



BANCA CENTRALE EUROPEA

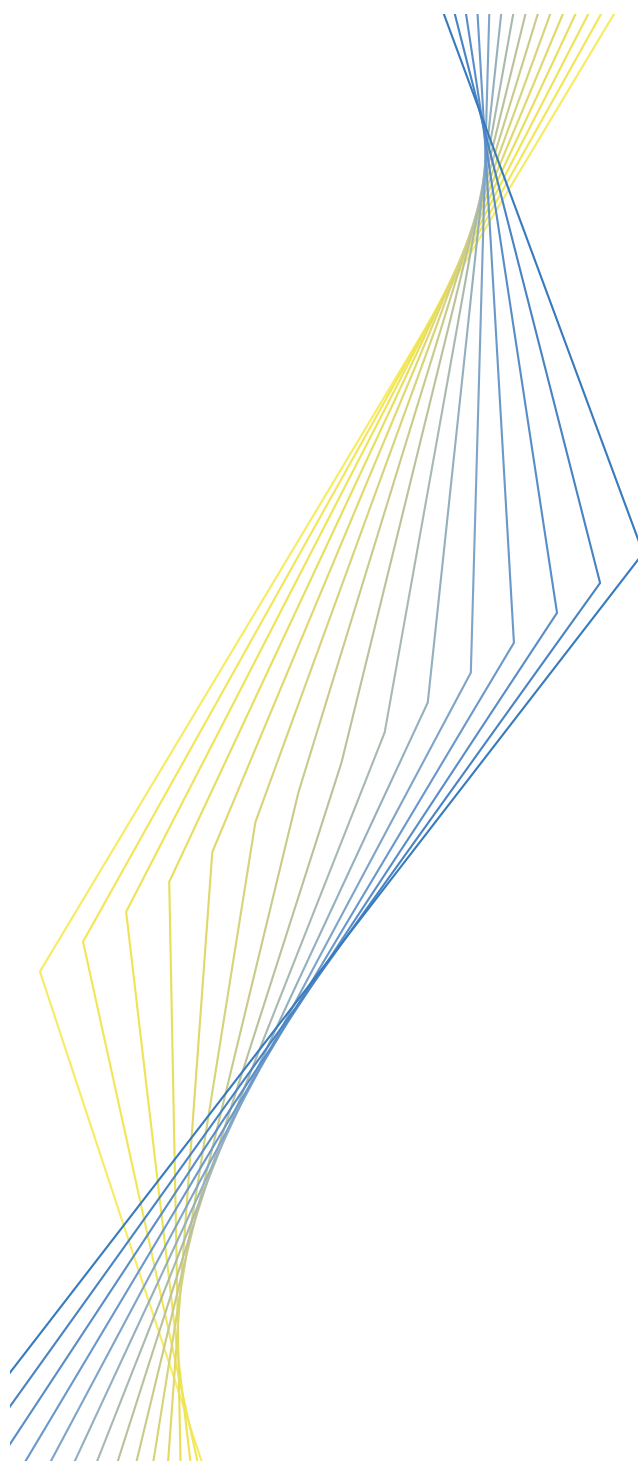
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO
MENSILE**

Giugno 2003



BANCA CENTRALE EUROPEA



**B O L L E T T I N O
M E N S I L E**

Giugno 2003

© **Banca Centrale Europea, 2003**

Indirizzo	Kaiserstrasse 29
	D-60311 Frankfurt am Main
	Germany
Indirizzo postale	Postfach 16 03 19
	D-60066 Frankfurt am Main
	Germany
Telefono	+49 69 1344 0
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 4 giugno 2003.

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

Stampato nel mese di giugno 2003 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.

Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	9
I prezzi	39
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	48
La finanza pubblica	59
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema	66
Il contesto macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	72
Riquadri:	
1 La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	15
2 L'impatto dei fattori finanziari sugli investimenti delle imprese nell'area dell'euro	22
3 Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 maggio 2003	30
4 Confronto tra gli indicatori del costo del lavoro disponibili per l'area dell'euro: differenze concettuali e rispettiva evoluzione nel periodo 1999-2002	43
5 Nuove stime rapide del PIL trimestrale in termini reali dell'area dell'euro	49
6 Il contributo delle variazioni delle scorte alle fluttuazioni del ciclo economico	51
7 La procedura per i disavanzi eccessivi	61
8 Solide politiche di bilancio per la stabilità e la crescita nell'area dell'euro	64
9 Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2002	69
10 Previsioni formulate da altre istituzioni	70
11 L'andamento dei tassi di cambio effettivi dell'euro in prospettiva storica	80
I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria	85
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	97*
Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	101*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	105*

Siglarlo

Paesi

BE	Belgio
DK	Danimarca
DE	Germania
GR	Grecia
ES	Spagna
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Lussemburgo
NL	Paesi Bassi
AT	Austria
PT	Portogallo
FI	Finlandia
SE	Svezia
UK	Regno Unito
JP	Giappone
US	Stati Uniti

Altre

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
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
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)
p.c.t.	operazioni pronti contro termine
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.

Nella riunione tenuta il 5 giugno 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre di 50 punti base, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati anch'essi ridotti di 50 punti base, al 3,0 e all'1,0 per cento rispettivamente.

La decisione del Consiglio direttivo riflette la valutazione secondo cui le prospettive a medio termine per la stabilità dei prezzi sono notevolmente migliorate dal marzo scorso, quando ha avuto luogo la precedente riduzione dei tassi di interesse. Tale decisione è in linea con la strategia di politica monetaria della BCE, e in particolare con l'intento di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Nel contempo, la riduzione dei tassi di interesse tiene conto dei rischi al ribasso per l'espansione economica. Il Consiglio direttivo ha precisato che continuerà a seguire con attenzione l'insieme dei fattori rilevanti per la propria valutazione.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base di questa valutazione, i dati recenti sulla crescita del PIL confermano che l'attività nell'area dell'euro è rimasta debole nel primo trimestre dell'anno in corso. Questa evoluzione rispecchia anche l'impatto negativo della crisi irachena sia sull'economia mondiale che su quella dell'area. Tuttavia, i risultati delle indagini congiunturali di aprile e maggio non segnalano un immediato miglioramento in seguito alla fine del conflitto. L'espansione economica, quindi, sarà probabilmente molto modesta nella prima metà dell'anno, mentre le attese sulla crescita media annua nel 2003 e 2004 hanno dovuto essere ridimensionate.

Secondo le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel presente Bollettino, il tasso di incremento del PIL dell'area dell'euro dovrebbe collocarsi fra lo 0,4 e l'1,0 per cento nel 2003, per poi salire all'1,1-2,1 per cento nel 2004. Queste proiezioni sono soggette a una serie di ipotesi tecniche formulate sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio 2003. Per le diverse ipotesi su cui si fondano, le proiezioni non sono di norma perfettamente

comparabili alle previsioni elaborate da altre organizzazioni. Allo stadio attuale, tutte le previsioni disponibili, nonché i recenti andamenti dei mercati finanziari, sembrano riflettere valutazioni simili delle prospettive per l'attività economica nell'area, consistenti in un graduale rafforzamento della crescita del PIL nel corso del 2003 e 2004, sostenuto da fattori sia esterni che interni.

Riguardo ai fattori esterni, l'atteso recupero della domanda nel resto del mondo dovrebbe compensare l'effetto frenante esercitato dall'apprezzamento del tasso di cambio della valuta europea. Il sensibile e rapido rafforzamento dell'euro dei mesi recenti attenuerà la competitività di prezzo dell'area. Tuttavia, l'attuale livello del tasso di cambio effettivo reale dell'euro e quindi la competitività internazionale di prezzo e di costo degli esportatori dell'area si avvicinano molto alle medie di lungo periodo. In termini più generali, se posto nella giusta prospettiva, tale livello è in linea con le variabili economiche fondamentali e con l'interesse della BCE in una valuta europea forte e stabile.

Passando ai fattori interni, i consumi delle famiglie dovrebbero segnare una ripresa dalla seconda metà dell'anno in corso, riflettendo l'incremento del reddito reale disponibile sostenuto dal calo dell'inflazione e da effetti favorevoli connessi alle ragioni di scambio. Inoltre, non vi sono squilibri significativi nel settore delle famiglie nel suo insieme suscettibili di frenare tale ripresa. Allo stesso tempo, il contributo degli investimenti alla crescita dell'attività rimarrà probabilmente modesto, anche se a un suo recupero dovrebbero concorrere un miglioramento del contesto economico mondiale e il livello storicamente basso dei tassi di interesse.

Permangono rischi al ribasso per la crescita derivanti, in particolare, dagli squilibri macroeconomici accumulati in passato all'esterno dell'area dell'euro, mentre continua a sussistere incertezza sull'impatto economico della sindrome respiratoria acuta grave (SARS). Inoltre, un certo grado di incertezza caratterizza tuttora il settore delle imprese dell'area, per quanto concerne la portata dell'adeguamento ancora necessario per migliorare produttività e redditività, nonché il

suo potenziale impatto sulla crescita dell'occupazione e quindi sui consumi delle famiglie.

In questo contesto, le prospettive per l'andamento dei prezzi sono divenute più favorevoli. La stima rapida dell'Eurostat indica per maggio un tasso di inflazione misurato sullo IAPC dell'1,9 per cento. Ci si attende che l'inflazione si collochi intorno a questo livello per il resto dell'anno, per poi registrare un notevole calo nel 2004. Secondo le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema essa scenderebbe, in media d'anno, dal 2,3 per cento registrato nel 2002 a un valore compreso fra l'1,8 e il 2,2 per cento nel 2003, per poi situarsi in un intervallo dello 0,7-1,9 per cento l'anno successivo. Tale proiezione si basa sull'ipotesi di una tendenza favorevole dei prezzi all'importazione, per effetto dell'evoluzione delle quotazioni petrolifere e del più elevato tasso di cambio dell'euro, nonché sull'aspettativa di una minore pressione interna sui prezzi nel quadro di una modesta ripresa economica. In particolare, la dinamica salariale sostanzialmente stabile, insieme ai guadagni di produttività, dovrebbe determinare una moderazione del tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto.

Per quel che concerne l'analisi monetaria, l'espansione dell'aggregato ampio M3 è rimasta vigorosa. Pertanto, nell'economia dell'area dell'euro ha continuato ad accumularsi liquidità in misura notevolmente superiore a quanto necessario per sostenere una crescita non inflazionistica.

Tuttavia, diverse considerazioni controbilanciano i timori che la presenza di abbondante liquidità alimenti spinte inflazionistiche nel medio periodo. In particolare, gli andamenti della moneta continuano a essere sospinti da riallocazioni di portafoglio, che riflettono la marcata preferenza degli investitori per attività liquide e sicure. Questo trova conferma nelle indicazioni derivanti sia dalle componenti che dalle contropartite di M3. In effetti, i prestiti al settore privato sono aumentati a un ritmo molto più moderato rispetto a quello dell'aggregato monetario ampio. Inoltre, la maggiore espansione della moneta è stata accompagnata da una notevole riduzione delle acquisizioni nette di azioni estere da parte di residenti nell'area dell'euro

diversi dalle IFM, anch'essa da mettere in relazione con riallocazioni di portafoglio a svantaggio delle attività più rischiose. Le ricomposizioni di portafoglio che hanno inciso sull'evoluzione di M3 negli ultimi due anni dovrebbero gradualmente riassorbirsi. Inoltre, la prospettiva del perdurare della moderazione della ripresa economica riduce la probabilità che l'eccesso di liquidità produca un aumento della spesa. Peraltro, anche il basso livello dei tassi di interesse ha contribuito alla dinamica sostenuta della moneta. Occorre quindi seguire attentamente gli andamenti monetari per quanto riguarda le loro implicazioni per la stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio-lungo periodo.

In sintesi, l'analisi economica indica che il tasso di inflazione dovrebbe scendere su un livello inferiore al 2 per cento nel medio termine, a seguito del recente andamento del tasso di cambio dell'euro e tenuto conto della debolezza dell'attività nell'area. Dall'analisi monetaria emerge che la forte crescita di M3 non dovrebbe, al momento, influire negativamente su queste prospettive. Sulla base della verifica incrociata delle informazioni derivanti dai due pilastri, il Consiglio direttivo è giunto alla conclusione che le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo sono divenute più favorevoli.

Per quanto riguarda il dibattito sul rischio ipotetico di deflazione, il Consiglio direttivo ha osservato che nell'insieme dell'area dell'euro l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si colloca da qualche tempo intorno al 2 per cento e che attualmente non vi sono previsioni indicanti rischi deflazionistici. La politica monetaria della BCE mira a perseguire un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2 per cento in un orizzonte di medio termine. A tale proposito, le attese di inflazione dovrebbero rimanere saldamente ancorate a questo livello, a prescindere dall'evoluzione dei prezzi nel breve termine. Per quanto concerne gli andamenti a livello regionale, un periodo di incrementi dei prezzi relativamente contenuti o persino di loro diminuzioni in una determinata regione migliorerà la sua competitività nell'area monetaria. All'interno di un'unione monetaria il concetto di deflazione non è significativo se applicato alle singole regioni che la compongono.

Allo stadio attuale, è quanto mai opportuno rammentare che la politica monetaria non può di per sé risolvere i problemi che influiscono sull'andamento della crescita economica e dell'occupazione nell'area dell'euro. Occorre invece attuare misure strutturali adeguate che consentano di porre rimedio alle debolezze di fondo e di far fronte alle pressanti esigenze di adeguamento. A tale proposito, le politiche di bilancio possiedono un grande potenziale per migliorare il clima di fiducia e sostenere quindi l'attività economica, anche nel breve periodo. L'elaborazione di una ben delineata strategia di riforma a medio termine, che preveda adeguati interventi di risanamento dei conti pubblici nei paesi ora impegnati a correggere squilibri fiscali, rappresenterebbe un contributo significativo in questa direzione. Ciò presuppone misure di ampio respiro atte a favorire la crescita, e in particolare riforme coraggiose della composizione e del livello della spesa pubblica. Infine, un contenimento dell'espansione della spesa permetterebbe anche di ampliare il margine di manovra necessario per rispondere alle future pressioni originate dall'invecchiamento della popolazione e di creare lo spazio sufficiente a consentire una riduzione delle imposte. Sul piano procedurale, è indispensabile che il

quadro di riferimento per le politiche di bilancio sia sostenuto da una risoluta e coerente attuazione delle regole stabilite nel Trattato e nel Patto di stabilità e crescita, nonché da rigorosa sorveglianza e forte pressione esercitate reciprocamente dagli Stati membri.

