F33	Conto dei servizi	S56
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F35	Tassi di cambio effettivi	S67
F36	Tassi di cambio bilaterali	S67
F37	PIL a prezzi costanti	S70
F38	Indici dei prezzi al consumo	S70
F39	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F40	Saldo finanziario delle famiglie	S71

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

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

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

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

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

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

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

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina

nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

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 3 maggio 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 e 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-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

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 2000⁷⁾, 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 2002⁸⁾ 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, Thailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di 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 minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse 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 minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse 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 minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse 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 minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle ope-

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.

razioni 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.

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 minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse 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 E 4 MAGGIO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse 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 febbraio 2006 e aprile 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.

Rapporto annuale 2005, aprile 2006.

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.
Il contributo della BCE e dell'Eurosistema all'integrazione finanziaria europea, maggio 2006.
La lista unica nel sistema delle garanzie dell'Eurosistema, maggio 2006.
L'emissione azionaria nell'area dell'euro, maggio 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione 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.
- 44 *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, aprile 2006.

WORKING PAPERS SERIES

- 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.
- 600 *A speed limit monetary policy rule for the euro area*, di L. Stracca, aprile 2006.

- 601 *Excess burden and the cost of inefficiency in public services provision*, di A. Afonso e V. Gaspar, aprile 2006.
- 602 *Job flow dynamics and firing restrictions: evidence from Europe*, di J. Messina e G. Vallanti, aprile 2006.
- 603 *Estimating multi-country VAR models*, di F. Canova e M. Ciccarelli, aprile 2006.
- 604 *A dynamic model of settlement*, di T. Koepl, C. Monnet e T. Temzelides, aprile 2006.
- 605 *(Un)Predictability and macroeconomic stability*, di A. D'Agostino, D. Giannone e P. Surico, aprile 2006.
- 606 *Measuring the importance of the uniform nonsynchronization hypothesis*, di D. A. Dias, C. Robalo Marques e J. M. C. Santos Silva, aprile 2006.
- 607 *Price setting behaviour in the Netherlands: results of a survey*, di M. Hoeberichts e A. Stokman, aprile 2006.
- 608 *How does information affect the comovement between interest rates and exchange rates?*, di M. Sánchez, aprile 2006.
- 609 *The elusive welfare economics of price stability as a monetary policy objective: why New Keynesian central bankers should validate core inflation*, di W. H. Buiter, aprile 2006.
- 610 *Real-time model uncertainty in the United States: the Fed from 1996-2003*, di R. J. Tetlow e B. Ironside, aprile 2006.
- 611 *Monetary policy, determinacy, and learnability in the open economy*, di J. Bullard e E. Schaling, aprile 2006.
- 612 *Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model*, di S. Schmitt-Grohé e M. Uribe, aprile 2006.
- 613 *Welfare-based monetary policy rules in an estimated DSGE model of the US economy*, di M. Juillard, P. Karam, D. Laxton e P. Pesenti, aprile 2006.
- 614 *Expenditure switching vs. real exchange rate stabilization: competing objectives for exchange rate policy*, di M. B. Devereux e C. Engel, aprile 2006.
- 615 *Quantitative goals for monetary policy*, di A. Fatás, I. Mihov e A. K. Rose, aprile 2006.
- 616 *Global financial transmission of monetary policy shocks*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, aprile 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.
ECB statistics: an overview, aprile 2006.

OPUSCOLI INFORMATIVI

The current TARGET system, agosto 2005.
TARGET2 – innovation and transformation, agosto 2005.
The euro area at a glance, agosto 2005.
ECB statistics: a brief overview, 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.