Allo stesso modo, coraggiose riforme strutturali nei mercati dei beni e servizi e del lavoro non solo aumenterebbero il potenziale di crescita dell'area dell'euro e la sua capacità di resistere agli shock economici, ma ridurrebbero anche in buona parte l'incertezza che al momento grava sui programmi e sulle prospettive a lungo termine. Ciò, a sua volta, avrebbe un'incidenza positiva nel breve periodo. In particolare, conferire nuovo slancio al processo di riforma strutturale migliorerebbe il clima di fiducia dei consumatori e degli investitori, agevolando in misura notevole le decisioni di spesa e di investimento nell'area.

Questa edizione del Bollettino contiene un articolo che presenta in dettaglio i risultati della valutazione sulla strategia di politica monetaria della BCE, effettuata dal Consiglio direttivo e annunciata l'8 maggio 2003.

Evoluzione economica nell'area dell'euro

I Gli andamenti monetari e finanziari

Le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE

Nella riunione del 5 giugno 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre di 50 punti base, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, condotte mediante aste a tasso variabile, con effetto dall'operazione regolata il 9 giugno. Anche i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati ridotti di 50 punti base, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, entrambi a decorrere dal 6 giugno (cfr. figura 1).

È aumentata ulteriormente la crescita di M3 in aprile

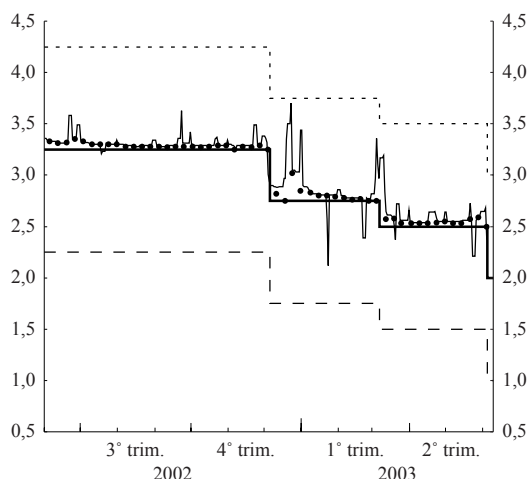
I dati recenti indicano il protrarsi della tendenza di forte crescita monetaria osservata negli ultimi due anni nell'area dell'euro. In aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario

Figura 1

Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

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

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



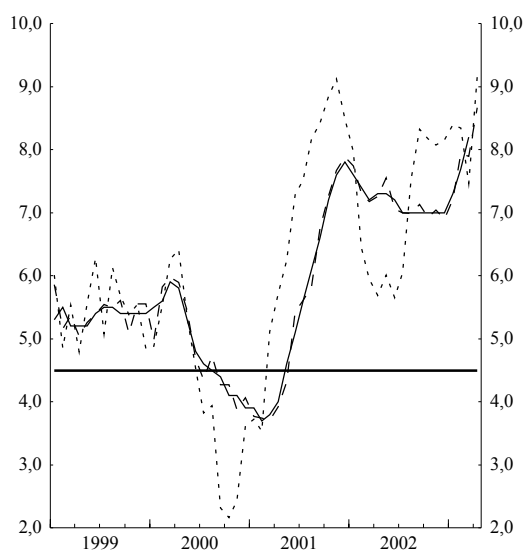
Fonti: BCE e Reuters.

Figura 2

Crescita di M3 e valore di riferimento

(dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

- - - M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- ... M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)
- M3 (media mobile centrata a tre termini del tasso di crescita sui dodici mesi)
- valore di riferimento (4½ per cento)



Fonte: BCE.

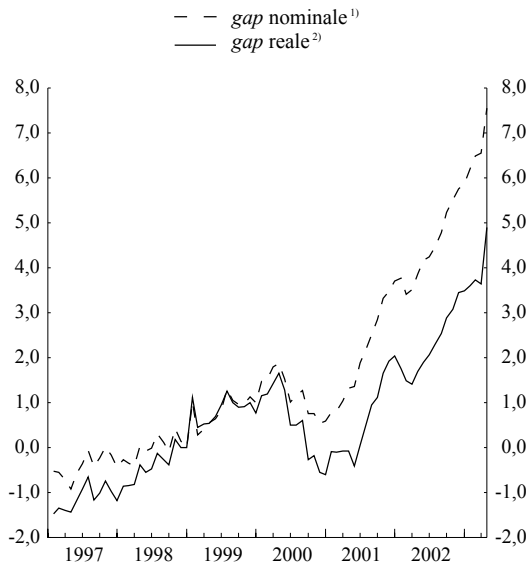
ampio M3 è salito all'8,7 per cento, dal 7,9 del mese precedente. Nel periodo febbraio-aprile la media a tre termini è cresciuta all'8,2 per cento, dal 7,7 del trimestre gennaio-marzo (cfr. figura 2).

La sostenuta dinamica di M3 fino a marzo è da mettere in relazione con un'accresciuta preferenza degli investitori per le attività liquide a breve termine, stante l'elevata incertezza del quadro economico, finanziario e geopolitico. In aprile, tuttavia, i dati mostrano che non si è ancora delineata un'inversione di tendenza, nonostante la significativa riduzione dell'incertezza sia del mercato azionario sia del contesto geopolitico. In effetti, è forse ancora troppo presto perché i dati monetari possano riflettere il calo dell'incertezza di aprile: gli operatori economici potrebbero necessitare di più tempo per riequilibrare i propri portafogli (in particolare con riguardo alle attività a scadenza fissa). Inoltre, il livello contenuto dei rendimenti obbligazionari a lungo termine potrebbe aver contribuito a

Figura 3

Stime del gap monetario nominale e reale

(in percentuale rispetto allo stock della moneta M3)



Fonte: BCE.

- 1) Differenza tra il livello effettivo dell'aggregato M3 e quello coerente con un tasso di crescita pari al valore di riferimento, calcolato utilizzando dicembre 1998 come periodo base.
- 2) Gap monetario nominale meno deviazione del livello dei prezzi da quello coerente con la definizione di stabilità dei prezzi, calcolato utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

favorire spostamenti da questi strumenti a favore di attività liquide a breve termine, mentre i bassi tassi di interesse a breve termine potrebbero aver continuato a sostenere l'espansione delle componenti più liquide di M3, in particolare di M1.

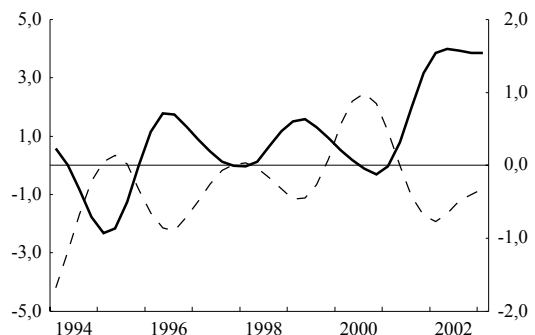
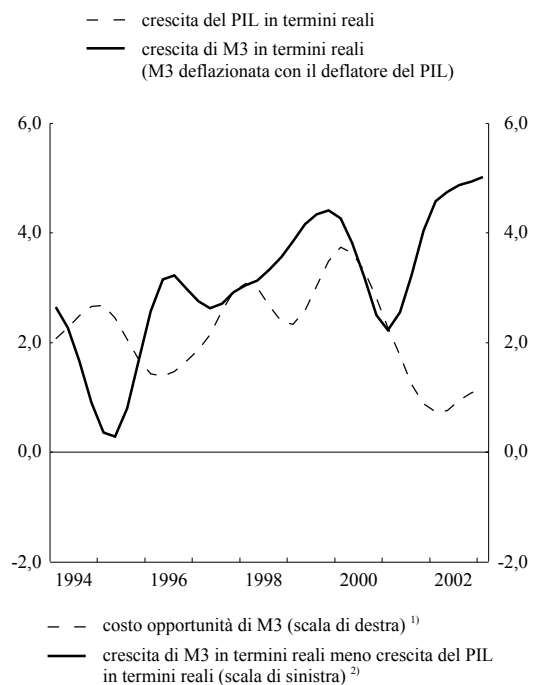
Il protrarsi del periodo di vigorosa crescita monetaria ha determinato nell'area dell'euro livelli di liquidità superiori a quelli necessari per finanziare una crescita sostenibile e non inflazionistica. Nella figura 3 la misura del gap monetario nominale corrisponde alla differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che si sarebbe osservato se la sua crescita fosse risultata in linea con il valore di riferimento (4½ per cento annuo) dal dicembre 1998 (scelto come periodo base), mentre la misura del gap monetario reale è data dalla differenza tra il livello effettivo di M3, deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 pari al valore di riferimento e da un'inflazione al consumo in linea con la

definizione di stabilità dei prezzi (sempre utilizzando dicembre 1998 come periodo base). L'evoluzione di questi due indicatori, che hanno raggiunto i massimi livelli dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria, conferma che la forte crescita di M3 ha determinato un significativo eccesso di liquidità negli ultimi mesi.

Figura 4

Crescita di M3 e PIL in termini reali e costo opportunità

(medie mobili di quattro trimestri delle variazioni sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Nota: per il primo trimestre del 2003, si è ipotizzato un tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL pari a quello del quarto trimestre del 2002.

- 1) Definito come la differenza tra il tasso di mercato monetario a tre mesi e il tasso di rendimento proprio di M3.
- 2) Differenza tra il tasso di crescita di M3, deflazionato con il deflatore del PIL, e il tasso di crescita del PIL in termini reali.

Nel primo trimestre del 2003 la crescita di M3 sul periodo corrispondente ha continuato a collocarsi al di sopra del valore corrispondente alle sue determinanti fondamentali, come mostra il significativo scostamento fra la crescita dell'aggregato e quella del PIL, entrambe in termini reali (cfr. figura 4). Dalla parte inferiore della figura 4 si evince che il basso costo opportunità delle attività comprese in M3 può spiegare solo in parte la vigorosa dinamica dell'aggregato. La notevole discrepanza tra la forte espansione di M3 e il contributo delle sue determinanti fondamentali nel periodo in esame conferma la significativa incidenza delle riallocazioni di portafoglio indotte dall'elevata incertezza finanziaria, economica e geopolitica. Si stima che l'effetto al rialzo sulla crescita sul periodo corrispondente di M3 di tali spostamenti di attività dai mercati azionari si situi fra i 2½ e i 3 punti percentuali nel primo trimestre di quest'anno (cfr. il riquadro *Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni* a pagina 11 del numero di maggio 2003 di questo Bollettino).

La crescita di M1 e degli strumenti negoziabili è particolarmente sostenuta

La robusta dinamica di M3 negli ultimi mesi va ricondotta principalmente agli andamenti di M1 e degli strumenti negoziabili (cfr. tavola I). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 ha continuato ad aumentare, portandosi all'11,1 per cento in aprile, a fronte del 10,1 nel primo trimestre dell'anno e dell'8,8 nell'ultimo trimestre del 2002. L'accelerazione di M1 pare aver riflesso il basso costo opportunità della detenzione di banconote e monete e di depositi a vista. È inoltre probabile che le incertezze cui si è accennato abbiano indotto un rafforzamento della domanda di attività molto liquide.

Per quanto concerne le componenti di M1, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle banconote e monete in circolazione si è mantenuto su livelli elevati (37,5 per cento in aprile). La forte espansione di questa voce va probabilmente ricondotta al perdurante processo di ricostituzione

Tavola I

Componenti di M3

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie trimestrali)

	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 apr.
<i>Dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario</i>						
M1	6,2	6,6	7,6	8,8	10,1	11,1
di cui:						
Banconote e monete in circolazione	-28,0	-20,0	-7,6	12,9	39,1	37,5
Depositi a vista	13,0	11,7	10,3	8,1	6,4	7,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	6,8	6,4	5,5	4,9	4,3	5,1
M2	6,5	6,5	6,5	6,7	7,0	7,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,1	12,4	10,3	8,6	10,5	13,1
M3	7,5	7,3	7,0	7,0	7,5	8,7
<i>Dati non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario</i>						
Banconote e monete in circolazione	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	39,1	37,4
Depositi a vista	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1	7,3
Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	3,6	2,9	1,4	1,3	0,5	-0,0
Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	9,1	9,4	8,9	7,8	7,4	9,4
Operazioni pronti contro termine	4,6	2,3	2,9	2,3	8,4	6,3
Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	29,5	25,1	22,4	18,6	16,7	16,9
Obbligazioni con scadenza originaria fino a 2 anni	-6,1	-3,1	-9,5	-8,8	-5,4	11,5

Fonte: BCE.

delle consistenze di circolante, nonché all'accresciuta domanda di banconote in euro da parte di soggetti non residenti nell'area.

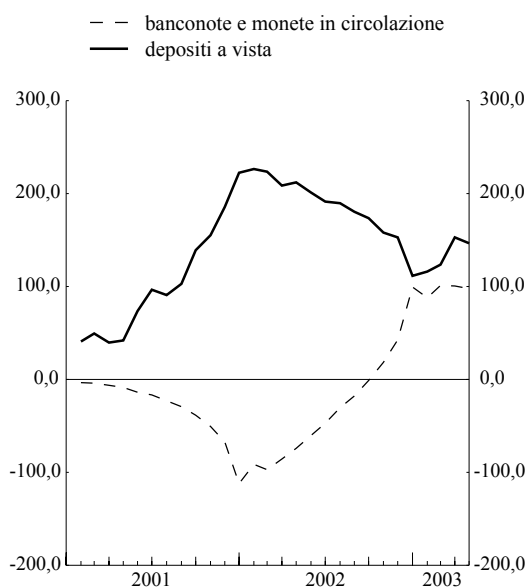
Dopo la flessione nel corso del 2002, connessa con la ricostituzione delle disponibilità di banconote e monete in circolazione, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi a vista ha segnato una ripresa negli ultimi mesi, collocandosi al 7,6 per cento in aprile, rispetto al 5,8 della fine del 2002 (cfr. figura 5). La forte domanda di questi depositi agli inizi del 2003 ha probabilmente riflesso il basso livello dei tassi di interesse e il clima di forte incertezza, che hanno compensato gli effetti al ribasso prodotti dalla ricostituzione delle consistenze di circolante.

La tendenza calante della crescita degli altri depositi a breve termine, in atto dalla fine del 2001, pare essersi arrestata. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente di questi ultimi è infatti salito al 5,1 per cento in aprile, a fronte del 4,3 nel primo trimestre del 2003 e del 4,9 nel quarto del 2002. All'interno di questa componente, i depositi con durata prestabilita fino a due anni hanno continuato a registrare un contenuto tasso di crescita, mentre il tasso relativo ai depositi rimborsabili con

preavviso fino a tre mesi è rimasto su valori sostenuti. Queste distinte dinamiche sono probabilmente dovute all'assottigliarsi del differenziale fra i tassi di interesse al dettaglio applicati a queste due tipologie di depositi negli ultimi mesi, che ha reso i depositi a tempo meno vantaggiosi rispetto ai depositi rimborsabili con preavviso.

La marcata preferenza degli investitori dell'area dell'euro diversi dalle IFM per gli strumenti liquidi e non rischiosi compresi in M3 si riflette altresì nell'ulteriore rafforzamento della crescita sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili che, dopo essere diminuita all'8,6 per cento nell'ultimo trimestre del 2002, si è portata al 10,5 per cento nel primo trimestre del 2003 e al 13,1 in aprile. Questo sostenuto ritmo di crescita è in larga parte riconducibile al protrarsi della robusta espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari che, al pari dei depositi a vista, sono spesso utilizzate come forme di investimento temporaneo nei momenti di maggiore incertezza. La vigorosa dinamica degli strumenti negoziabili in aprile è altresì dipesa dal significativo recupero dei titoli di debito a breve termine emessi dalle IFM che, a sua volta, potrebbe risultare dal rafforzarsi della domanda di queste attività da parte degli investitori istituzionali, preoccupati dal possibile calo dei corsi obbligazionari.

Figura 5
Banconote e monete in circolazione e depositi a vista
(flussi annuali, miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Si stabilizza la crescita dei prestiti al settore privato

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito totale concesso dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è salito al 4,7 per cento in aprile, dopo essersi mantenuto stabile, intorno al 4,2 per cento, dal terzo trimestre del 2002 (cfr. tavola 2). A questo aumento hanno contribuito sia il credito alle amministrazioni pubbliche sia quello al settore privato.

L'incremento sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche, che si era attestato intorno al 2 per cento nel quarto trimestre del 2002 e nel primo del 2003, è salito al 3,5 in aprile. Per quanto attiene la scomposizione per strumento, il tasso di variazione dei prestiti concessi dalle IFM è divenuto lievemente positivo in aprile, dopo essere rimasto negativo da marzo del 2002, mentre è proseguita la tendenza al rialzo

Tavola 2

Principali contropartite di M3

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

	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 apr.
Passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)	3,1	4,0	5,1	5,2	5,0	5,0
Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	0,2	0,9	1,9	2,7	3,3	3,5
Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-6,4	-8,9
Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	6,5	7,7	8,8	8,1	7,0	7,1
Credito a residenti nell'area dell'euro	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2	4,7
Credito alle amministrazioni pubbliche	1,7	1,8	1,1	1,9	2,1	3,5
Titoli non azionari	3,5	3,8	2,5	4,1	4,3	5,8
Prestiti	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-1,1	-0,1
Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	6,1	5,2	5,0	4,7	4,8	5,0
Titoli non azionari	22,3	14,8	7,5	6,8	8,5	13,8
Azioni e altri titoli di capitale	2,1	-3,5	1,0	3,0	0,9	3,4
Prestiti	5,7	5,6	5,2	4,8	4,9	4,6

Fonte: BCE.

della crescita delle consistenze di titoli di Stato detenuti dalle IFM, in atto dal terzo trimestre del 2002.

I dati recenti sui prestiti al settore privato paiono indicare una stabilizzazione della crescita sul periodo corrispondente (pari al 4,6 per cento in aprile e al 4,9 nel primo trimestre del 2003), facendo perciò ritenere che la fase di rallentamento potrebbe essersi conclusa. Attualmente il tasso di incremento dei prestiti al settore privato, in termini reali, si colloca su livelli appena inferiori alla media di lungo periodo. Pertanto, la loro dinamica non è particolarmente contenuta rispetto ad altri periodi di debole congiuntura. La marcata espansione di questa voce nel 2003 riflette l'effetto positivo derivante dal basso livello dei tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro, che ha compensato quello negativo della moderata attività economica e della forte incertezza.

La scomposizione settoriale dei prestiti al settore privato mostra che l'incremento sul periodo corrispondente dei prestiti alle imprese non finanziarie ha segnato un certo recupero nel primo trimestre del 2003 (cfr. tavola 4). L'andamento è da ricondurre al significativo aumento del tasso di variazione dei prestiti a breve termine, che è tornato positivo nel primo trimestre del 2003 dopo aver registrato valori negativi durante ciascun trimestre del 2002. In considerazione della

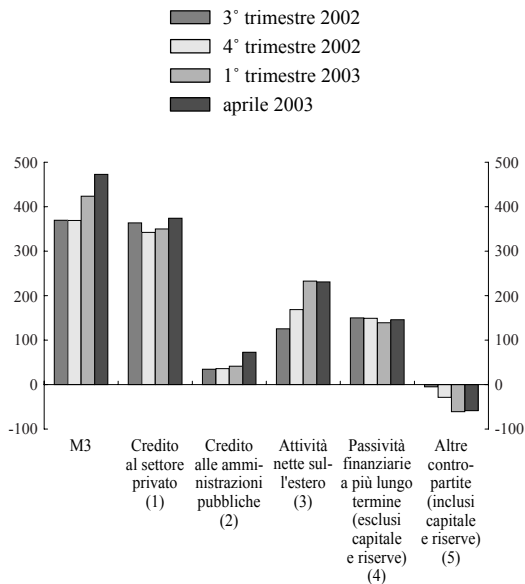
maggiore sensibilità al ciclo tipica di questa tipologia di prestiti, ciò potrebbe essere indicativo di un miglioramento della situazione economica del settore societario rispetto al trimestre precedente. Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato nel primo trimestre del 2003, su livelli relativamente elevati. La dinamica dei prestiti a livello settoriale è analizzata in maggiore dettaglio in riferimento al debito finanziario dei settori non finanziari (si veda oltre).

Per quanto concerne le altre contropartite di M3, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è stato del 5,0 per cento in aprile e nel primo trimestre del 2003, un livello leggermente inferiore a quello del trimestre precedente. All'interno di questo aggregato, i depositi a più lungo termine hanno continuato a crescere a un ritmo lento; a ciò si è contrapposta la sostenuta dinamica delle emissioni di titoli di debito con scadenza originaria superiore a due anni. Va peraltro notato che in quest'ultima voce sono ricomprese le consistenze detenute da soggetti non residenti. È possibile pertanto che il forte incremento dei titoli di debito a più lungo termine emessi dalle IFM sia dipeso anche dagli acquisti effettuati da tali operatori, coerentemente con i dati di bilancia dei pagamenti relativi agli acquisti esteri di titoli di debito dell'area dell'euro.

Figura 6

Variazioni di M3 e delle sue contropartite

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



Fonte: BCE.

$$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$$

Nei dodici mesi fino ad aprile, le attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro sono aumentate di 231 miliardi di euro, contro 233 miliardi nei dodici mesi fino a marzo. La perdurante dinamica positiva di questa contropartita di M3, unitamente alle evidenze tratte dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro pubblicata per la prima volta in questo numero del Bollettino mensile (cfr. riquadro 1), fornisce ulteriori indicazioni sulla natura delle riallocazioni di portafoglio che sono state all'origine della vigorosa espansione di M3 negli ultimi mesi. In particolare, nel primo trimestre dell'anno le imprese dell'area diverse dalle IFM hanno ridotto gli investimenti in azioni estere, mentre gli operatori non residenti paiono aver accresciuto le proprie disponibilità di titoli di debito dell'area.

La liquidità nell'area dell'euro è molto ampia

Nel primo trimestre e in aprile M3 ha continuato ad accrescersi a un ritmo sostenuto. Il protrarsi della forte espansione dell'aggregato ha determinato livelli di liquidità superiori a quelli necessari per finanziare una crescita non inflazionistica nel medio termine. Va tuttavia considerato che gli

andamenti monetari continuano a essere alimentati da riallocazioni di portafoglio indotte dalla marcata preferenza degli investitori per attività liquide e meno rischiose. Ciò è confermato dai dati relativi sia alle componenti sia alle contropartite di M3. Oltre alle riallocazioni di portafoglio dovute all'aumento della domanda di moneta per motivi precauzionali, il basso livello dei tassi di interesse ha contribuito alla dinamica sostenuta della moneta. In questo contesto, occorre continuare a tenere sotto stretta osservazione gli andamenti monetari e le loro implicazioni per la stabilità dei prezzi nel medio e lungo periodo.

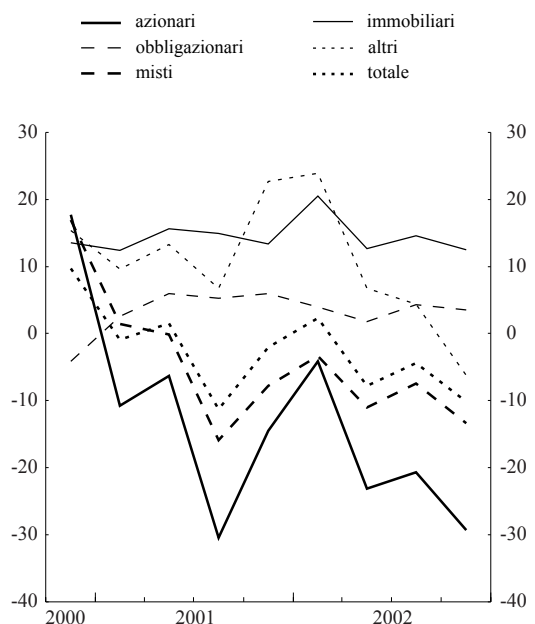
Cala la crescita delle attività dei fondi di investimento nel quarto trimestre del 2002

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del totale delle attività dei fondi di investimento dell'area dell'euro è stato pari a -10,2 per cento alla fine del quarto trimestre 2002, a fronte del 4,4 per cento alla fine del trimestre precedente (cfr. figura 7). All'origine del calo vi sono i divergenti

Figura 7

Crescita del valore delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro: scomposizione per strategia di investimento

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente calcolate su consistenze di fine periodo)



Fonte: BCE.

Riquadro I

La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

In questo numero del Bollettino mensile viene pubblicata per la prima volta una presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (cfr. tavola 8.7 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

Le transazioni sull'estero degli operatori diversi dalle IFM, residenti nell'area dell'euro, hanno un effetto diretto sulle attività e passività verso l'estero del settore delle IFM nella misura in cui sono regolate attraverso banche residenti ¹⁾. Ad esempio, l'acquisto di un'obbligazione da parte di un operatore residente, diverso da una IFM, da un operatore non residente può tradursi in un aumento delle passività verso l'estero di una banca dell'area qualora il venditore dell'obbligazione detenga i proventi della vendita in un conto presso tale banca. Per tale ragione, le risultanti variazioni della posizione netta sull'estero di tutto il settore delle IFM sono associate alle transazioni sull'estero degli operatori residenti diversi dalle IFM.

La presentazione monetaria mira a distinguere, nella bilancia dei pagamenti, le transazioni sull'estero del settore delle IFM da quelle del settore non-IFM. Questo approccio è sintetizzato nella tavola che segue.

Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

	Conto corrente
+	Conto capitale
+	Saldo delle transazioni finanziarie delle istituzioni diverse dalle IFM
+	Errori e omissioni
=	Bilancia dei pagamenti delle istituzioni diverse dalle IFM
=	- Bilancia dei pagamenti del settore delle IFM ¹⁾
=	Variazione della posizione netta sull'estero del settore delle IFM

1) *Le transazioni effettuate dalle IFM con l'esterno dell'area e registrate nel conto corrente o nel conto capitale o come errori e omissioni, potrebbero essere di importo relativamente trascurabile.*

Inoltre, l'aggregato monetario M3 è collegato alle sue contropartite nel bilancio delle IFM da un'identità contabile, come illustrato dalla seguente relazione:

$M3 = \text{credito ai residenti dell'area} + \text{posizione netta sull'estero delle IFM dell'area} - \text{passività finanziarie a più lungo termine} + \text{altre contropartite.}$

Quindi, tenere sotto osservazione la posizione netta sull'estero delle IFM contribuisce (insieme al monitoraggio di altre contropartite interne) a una migliore comprensione degli andamenti monetari. La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, a sua volta, è uno strumento adeguato per individuare le fonti delle variazioni delle contropartite estere di M3.

In pratica, a causa di differenze sia nei sistemi di compilazione che nella metodologia, non sempre si osserva una perfetta identità tra la bilancia dei pagamenti e i flussi corrispondenti rilevati dal bilancio consolidato delle IFM. Ad esempio, i dati della bilancia dei pagamenti per il settore delle IFM sono, in alcuni paesi, segnalati direttamente

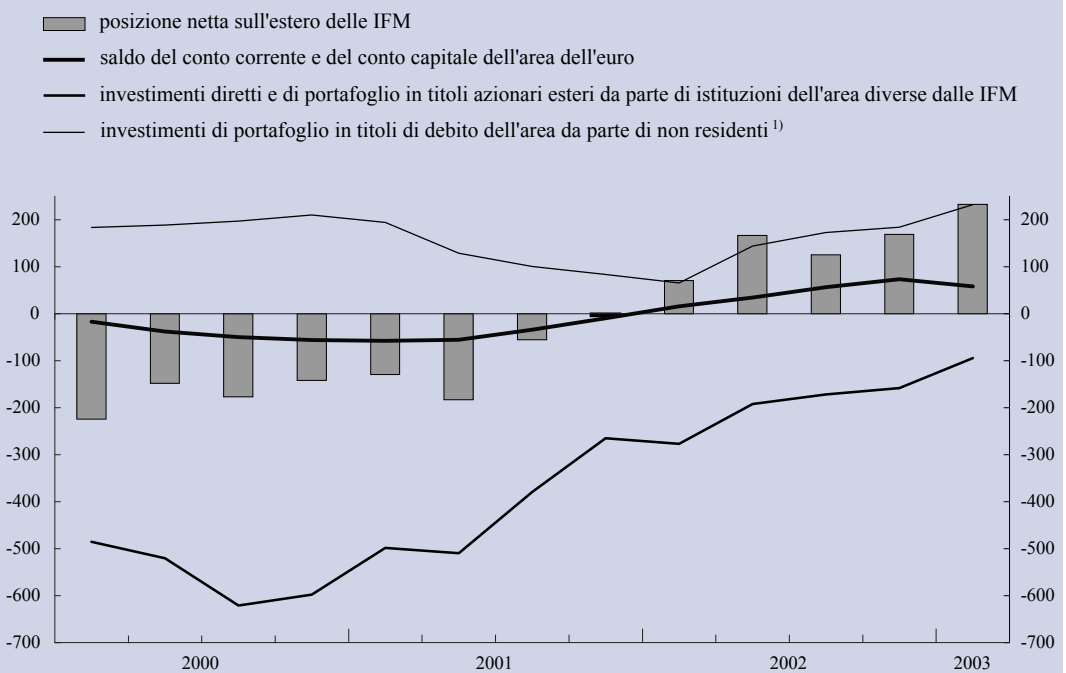
1) *Cfr. l'articolo I bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999 nel numero di agosto 1999 di questo Bollettino.*

dalle stesse istituzioni in base alle *transazioni*, mentre le statistiche riguardanti le transazioni monetarie sono desunte indirettamente dalle differenze dei dati sulle *consistenze* rettificata per tenere conto di riclassificazioni e rivalutazioni del cambio e dei prezzi. La metodologia per la compilazione delle statistiche monetarie diverge da quella relativa ai dati della bilancia dei pagamenti anche per quanto attiene alla conformità alle norme contabili. Inoltre, il termine “errori e omissioni” rappresenta transazioni “non spiegate” della bilancia dei pagamenti. Malgrado queste precisazioni, la presentazione monetaria fornisce informazioni utili per analizzare le variazioni delle contropartite estere di M3.

Negli anni recenti, le transazioni sull'estero hanno svolto un ruolo importante nelle dinamiche monetarie dell'area dell'euro. Il notevole incremento della crescita di M3 a partire dal secondo trimestre del 2001 è stato associato a un cospicuo incremento della posizione netta sull'estero del settore delle IFM. La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti mostra che nel 2001 tale andamento è stato principalmente collegato a una flessione delle

Principali transazioni con l'esterno dell'area dell'euro sottostanti la variazione della posizione netta sull'estero delle IFM

(flussi annuali, dati di fine periodo; in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Sono esclusi i titoli di debito con scadenza fino a due anni emessi dalle IFM.

acquisizioni nette di titoli azionari esteri da parte di operatori residenti diversi dalle IFM, che riflette una ricomposizione dei portafogli degli investitori dell'area dell'euro a favore delle attività liquide dell'area e a scapito delle azioni estere²⁾ (cfr. la figura). Inoltre, dal secondo trimestre del 2002 la contropartita estera di M3 è stata rafforzata da un notevole aumento degli acquisti di titoli di debito dell'area dell'euro da parte di non residenti (che hanno superato di gran lunga gli acquisti di titoli di debito esteri da parte di operatori diversi dalle IFM residenti nell'area). Sono, inoltre, migliorati il saldo di conto corrente e quello del conto capitale, segno di un ulteriore aumento della liquidità interna generata da transazioni sull'estero.

2) Cfr. anche il riquadro Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni, pagg. 11-14 del numero di maggio 2003 di questo Bollettino.

andamenti delle attività dei fondi a seconda della politica di investimento adottata; a loro volta questi andamenti hanno risentito in ampia misura delle dinamiche dei prezzi delle attività finanziarie. Alla fine del quarto trimestre la diminuzione sul periodo corrispondente delle attività dei fondi azionari è stata del 29,3 per cento, a fronte di un calo degli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard and Poor's 500 pari, rispettivamente, al 34,5 e al 24,3 per cento. Parallelamente, le attività totali dei fondi obbligazionari dell'area dell'euro sono cresciute del 3,5 per cento, in parte per effetto dell'aumento dei corsi.

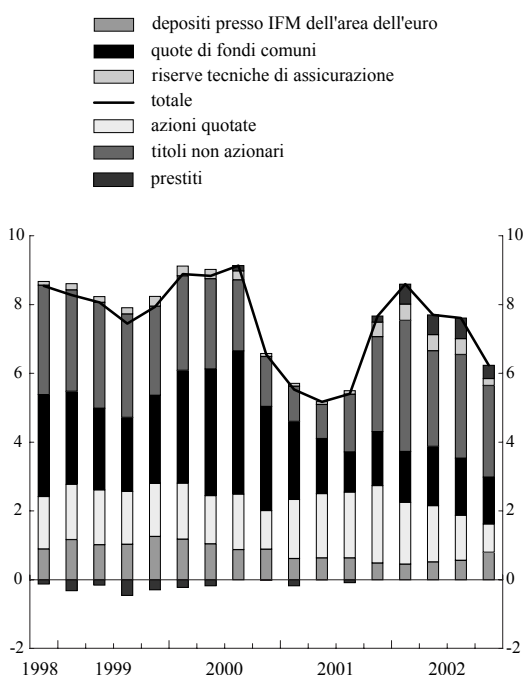
Rallentano il finanziamento e gli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione nel quarto trimestre del 2002

Secondo i dati sulle transazioni, è diminuita nel quarto trimestre del 2002 la crescita sia del finanziamento sia degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

Figura 8

Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuale)



Fonte: BCE.

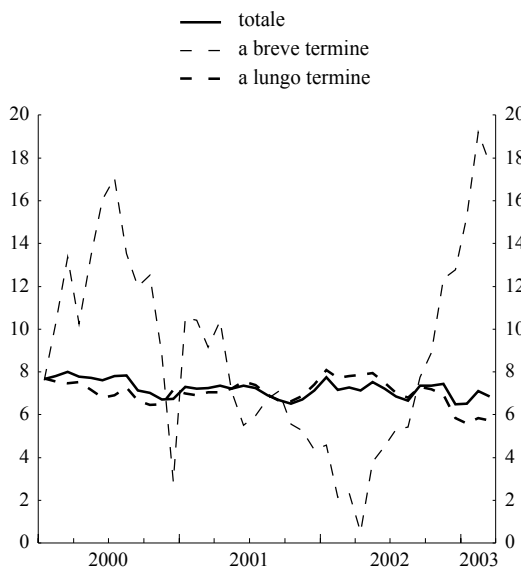
nell'area dell'euro. Nell'ambito delle fonti di finanziamento, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle riserve tecniche di assicurazione (che ne rappresentano il 95 per cento) è sceso al 7,1 per cento nel quarto trimestre del 2002, dal 7,9 del terzo. Il tasso relativo ai fondi destinati dalle famiglie alle assicurazioni sulla vita e ai fondi pensione è rimasto pertanto elevato.

Per quanto attiene agli investimenti finanziari, il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle principali attività finanziarie del settore è sceso dal 7,6 nel terzo trimestre al 6,2 per cento nel quarto. Questo andamento ha riflesso in particolare la diminuzione dei tassi di crescita degli investimenti in azioni quotate e dei prestiti erogati, scesi rispettivamente dal 6,4 al 3,9 per cento e dal 6,3 al 4,2 per cento fra il terzo e il quarto trimestre del 2002 (cfr. figura 8). Per contro, l'incremento dei depositi è salito dal 3,8 al 5,5 per cento. Le variazioni nella composizione del portafoglio del settore segnalano pertanto uno spostamento verso investimenti finanziari più liquidi, nonché meno rischiosi, nell'ultima parte del 2002.

Diminuisce lievemente la crescita delle emissioni di titoli di debito nel primo trimestre

Nel primo trimestre del 2003 la crescita sul periodo corrispondente delle consistenze di titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha segnato una lieve diminuzione, al 6,8 per cento dal 7,1 del quarto trimestre del 2002 (cfr. figura 9). Vi ha contribuito il calo del tasso di variazione dei titoli a lungo termine, sceso di 1 punto percentuale al 5,7 per cento, cui ha fatto riscontro un forte aumento di quello dei titoli a breve termine, salito di 6 punti percentuali al 17,4 per cento, principalmente per effetto della vivace attività di emissione del settore delle IFM.

La scomposizione per valuta mostra che la crescita delle consistenze di titoli di debito in euro emessi da residenti nell'area si è ridotta di 0,3 punti percentuali, portandosi al 6,3 per cento nel trimestre in esame. Analogamente, il tasso di variazione relativo ai titoli di debito denominati in valute diverse dall'euro emessi da residenti dell'area è sceso di 0,3 punti percentuali, al 12,3 per cento.

Figura 9**Tasso di crescita dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi)*

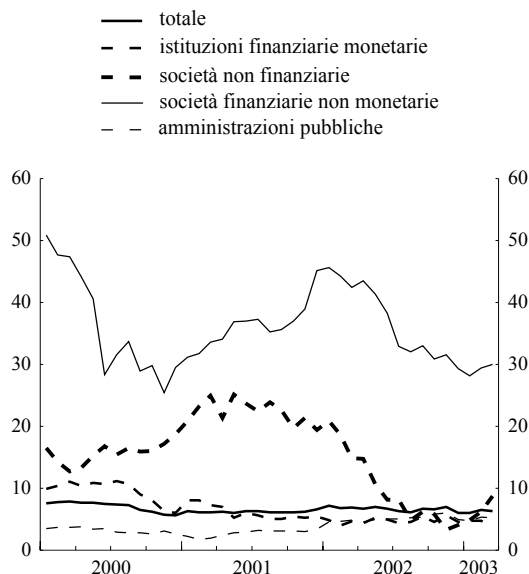
Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sui dodici mesi sono basati sulle transazioni finanziarie e sono corretti per tener conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

Per quanto concerne la scomposizione per settore delle emissioni di titoli di debito denominati in euro, la crescita media sul periodo corrispondente dei titoli emessi dalle IFM è stata pari al 4,5 per cento nel primo trimestre, rispetto al 5,0 nel quarto trimestre del 2002 (cfr. figura 10). L'analisi delle dinamiche sottostanti evidenzia una forte attività di emissione di titoli di debito a breve termine, in linea con la tendenza iniziata nel terzo trimestre del 2002. Una quota cospicua di queste emissioni, tuttavia, è da imputare a necessità di riequilibrio della liquidità all'interno del settore delle IFM, più che a un fabbisogno di finanziamento netto del settore nel suo complesso.

Con riferimento alle imprese non finanziarie, nel primo trimestre del 2003 il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle consistenze di titoli di debito emessi è stato pari al 6,6 per cento, superiore di 2,1 punti percentuali rispetto al trimestre precedente. È tuttavia troppo presto per poter affermare che ciò rappresenti un'inversione rispetto alla tendenza calante iniziata alla fine del 2001. La situazione economica

prevalente nel primo trimestre, segnato dall'incertezza relativa al conflitto in Iraq e dallo scarso dinamismo dell'economia, ha fornito un modesto sostegno alla ripresa delle emissioni. In questo periodo, tuttavia, il restringersi dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie potrebbe aver attirato numerosi mutuatari. Una caratteristica saliente dei mercati dei titoli di debito societari è il significativo contrasto tra il vigore delle emissioni a lungo termine e la debolezza di quelle a breve termine. Numerose società hanno compiuto uno sforzo per ridurre le proprie passività a breve termine nel tentativo di porsi al riparo dalle turbolenze finanziarie (cfr. anche il riquadro 2). Al contempo, l'accesso da parte dei mutuatari ai mercati dei titoli a breve termine è stato generalmente più difficoltoso. Sebbene permanga una notevole differenza fra i tassi di variazione delle consistenze di titoli di debito a breve e a lungo termine, essa si è assottigliata dal terzo trimestre del 2002. Il tasso di incremento delle consistenze di titoli di debito a lungo termine emessi da società è diminuito

Figura 10**Tasso di crescita dei titoli di debito denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi)*

Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sui dodici mesi sono basati sulle transazioni finanziarie e sono corretti per tener conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

dal 10,8 al 9,4 per cento fra l'ultimo trimestre del 2002 e il primo del 2003, mentre quello relativo ai titoli a breve termine, pur mantenendosi su valori negativi nel primo trimestre (-3,3 per cento), ha fatto osservare un calo inferiore di 12,5 punti percentuali rispetto a quello del periodo precedente.

Nel settore delle società finanziarie non monetarie, l'espansione delle consistenze di titoli di debito emessi ha continuato a collocarsi su livelli elevati, anche se è diminuita dal 30,6 al 29,2 per cento fra il quarto trimestre del 2002 e il primo del 2003. Questa robusta dinamica riflette anche la preferenza per le emissioni indirette, ad

esempio tramite società veicolo (*special purpose vehicles*), rispetto all'emissione diretta di titoli obbligazionari da parte delle imprese. Nel primo trimestre del 2003 alcune società dei settori automobilistico, energetico, petrolifero e delle telecomunicazioni hanno effettuato circa due quinti delle proprie emissioni attraverso le loro consociate finanziarie comprese nel settore delle società finanziarie non monetarie.

Nel settore delle amministrazioni pubbliche, la crescita media sul periodo corrispondente delle consistenze di titoli di debito emessi dalle amministrazioni centrali è diminuita dal 4,8 al 4,2 per cento fra il quarto trimestre del 2002 e il primo

Tavola 3

Finanziamento dei settori non finanziari dell'area dell'euro

	Consistenze espresse in percentuale del finanziamento (del settore) ¹⁾	Tassi di crescita annui									
		2000 4° trim.	2001 1° trim.	2001 2° trim.	2001 3° trim.	2001 4° trim.	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim. ²⁾
Settori non finanziari	100	6,4	6,5	6,6	5,9	5,2	4,7	4,2	4,0	3,8	.
di cui: a lungo termine ³⁾	85,0	5,7	5,6	5,9	5,5	5,0	5,0	4,6	4,6	4,1	.
Debiti finanziari ⁴⁾	84,6	7,2	7,4	7,2	6,7	6,1	5,5	5,2	4,8	4,8	5 ½
di cui: a breve termine	15,0	11,1	13,1	11,1	8,5	6,6	2,6	1,5	0,7	2,2	5 ¾
a lungo termine	69,6	6,4	6,1	6,3	6,3	6,0	6,2	6,0	5,7	5,4	5 ½
Famiglie ⁴⁾⁵⁾ (prestiti)	23,0	7,4	7,1	7,0	6,4	6,3	5,9	6,2	6,3	6,6	7
di cui: a breve termine	8,1	6,3	5,5	4,0	2,5	1,0	-0,6	1,1	1,2	2,9	1 ½
a lungo termine	91,9	7,5	7,2	7,3	6,8	6,8	6,5	6,7	6,8	7,0	7 ½
Società non finanziarie	43,6	8,8	9,3	9,1	7,9	6,2	4,5	3,4	2,7	2,4	.
di cui: a lungo termine	80,6	6,9	7,4	7,8	7,3	6,1	5,3	4,8	4,2	3,4	.
Debiti finanziari ⁴⁾	64,6	14,5	15,6	14,1	12,4	9,8	6,8	5,7	4,2	4,2	5 ¼
di cui: a breve termine	19,4	20,3	21,3	16,8	10,9	6,9	0,7	-3,0	-3,6	-2,6	2 ½
a lungo termine	45,3	11,9	12,9	12,8	13,2	11,3	9,9	10,2	8,1	7,3	6 ½
prestiti	53,1	15,1	15,1	13,1	11,3	8,5	5,8	5,4	3,8	4,1	4 ¾
titoli non azionari	7,8	16,1	25,9	27,8	25,3	23,1	15,2	8,6	6,7	4,0	8 ¾
riserve dei fondi pensione	3,7	4,9	5,0	5,1	5,2	4,8	4,8	4,9	5,1	5,4	5
Azioni quotate	35,4	4,1	4,5	5,1	3,9	2,8	1,9	0,9	0,7	0,2	.
Amministrazioni pubbliche ⁴⁾	33,4	1,8	1,4	2,0	2,3	2,8	4,2	4,0	4,3	4,2	4 ½
di cui: a breve termine	14,0	-2,6	1,5	3,4	6,2	8,4	8,1	11,6	9,8	11,7	13 ½
a lungo termine	86,0	2,4	1,4	1,7	1,7	2,0	3,6	2,9	3,4	3,0	3 ¼
prestiti	17,0	-1,5	-1,0	-2,2	-1,1	0,1	1,0	-0,1	-0,5	-1,6	-3 ¼
titoli non azionari	79,4	2,5	1,9	2,8	2,9	3,2	4,6	4,6	5,0	5,2	6 ¼
passività delle Amm.ni centrali	3,6	2,6	4,9	5,1	5,5	7,7	12,9	13,5	14,0	12,0	9

Fonte: BCE.

Nota: per ulteriori dettagli cfr. la nota alla tavola 6.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro.

- 1) Consistenze alla fine del quarto trimestre 2002. Il finanziamento con debito a breve e lungo termine e i finanziamenti per settore sono espressi in percentuale del totale. Il finanziamento con debito a breve e lungo termine per settore e per strumento sono espressi in percentuale del finanziamento totale di ciascun settore.
- 2) I dati del terzo trimestre 2002 sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli.
- 3) I finanziamenti a lungo termine, ossia con scadenza originaria di oltre un anno, includono prestiti a lungo termine, emissioni di titoli di debito a lungo termine, emissioni di azioni quotate e riserve dei fondi pensione.
- 4) I debiti finanziari includono prestiti, titoli di debito, riserve dei fondi pensione e passività delle amministrazioni centrali. In particolare, quelli a breve termine, ossia con scadenza originaria fino a un anno, includono prestiti a breve termine, titoli di debito a breve termine e passività delle amministrazioni centrali; quelli a lungo termine corrispondono ai finanziamenti a lungo termine con l'esclusione delle azioni quotate.
- 5) Comprensive le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

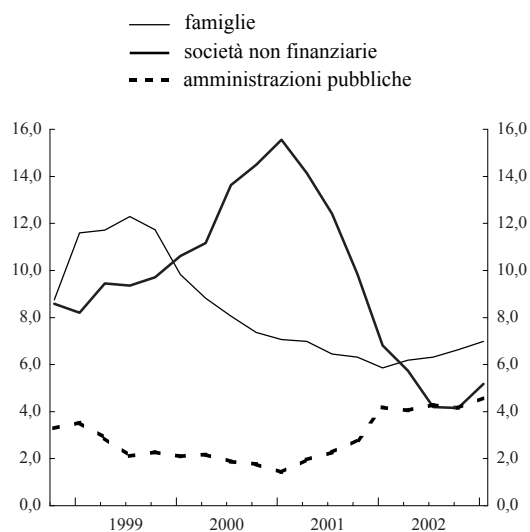
del 2003. Il settore delle amministrazioni centrali ha soddisfatto il proprio fabbisogno di finanziamento incrementando le emissioni di titoli a breve termine che hanno registrato un marcato aumento nel primo trimestre di quest'anno, pari al 21,5 per cento. Allo stesso tempo, la crescita delle consistenze di titoli emessi dagli altri sottosectori delle amministrazioni pubbliche si è portata dal 28,1 al 30,5 per cento. Le emissioni in questo settore interessano un numero ristretto di paesi dell'area, e gli elevati tassi di crescita registrati sono pertanto da riferirsi esclusivamente a questi ultimi.

Accelerano nel primo trimestre del 2003 i debiti finanziari delle società non finanziarie

Nel complesso, si stima che nel primo trimestre di quest'anno la crescita sul periodo corrispondente dei debiti finanziari dei settori non finanziari (famiglie, imprese non finanziarie e amministrazioni pubbliche) abbia segnato un modesto incremento, al 5½ per cento, dopo essersi stabilizzata nel trimestre precedente ed essere calata in misura significativa nel 2001 e per quasi tutto il 2002. L'incremento ha interessato in maniera generalizzata tutti i settori non finanziari (cfr. figura 11).

Figura 11 Debiti finanziari dei settori non finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

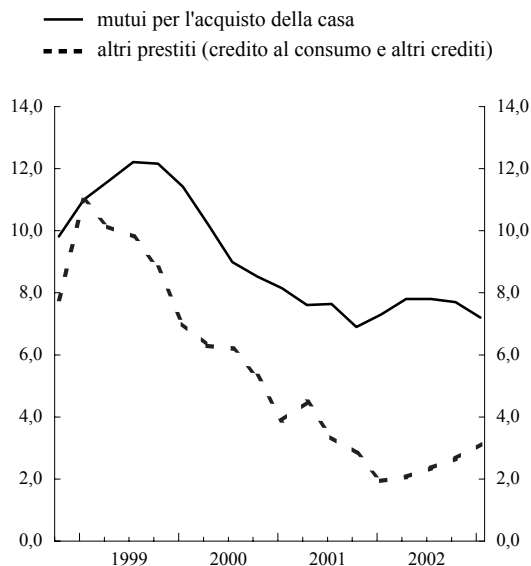


Fonte: BCE.

Nota: per dettagli sulle definizioni si veda la tavola 3.

Figura 12 Scomposizione per destinazione dei prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Si stima che nel primo trimestre del 2003 la crescita sul periodo corrispondente dei debiti finanziari della famiglia abbia registrato un ulteriore lieve incremento, collocandosi intorno al 7 per cento (dal 6,6 del trimestre precedente). Mentre il tasso di variazione dei mutui per l'acquisto di abitazioni è diminuito lievemente, al 7,2 per cento (cfr. figura 12 e tavola 4), quello dei prestiti a lungo termine delle famiglie (principalmente mutui ipotecari) è stimato in aumento, riflettendo presumibilmente la cartolarizzazione dei mutui ipotecari. Le favorevoli condizioni su questi mutui nell'area dell'euro dovrebbero aver contribuito in modo determinante alla forte dinamica dell'indebitamento a lungo termine delle famiglie. A tale evoluzione potrebbe altresì aver concorso la costante crescita dei prezzi delle abitazioni nell'area, che nel 2002 si era sostanzialmente stabilizzata intorno al 6¾ per cento. Per contro, il tasso di incremento del credito al consumo è sceso al 2,9 per cento nello stesso periodo, in linea con la debolezza della domanda aggregata e del clima di fiducia dei consumatori. In conseguenza dei recenti andamenti, il rapporto fra il debito del settore delle famiglie e il PIL ha registrato un ulteriore lieve incremento, portandosi al 51 per cento nel primo trimestre del 2003 (cfr. figura 13).

Tavola 4

Prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie

(dati riferiti a fine trimestre, non destagionalizzati; non tengono conto degli effetti calendario)

	Consistenze espresse in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul trimestre corrispondente					
		2001 4° trim.	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.
Società non finanziarie	47,2	6,2	5,0	4,4	3,5	3,6	4,0
Fino a 1 anno	34,3	2,0	-1,6	-3,1	-2,6	-2,6	5,7
Oltre 1 anno	65,7	8,6	8,8	8,8	6,9	6,9	4,7
Fino a 5 anni	16,7	12,7	12,3	12,2	8,9	6,4	3,6
Oltre 5 anni	48,9	7,2	7,7	7,6	6,2	7,0	5,1
Famiglie ²⁾	52,8	5,2	5,3	5,7	5,8	5,9	5,8
Credito al consumo ³⁾	14,7	3,0	3,7	3,0	3,2	3,8	2,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni	66,0	6,9	7,3	7,8	7,8	7,7	7,2
Altri prestiti	19,3	1,7	0,6	1,4	1,7	1,7	3,3

Fonte: BCE, money and banking statistics.

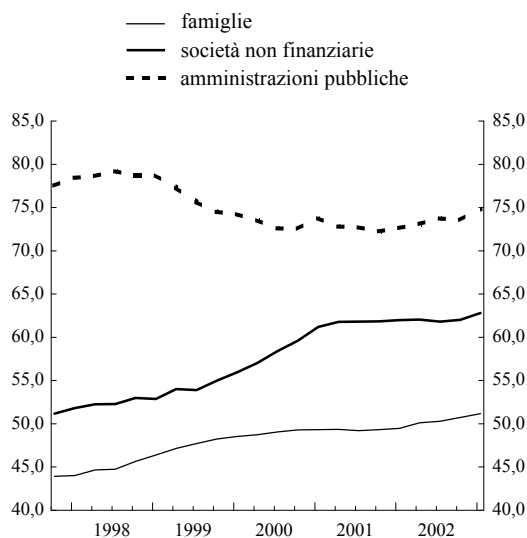
Nota: Per ulteriori dettagli cfr. le note alla tavola 2.5 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro e le relative note tecniche.

- 1) Alla fine del primo trimestre del 2003. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario; le scomposizioni per durata e per destinazione in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.
- 2) Incluse le istituzioni senza fine di lucro al servizio delle famiglie.
- 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.

Figura 13

Debito dei settori non finanziari in rapporto al PIL

(in percentuale)



Fonte: BCE.

Nota: per dettagli sulle definizioni si veda la tavola 3.

Rispetto ai conti finanziari annuali, sulla base dei conti finanziari trimestrali il debito in rapporto al PIL risulta in qualche misura inferiore. Ciò è dovuto principalmente all'esclusione dal computo del debito dei prestiti concessi dai settori non finanziari e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro.

Il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL si discosta lievemente dalla definizione del trattato di Maastricht a causa di differenze nella valutazione, nel tipo e nel trattamento degli interessi maturati.

Sempre nel primo trimestre dell'anno, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie sarebbe salito al 5¼ per cento (dal 4,2 del trimestre precedente). Questo andamento va ricondotto sia all'evoluzione positiva dei prestiti che alla vigorosa dinamica dei titoli di debito emessi. Per quanto concerne le scadenze, si stima che il tasso di variazione della componente a breve termine, generalmente piuttosto sensibile al ciclo, sia salito al 2½ per cento, dal -2,6 per cento nel quarto trimestre del 2002, mentre quello riferito alla componente a lungo termine avrebbe continuato a scendere, portandosi dal 7,3 al 6½ per cento.

L'incremento nella crescita dei debiti finanziari del settore non finanziario si inserisce in un contesto caratterizzato da tassi di interesse molto bassi, benché, contemporaneamente, l'effetto di sostegno proveniente da questi ultimi sia stato in parte annullato dalla debolezza della domanda e dalla diffusa incertezza economica (cfr. riquadro 2). A fronte dei recenti andamenti, il rapporto fra il debito del settore non finanziario e il PIL è salito al 63 per cento nel primo trimestre del 2003, dopo essersi stabilizzato nel 2002 (cfr. figura 13).

I dati sul finanziamento azionario (e quindi sul finanziamento totale) delle imprese non finanziarie

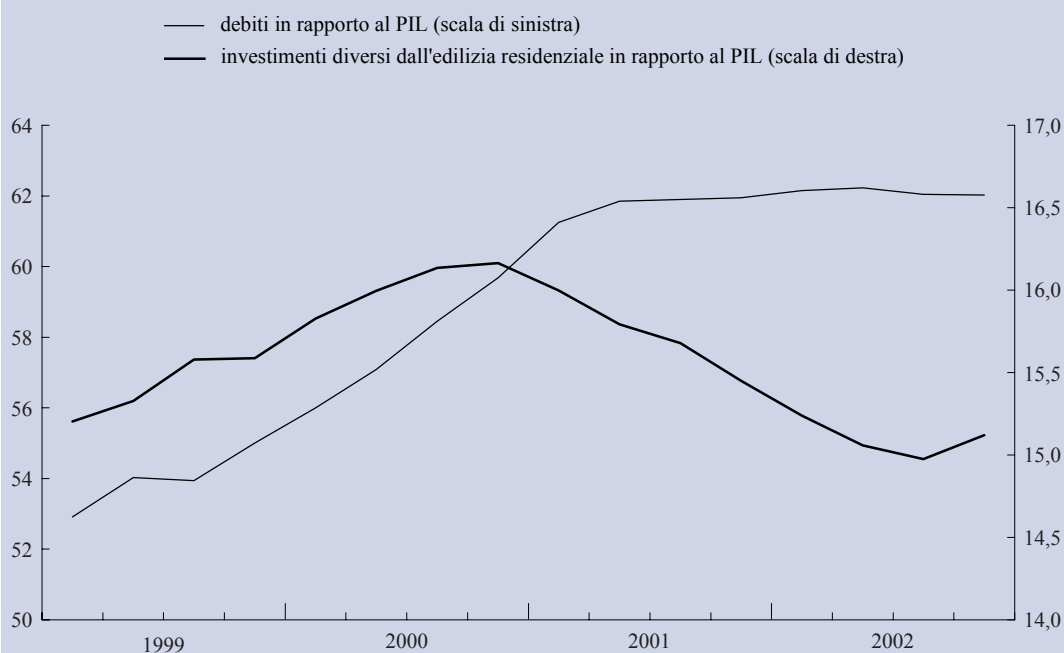
Riquadro 2

L'impatto dei fattori finanziari sugli investimenti delle imprese nell'area dell'euro

Negli ultimi due anni gli investimenti fissi lordi dell'area dell'euro hanno registrato una dinamica contenuta, che appare principalmente riconducibile al rallentamento economico (cfr. il riquadro *I fattori sottostanti alla debolezza degli investimenti per categoria di beni* a pagina 44 del numero di marzo di questo Bollettino per un'analisi dei fattori sottostanti la debolezza degli investimenti). Nonostante il significativo calo dei tassi di interesse, altri fattori finanziari hanno probabilmente contribuito a contenere gli investimenti delle imprese. Di fatto, nonostante il livello dei tassi di interesse sia stato relativamente basso in una prospettiva storica, il calo degli investimenti totali nell'area dell'euro è seguito a un periodo di peggioramento della posizione finanziaria delle società non finanziarie dell'area dell'euro (cfr. figura A), e ha coinciso con un peggioramento delle condizioni di finanziamento. Questo riquadro mira a valutare se alcuni fattori finanziari, fra cui il costo dei finanziamenti, la posizione patrimoniale delle imprese e/o il minore accesso alle fonti di finanziamento, possano aver contribuito a ridurre la spesa per investimenti negli ultimi anni.

Secondo la teoria della finanza aziendale, la situazione finanziaria delle imprese può influire sulla loro spesa per investimenti. Un calo del valore delle attività finanziarie utilizzabili come garanzie induce in genere un incremento del "premio per il finanziamento esterno" richiesto dai prestatori per compensare le asimmetrie informative. Pertanto una diminuzione del patrimonio netto dei prenditori di fondi può portare a un aumento dei costi del finanziamento esterno. Se avviene durante una fase congiunturale negativa, tale diminuzione potrà indurre un'amplificazione del ciclo economico (il cosiddetto meccanismo dell'acceleratore finanziario) prolungando il periodo di debole crescita economica. Secondo studi empirici, l'impatto dei fattori finanziari ha un profilo controciclico e asimmetrico ed è più rilevante durante le fasi congiunturali negative. Tali fattori influiscono anche sulla situazione del settore bancario e possono quindi avere un impatto sulle possibilità e la disponibilità delle banche a prestare fondi.

Figura A: Investimenti diversi dall'edilizia residenziale e debiti delle istituzioni non finanziarie in rapporto al PIL nell'area dell'euro



Fonte: BCE.

La posizione finanziaria delle società non finanziarie

La posizione finanziaria delle società non finanziarie offre un'indicazione del loro merito di credito e può, quindi, influire sull'offerta di fondi da parte dei prestatori e sul prezzo di tali finanziamenti. Nel contempo, le imprese stesse potranno mirare a un determinato livello di indebitamento e composizione del debito.

Durante gli anni novanta e fino all'anno 2000, l'espansione tanto della spesa per investimenti fissi quanto delle acquisizioni e fusioni fra società non finanziarie dell'area dell'euro ha indotto un significativo aumento dell'indebitamento di tali imprese, particolarmente pronunciato nella seconda metà degli anni novanta. Tale aumento è stato molto elevato in alcuni settori dell'economia, fra cui quello delle telecomunicazioni. Considerato l'andamento esuberante dei prezzi delle azioni fino al 2000, il peggioramento di alcuni indicatori di indebitamento (per esempio il rapporto fra debito e attività finanziarie e debito e totale delle attività) non è stato immediato, mentre altre misure (come il rapporto fra debito e risultato di gestione o fra debito e PIL) hanno cominciato a riflettere prima l'aumentato ricorso al finanziamento esterno.

In concomitanza con le correzioni al ribasso dei prezzi delle azioni, iniziate dopo il marzo 2000, gli elevati livelli di indebitamento si sono tradotti in un significativo peggioramento di tutti gli indici di indebitamento, in un contesto di indebolimento degli utili societari e di rallentamento dell'attività economica. Ciò è stato accompagnato da un aumento degli oneri finanziari delle società non finanziarie, che sono tuttavia rimasti significativamente al di sotto dei livelli dell'inizio degli anni novanta. Gli sforzi di risanamento compiuti dalle imprese nel 2002 e il significativo calo della crescita annuale del finanziamento mediante ricorso al credito (cfr. figura D) hanno contribuito a una complessiva stabilizzazione dei rapporti debito/PIL, mentre un ulteriore calo dei prezzi delle azioni ha portato a un aumento del rapporto fra debito e attività finanziarie. Inoltre, l'onere per interessi delle società non finanziarie sembra essere stabilizzato nel 2002.

Le condizioni di finanziamento mediante ricorso al credito

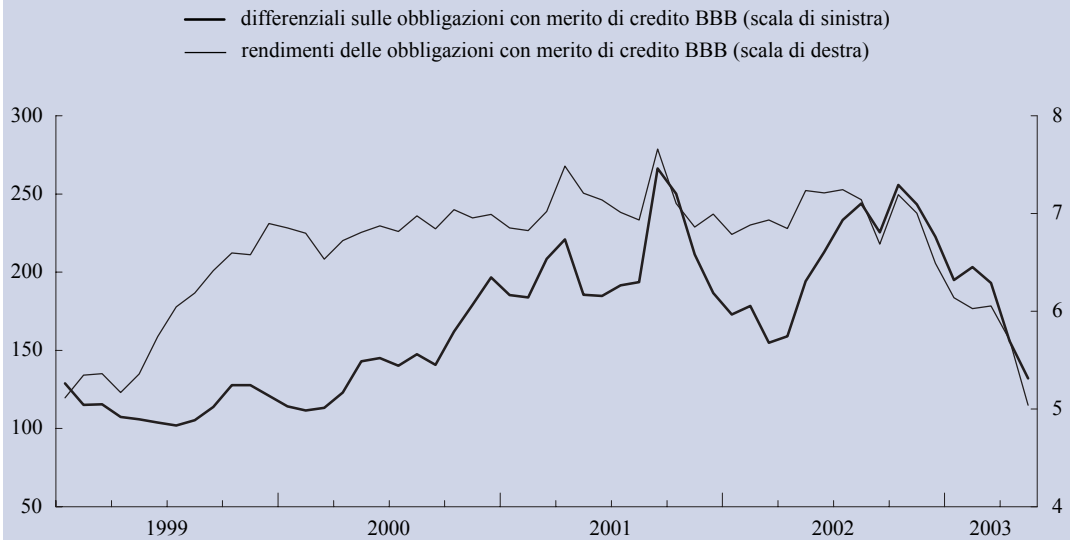
Il calo dei tassi di interesse ai livelli attuali ha, *ceteribus paribus*, migliorato le condizioni di indebitamento per le società non finanziarie nel senso che ha ridotto i costi del finanziamento mediante ricorso al credito. D'altra parte, l'aumento del rapporto debito/PIL delle società non finanziarie dell'area dell'euro, osservato fino all'inizio del 2002, è stato accompagnato da un significativo aumento dei differenziali fra i costi del credito alle imprese e quello del credito alle amministrazioni pubbliche. Tale ampliamento è stato particolarmente pronunciato sul mercato delle obbligazioni societarie, in cui i differenziali, sebbene molto volatili, hanno toccato livelli molto elevati alla fine del 2001 e nell'estate del 2002 (cfr. figura B). Nello stesso periodo si è ampliato anche il differenziale fra i tassi di interesse bancari al dettaglio applicati ai prestiti a breve termine alle imprese e il tasso interbancario a tre mesi (cfr. figura C).

Gli indicatori degli andamenti recenti delle condizioni finanziarie praticate dalle banche indicano che il rischio di credito continua ad essere un fattore importante (cfr. il riquadro a pagina 15 del numero di maggio di questo Bollettino sui risultati dell'indagine della BCE sul credito bancario). Di fatto, i differenziali fra i tassi sui prestiti a breve termine alle imprese (con scadenza fino a 1 anno) e il tasso interbancario a tre mesi sono saliti ulteriormente all'inizio del 2003, a indicazione del fatto che i prestatori continuano a percepire il rischio di credito come elevato.

Al contrario, nei mesi recenti, le condizioni finanziarie per le emissioni societarie sul mercato obbligazionario sono considerevolmente migliorate, e i differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse da società con rating BBB sono diminuiti di ben 130 punti base da ottobre. Tale riduzione dei differenziali è, in qualche misura, riconducibile alla percezione del mercato della ristrutturazione patrimoniale di molte società dell'area dell'euro, ma riflette anche una correzione rispetto ai livelli straordinariamente elevati del 2002, oltre che riallocazioni di portafoglio compiute dagli investitori istituzionali in risposta all'incertezza finanziaria e altri fattori più tecnici (cfr. il riquadro 2 a pagina 17 del numero di aprile di questo Bollettino).

Figura B: Rendimenti e differenziali sulle obbligazioni societarie con merito di credito BBB nell'area dell'euro

(rendimenti in percentuale, differenziali in punti base; dati mensili)

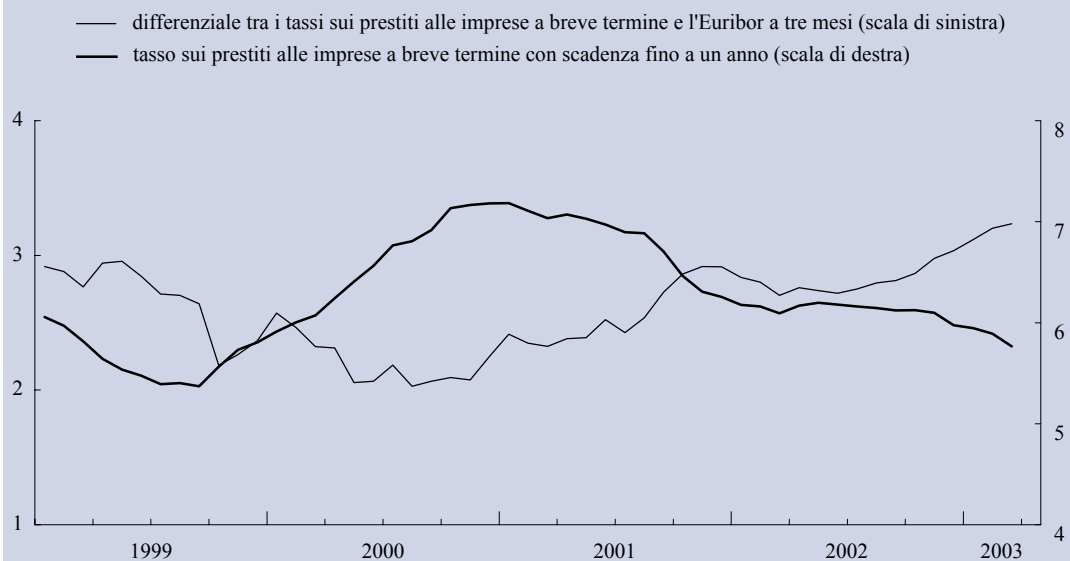


Fonti: Reuters, Bloomberg e Merrill Lynch.

L'andamento del rischio di credito ha influito in una certa misura sulle condizioni di finanziamento delle imprese; il finanziamento mediante ricorso al credito a breve termine è diminuito in modo sostanziale nel 2002, riflettendo in parte un allungamento della scadenza dei debiti delle imprese. Tuttavia, anche grazie ai livelli

Figura C: Tassi di interesse bancari al dettaglio sui prestiti alle imprese a breve termine con scadenza fino a un anno e differenziale tra i tassi bancari sui prestiti alle imprese a breve termine e l'Euribor a tre mesi

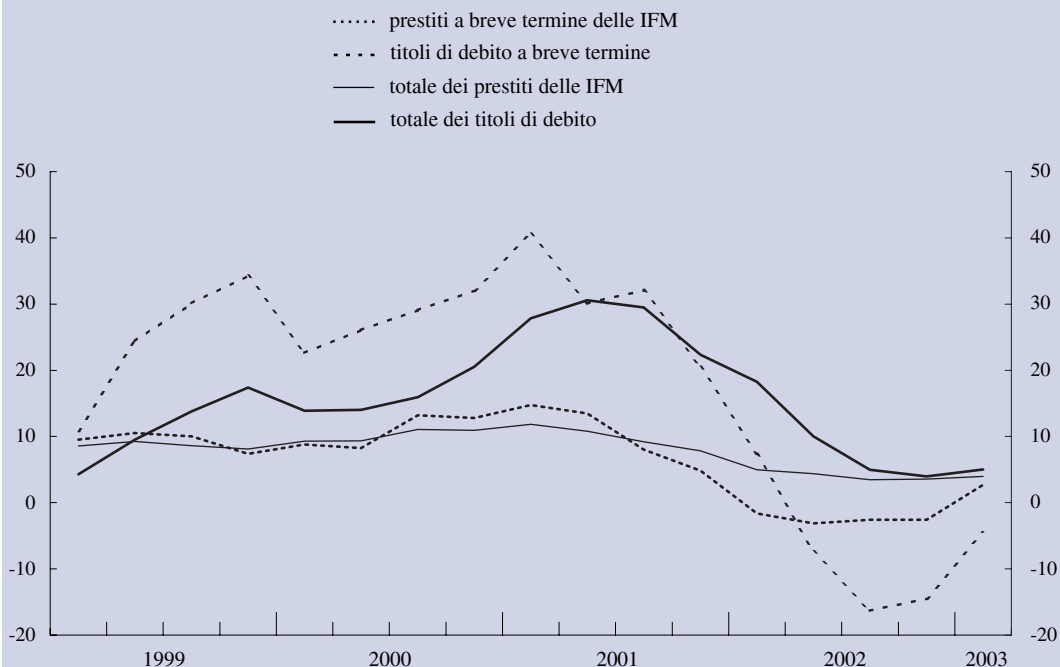
(in punti percentuali; dati mensili)



Fonte: BCE.

Figura D: Finanziamento mediante ricorso al credito dei settori non finanziari nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul trimestre corrispondente)



Fonte: BCE.

storicamente bassi dei tassi di interesse, il tasso di crescita del finanziamento mediante ricorso al credito non è stato eccezionalmente basso rispetto ai precedenti periodi di rallentamento economico e si è collocato al 4-5 per cento su base annua nella maggior parte del 2002 e all'inizio del 2003; anche se le condizioni possono essere state diverse a seconda dei paesi, non ci sono indicazioni di una diffusa limitazione del credito nell'insieme dell'area dell'euro in tale periodo.

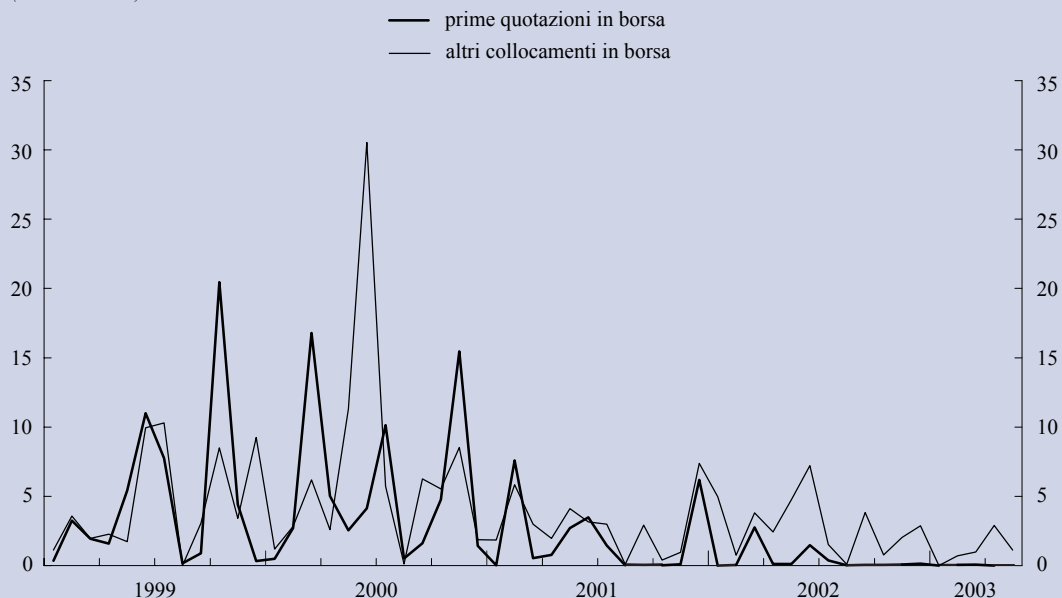
Le condizioni di finanziamento sul mercato del capitale di rischio

Le condizioni di finanziamento sui mercati azionari sono in genere state sfavorevoli. Il rapporto dividendi/capitalizzazione, definito come il dividendo annuale in percentuale del prezzo dell'azione e utilizzabile quale variabile *proxy* per il costo del capitale di rischio, è aumentato. Secondo i dati diffusi da Datastream, una società privata specializzata nella fornitura di dati finanziari, tale aumento è stato abbastanza sostanziale nel 2002 e all'inizio del 2003, nel periodo di crollo dei prezzi azionari. Attualmente, nonostante la ripresa delle quotazioni tra la fine di marzo e l'inizio di aprile di quest'anno, le misure del rapporto capitalizzazione/dividendi si collocano al livello più elevato dall'inizio degli anni novanta e indicano che i costi del finanziamento con capitale di rischio sono rimasti molto elevati. Inoltre, la significativa volatilità osservata sui mercati azionari fino a metà marzo può aver creato difficoltà considerevoli per la definizione dei tempi più opportuni per le operazioni di collocamento in Borsa, limitando ulteriormente l'accesso delle imprese al capitale di rischio.

Di conseguenza, il ricorso a tale fonte di finanziamento si è fortemente ridotto tra la fine del 2002 e l'inizio del 2003 (cfr. figura E e il riquadro a pagina 21 del numero di marzo di questo Bollettino). Di recente vi sono state alcune operazioni di collocamento in borsa diverse dalle prime quotazioni (*secondary public offerings* o *SPO*), mentre le operazioni di prima quotazione (*initial public offerings* o *IPO*) sono state praticamente inesistenti, probabilmente a causa dell'elevato costo del capitale di rischio prevalente in questo periodo.

Figura E: Emissioni di azioni nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: Dealogic Bondware.

Valutazione complessiva

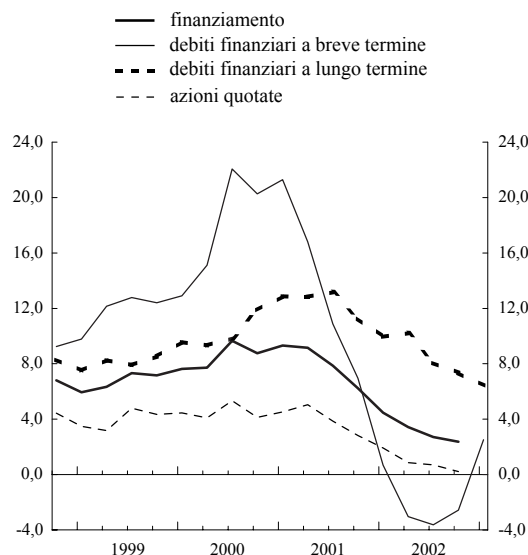
In sintesi, alcuni indicatori suggeriscono che la recente debolezza della spesa per investimenti delle società non finanziarie nell'area dell'euro potrebbe essere in parte riconducibile a fattori finanziari. L'incertezza finanziaria ed economica generale prevalente nel 2002 e all'inizio del 2003 ha probabilmente acuito il peso dei fattori finanziari a questo riguardo e ha controbilanciato, in qualche misura, gli effetti del generale basso livello dei tassi di interesse. In prospettiva, la recente normalizzazione dei mercati finanziari dopo la fine della guerra in Iraq ha contribuito a migliorare le condizioni finanziarie sui mercati obbligazionari e, probabilmente, sui mercati azionari. Inoltre, l'attuale livello storicamente basso dei tassi d'interesse dovrebbe precludere a una fase di forte crescita della spesa per investimenti. Permangono, tuttavia, delle incertezze riguardanti l'entità dello sforzo di risanamento necessario a incrementare la produttività e la redditività delle imprese dell'area dell'euro.

sono disponibili solo fino al quarto trimestre del 2002. In questo trimestre, la crescita sul periodo corrispondente del finanziamento complessivo del settore ha continuato a diminuire, al 2,4 per cento dal 2,7 del terzo trimestre, sostanzialmente di riflesso al rallentamento delle emissioni di azioni quotate, il cui tasso di variazione si è portato dallo 0,7 allo 0,2 per cento (cfr. figura 14). In base ai dati di istituzioni private, le operazioni di collocamento in borsa diverse dalle prime quotazioni (*secondary public offering* o SPO) hanno evidenziato una modesta ripresa agli inizi del 2003, mentre è rimasta contenuta l'attività collegata alle prime quotazioni (*initial public offering* o IPO). Il costo del finanziamento azionario, relativamente elevato rispetto al basso livello dei tassi di interesse, potrebbe contribuire

a spiegare la recente accelerazione dei debiti finanziari delle imprese non finanziarie.

Nel quarto trimestre del 2002 gli investitori hanno continuato a mostrare una forte preferenza per le attività a breve termine

Anche per quanto riguarda gli investimenti finanziari dei settori non finanziari, i dati sono disponibili fino al quarto trimestre del 2002. In questo periodo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente è sceso lievemente rispetto al trimestre precedente, passando dal 4,9 al 4,6 per cento (cfr. tavola 5). Le scelte di investimento dei settori non finanziari hanno continuato prevalentemente a

Figura 14**Finanziamenti a breve e a lungo termine delle società non finanziarie***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

Fonte: BCE.

Nota: per dettagli sulle definizioni si veda la tavola 3.

orientarsi verso le attività a breve termine e gli strumenti sicuri, anziché verso quelli a lungo termine o rischiosi. Ciò ha rispecchiato l'avversione al rischio degli investitori, in un contesto di forte volatilità dei mercati azionari e obbligazionari nell'area dell'euro nell'ultimo trimestre del 2002. La forte avversione al rischio potrebbe altresì riflettere le considerevoli perdite in conto capitale registrate dal primo trimestre del 2000 (cfr. figura 15). In effetti, nonostante investimenti finanziari netti annui intorno al 10 per cento del PIL, alla fine del 2002 la ricchezza finanziaria dei settori non finanziari si collocava, in percentuale del PIL, sostanzialmente sugli stessi livelli degli inizi del 1998.

Nel dettaglio, l'incremento sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari a breve termine, salito dal 5,6 al 5,9 per cento fra il terzo e il quarto trimestre del 2002 (cfr. figura 16), va ricondotto tanto a una maggiore crescita delle consistenze di banconote e monete e dei depositi dei settori non finanziari, quanto a un'ulteriore ripresa dei loro investimenti in titoli di

Tavola 5**Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro**

	Consistenze in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2000 4° trim.	2001 1° trim.	2001 2° trim.	2001 3° trim.	2001 4° trim.	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.
Totale	100	6,3	8,0	7,7	7,0	5,6	4,9	4,7	4,9	4,6	.
di cui: investimenti finanziari a breve termine ²⁾	43,5	3,8	6,9	7,0	7,4	7,5	4,9	5,1	5,6	5,9	.
investimenti finanziari a lungo termine ³⁾	55,5	7,7	8,6	8,1	7,0	4,9	4,9	4,7	4,5	3,8	.
Circolante e depositi	38,3	3,2	5,7	6,5	6,5	6,6	4,8	4,9	4,9	5,3	.
Titoli non azionari	14,1	9,1	15,2	12,1	8,9	7,6	5,2	4,8	5,1	4,7	.
di cui: a breve termine	1,7	32,0	53,8	30,1	14,5	4,2	-5,4	-9,7	2,7	5,6	.
a lungo termine	12,4	6,3	10,3	9,8	8,1	8,1	7,0	6,9	5,4	4,6	.
Quote di fondi comuni	11,6	6,2	5,9	5,3	6,2	5,6	5,5	5,7	5,9	4,9	.
di cui: quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9,5	7,0	6,1	4,8	5,0	3,7	3,3	3,9	4,2	3,6	.
quote di fondi comuni monetari	2,1	0,0	4,0	9,5	16,9	21,3	20,9	18,0	16,4	13,1	.
Azioni quotate	12,1	7,4	9,6	9,3	7,0	1,3	1,7	0,9	0,6	-0,3	.
Riserve tecniche di assicurazione	23,9	8,7	7,7	7,6	7,3	7,2	7,4	7,1	7,1	6,8	.
M3 ⁴⁾		4,1	3,7	5,4	6,7	7,9	7,2	7,1	7,1	6,9	7,9

Fonte: BCE.

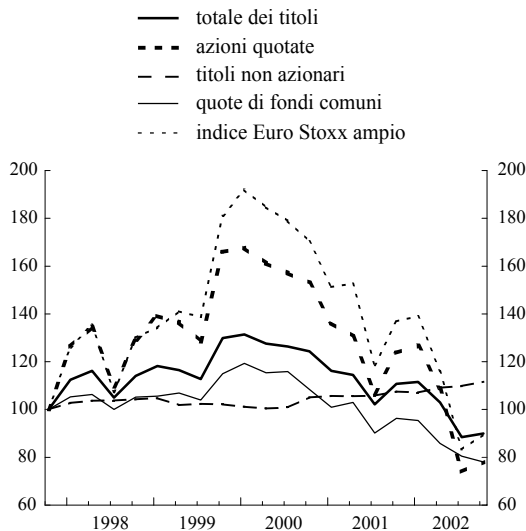
Nota: per dettagli, cfr. la nota alla tavola 6.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro.

1) Dati relativi alla fine del quarto trimestre 2002.

2) Gli investimenti finanziari a breve termine comprendono principalmente circolante e depositi, titoli di debito a breve termine e quote di fondi comuni monetari. A seguito dell'esclusione dei depositi delle Amministrazioni centrali, la somma degli investimenti finanziari a breve e a lungo termine non è pari al 100%. Nell'interpretare questi dati si dovrebbe avere ben presente che i depositi a breve e a lungo termine sono inclusi negli investimenti a breve termine poiché non si dispone per essi di una scomposizione per scadenze.

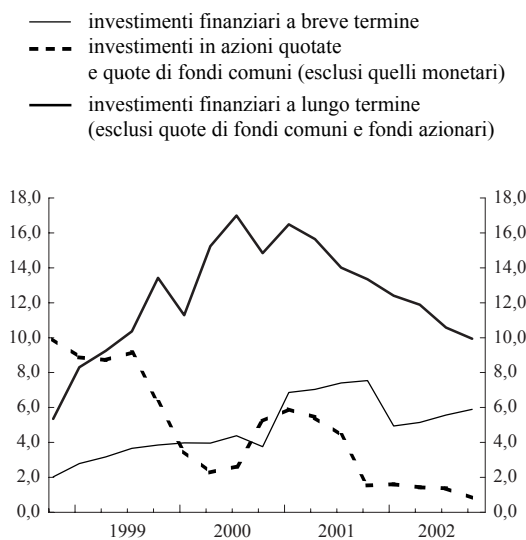
3) Gli investimenti finanziari a lungo termine comprendono titoli di debito a lungo termine, quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari), azioni quotate, prodotti assicurativi e previdenziali.

4) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dall'IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie).

Figura 15**Plusvalenze e minusvalenze sui titoli detenuti dai settori non finanziari***(quarto trim. 1997 = 100)*

Fonte: BCE.

debito a breve termine. Inoltre, il tasso di crescita degli investimenti in quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ha continuato a collocarsi su livelli elevati. L'insieme di questi andamenti è coerente con la valutazione secondo cui la

Figura 16**Investimenti finanziari a breve e lungo termine dei settori non finanziari***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)*

Fonte: BCE.

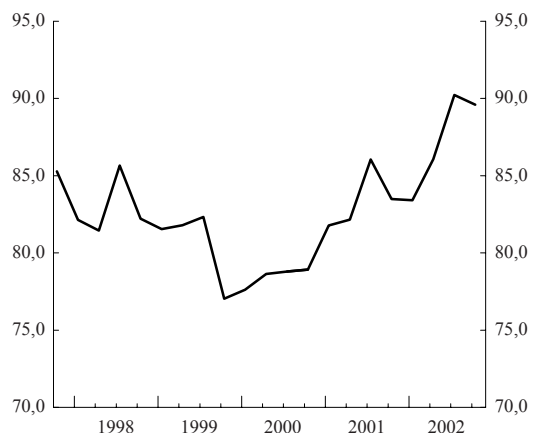
Nota: per le definizioni si veda la tavola 5.

dinamica di M3 alla fine del 2002 va in larga parte ricondotta alle riallocazioni di portafoglio.

Per contro, la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari a lungo termine è ulteriormente diminuita, portandosi dal 4,5 al 3,8 per cento fra il terzo e il quarto trimestre. Al rallentamento hanno concorso tutte le tipologie di investimenti finanziari a lungo termine. La flessione del tasso di variazione degli investimenti in titoli di debito a lungo termine, sceso dal 5,4 al 4,6 per cento, riflette probabilmente la notevole incertezza nei mercati obbligazionari, nonché il livello relativamente basso dei tassi di interesse a lungo termine nel quarto trimestre del 2002. Anche il tasso di variazione degli investimenti in prodotti assicurativi e in fondi pensione ha subito una modesta flessione, pur rimanendo sostenuto, intorno al 7 per cento. Gli investimenti in azioni quotate, per contro, hanno segnato una contrazione.

Il rapporto fra debito e ricchezza finanziaria dei settori non finanziari si è sostanzialmente stabilizzato nel quarto trimestre

Nel quarto trimestre del 2002 il rapporto fra debito e ricchezza finanziaria dei settori non finanziari si è sostanzialmente stabilizzato, dopo un periodo relativamente lungo durante il quale le

Figura 17**Rapporto fra l'indebitamento e le attività finanziarie dei settori non finanziari***(in percentuale)*

Fonte: BCE.

perdite di valore delle attività finanziarie ne avevano indotto un innalzamento (cfr. figura 17).

Alla fine del 2002 esso si situava su un livello leggermente superiore a quello della fine del 1997, senza tuttavia risultare, nel complesso e considerati i forti rialzi degli ultimi trimestri, di entità eccezionale.

Calano lievemente in aprile i tassi di interesse bancari al dettaglio

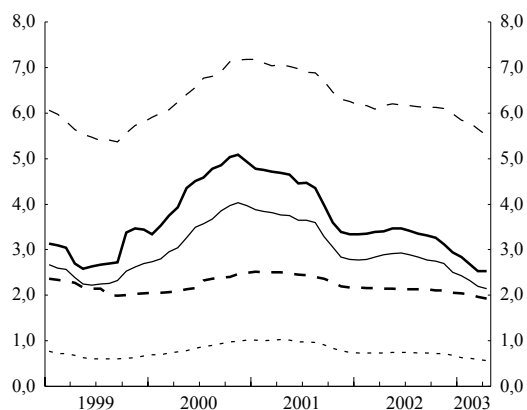
Proseguendo l'andamento calante cominciato a maggio 2002, i tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine sono lievemente scesi in aprile, subendo flessioni comprese tra i 5 e i 15 punti base. Fra maggio 2002 e aprile 2003 il livello del tasso medio sui depositi con durata prestabilita fino a un anno è sceso di 80 punti base. Nello stesso periodo, il tasso di interesse medio sui prestiti alle imprese con scadenza fino a un anno si è ridotto di circa 70 punti base, riportandosi sui livelli della seconda metà del 1999 (cfr. figura 18). Tali riduzioni sono state sostanzialmente in linea con la flessione di

Figura 18

Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile

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

- tasso interbancario a 3 mesi
- - prestiti alle imprese con scadenza fino a 1 anno
- depositi con durata prestabilita fino a 1 anno
- - depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi
- - - depositi a vista



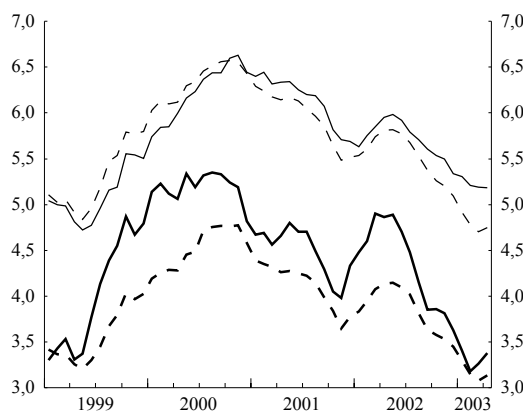
Fonti: dati nazionali, aggregati a cura della BCE, e Reuters.
Nota: dal 1° gennaio 2001 sono compresi anche i dati relativi alla Grecia.

Figura 19

Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile

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

- rendimenti sui titoli di Stato a 5 anni
- - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni
- - depositi con durata prestabilita di oltre 2 anni
- prestiti alle imprese con scadenza oltre 1 anno



Fonti: dati nazionali, aggregati a cura della BCE, e Reuters.
Nota: dal 1° gennaio 2001 sono compresi anche i dati relativi alla Grecia.

circa 75 punti base dei tassi del mercato monetario nello stesso periodo. Tuttavia, per altri tassi di interesse a breve termine, quale quello sui depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi, la riduzione è stata più modesta, pari a soli 20 punti base tra maggio 2002 e aprile 2003, in linea con la maggior lentezza di questo tasso nel reagire agli andamenti dei tassi di mercato.

In un clima caratterizzato da ampie oscillazioni dei rendimenti obbligazionari a lungo termine tra marzo e aprile, i tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati in aprile arrestando temporaneamente la tendenza calante in atto da maggio dello scorso anno (cfr. figura 19). In aprile i tassi sui mutui ipotecari concessi alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine alle imprese sono rimasti 110 e 85 punti base al di sotto dei rispettivi livelli di maggio 2002, a fronte di un calo di 150 punti base nel rendimento medio sui titoli di Stato a cinque anni nello stesso periodo. Le recenti dinamiche indicano che, in un'ottica di lungo periodo, negli ultimi mesi la trasmissione dai tassi di mercato alla maggior parte dei

tassi bancari al dettaglio, a breve e lungo termine, sembra essere stata sostanzialmente in linea con gli andamenti storici.

Sono diminuiti, negli ultimi mesi, i tassi di interesse del mercato monetario

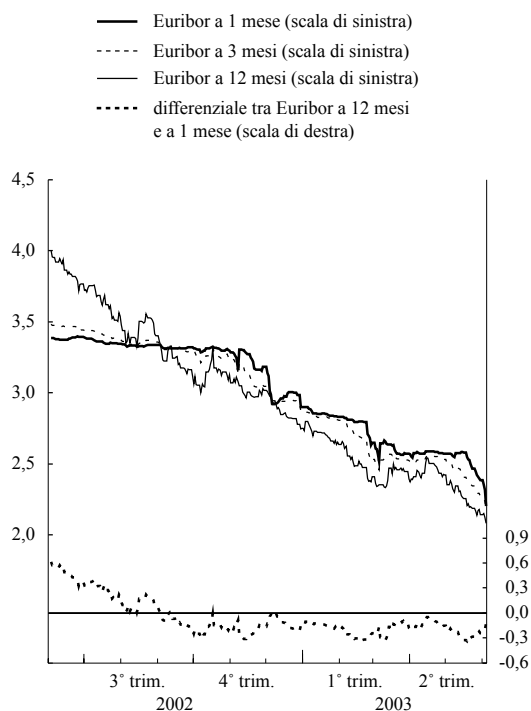
Dopo una stabilizzazione temporanea, in marzo e nella prima metà di aprile, dei tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine, questi hanno successivamente ripreso a scendere proseguendo l'andamento calante in atto da metà maggio 2002 (cfr. figura 20). Tale dinamica ha riflesso una revisione al ribasso delle attese degli operatori circa le variazioni future dei tassi di interesse a breve termine. Poiché anche i tassi a più breve termine sono sensibilmente diminuiti, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dalla differenza tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, è rimasta sostanzialmente invariata su valori lievemente negativi.

In aprile e maggio il tasso di interesse overnight misurato dall'Eonia ha oscillato intorno a un livello lievemente al di sopra del tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, pari al 2,50 per cento, con alcune eccezioni di breve durata, soprattutto alla fine dei periodi di mantenimento delle riserve. Il tasso marginale di aggiudicazione e quello medio nelle operazioni di rifinanziamento principali si sono in media collocati rispettivamente 4 e 5 punti base al

Figura 20

Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro e inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario

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



Fonte: Reuters.

di sopra del tasso minimo di offerta in maggio e agli inizi di giugno (cfr. riquadro 3). Dato il ricorso significativo alle operazioni di rifinanziamento

Riquadro 3

Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 maggio 2003

Nel corso del periodo di mantenimento delle riserve in esame, l'Eurosistema ha regolato cinque operazioni di rifinanziamento principali (ORP), un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) e un'operazione di *fine tuning*.

In tutte le ORP, il differenziale tra il tasso marginale e quello medio ponderato è stato pari a zero o a un punto base. Il 6 maggio è stata condotta un'operazione di *split*, che consiste in due ORP simultanee con scadenza a una e a due settimane, allo scopo di riequilibrare la dimensione delle due ORP in essere. Il 23 maggio 2003 è stata condotta un'operazione di *fine tuning* di assorbimento della liquidità, al fine di ripristinare condizioni di equilibrio della liquidità dopo l'ampio ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale dei due giorni precedenti. L'operazione di *fine tuning* è stata eseguita mediante raccolta di depositi a tempo determinato a un tasso fisso del 2,50 per cento, con scadenza overnight, e un ammontare aggiudicato di 3,9 miliardi di euro.

Dall'inizio del periodo di mantenimento delle riserve fino al 19 maggio, l'Eonia è rimasto stabile in una fascia compresa tra il 2,54 e il 2,56 per cento, con l'eccezione di giovedì 30 aprile quando è salito al 2,64 per cento per

Operazioni regolari di politica monetaria

(miliardi di euro; tassi d'interesse in percentuale in ragione d'anno)

Tipo di operazione	Data di regolamento	Data di scadenza	Ammontare richiesto	Ammontare aggiudicato	Rapporto richieste/aggiudicazioni	Numero dei partecipanti	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale	Tasso medio ponderato	Tasso fisso
ORP	29/04/2003	14/05/2003	106,1	38,0	2,79	270	2,50	2,55	2,55	-
ORP	06/06/2003	21/05/2003	120,8	76,0	1,59	255	2,50	2,53	2,54	-
ORP	06/06/2003	14/05/2003	67,4	53,0	1,27	124	2,50	2,53	2,54	-
ORP	14/05/2003	28/05/2003	126,9	97,0	1,50	264	2,50	2,53	2,54	-
ORP	21/05/2003	04/06/2003	157,0	96,0	1,64	274	2,50	2,57	2,58	-
ORLT	29/04/2002	31/07/2002	35,1	15,0	2,34	164	-	2,50	2,51	-
Fine-tuning	23/05/2002	26/05/2002	3,9	3,9	1,00	12	-	-	-	2,50

Fonte: BCE.

l'effetto di fine mese. Dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento, il 20 maggio, il tasso overnight è salito – data la percezione degli operatori di condizioni di scarsa liquidità – e il 21 maggio l'Eonia si è portato al 2,73 per cento. Tuttavia, la mattina del 22 maggio, dopo la notizia pubblicata dalla BCE di aver fatto ricorso all'operazione di rifinanziamento marginale per 9 miliardi di euro il giorno precedente, il tasso overnight è sceso e, quello stesso giorno, l'Eonia si è collocato al 2,57 per cento. Il 23 maggio, ultimo giorno di mantenimento delle riserve, l'Eonia è sceso ulteriormente al 2,20 per cento poiché il mercato continuava a ritenere che vi fossero condizioni di abbondante liquidità dopo l'operazione di *fine tuning*. Il periodo di mantenimento si è chiuso senza tensioni, con un modesto ricorso netto all'operazione di deposito presso la banca centrale per 0,6 miliardi di euro.

La differenza tra l'ammontare delle riserve detenute sui conti correnti dalle istituzioni finanziarie presso l'Eurosistema e le riserve obbligatorie è stata in media pari a 0,60 miliardi di euro.

Determinazione della posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro)

Medie giornaliere durante il periodo di mantenimento della riserva compreso tra il 24 aprile e il 23 maggio 2003

	Creazione di liquidità	Assorbimento di liquidità	Contributo netto
(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema	222,3	0,2	+222,1
Operazioni di rifinanziamento principali	177,1	-	+177,1
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45,0	-	+45,0
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,4	0,2	+0,2
Altre operazioni	-0,1	-	-0,1
(b) Altri fattori che incidono sulla liquidità del sistema bancario ¹⁾	333,1	424,3	-91,2
Banconote in circolazione	-	366,2	-366,2
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	-	42,6	-42,6
Attività nette dell'Eurosistema verso l'estero (incluso l'oro)	333,1	-	+333,1
Altri fattori (netto)	-	15,5	-15,5
(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) + (b)			130,9
(d) Riserva obbligatoria			130,3

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

1) Le stime pubblicate relative al fabbisogno medio di liquidità derivante dai fattori autonomi indicavano valori compresi tra 83,3 e 102,5 miliardi di euro. La deviazione massima tra le stime pubblicate e i dati effettivi si è verificata nella prima settimana del periodo di mantenimento ed è stata pari a 2,8 miliardi di euro.

marginale prima che terminasse il periodo di mantenimento delle riserve il 23 maggio, in tale data la BCE ha eseguito un'operazione di *fine tuning* di assorbimento per ripristinare le normali condizioni di liquidità. Nell'operazione di rifinanziamento principale regolata il 4 giugno, si è osservata una carenza di richieste (*underbidding*) delle controparti in asta, in quanto la decisione del Consiglio direttivo del 5 giugno di ridurre i tassi di interesse di riferimento era stata ampiamente anticipata.

I tassi Euribor a uno e a tre mesi sono scesi, rispettivamente, di 36 e 34 punti base tra la fine di aprile e il 4 giugno portandosi, a questa data, al 2,21 e 2,19 per cento. Le variazioni del tasso Euribor a tre mesi, come di consueto, hanno influito sui tassi di interesse di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali a più lungo termine dell'Eurosistema. Nell'operazione regolata il 29 maggio il tasso di aggiudicazione marginale e quello medio sono stati pari rispettivamente al 2,25 e 2,27 per cento, ovvero inferiori di circa 25 punti base ai corrispondenti tassi dell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 30 aprile.

Come indicato in precedenza, negli ultimi mesi i tassi di interesse nel segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti del mercato monetario si sono ridotti. Più recentemente, tra la fine di aprile e il 4 giugno i tassi Euribor a sei e dodici mesi sono scesi, rispettivamente, di 32 e 34 punti base portandosi al 2,14 e 2,08 per cento. L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dalla differenza tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, era pari a -13 punti base il 4 giugno, sostanzialmente invariata dalla fine di aprile.

Negli ultimi mesi il profilo atteso dell'Euribor a tre mesi, implicito nei prezzi dei contratti *future* con scadenza nel 2003 e agli inizi del 2004, ha avuto un andamento calante, segno che gli operatori hanno rivisto al ribasso le attese sull'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine (cfr. figura 21). Più recentemente, tra la fine di aprile e il 4 giugno, i tassi impliciti nei prezzi dei contratti *future* con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2003 e a marzo 2004 hanno subito flessioni comprese tra 19 e 35

punti base; il 4 giugno i tassi sulle quattro scadenze citate sono stati pari rispettivamente al 2,15, al 2,03, all'1,96 e all'1,96 per cento.

Negli ultimi mesi la volatilità dell'Euribor a tre mesi implicita nelle opzioni sui contratti *future* con scadenza a settembre 2003 – che riflette l'incertezza che gli operatori di mercato attribuiscono all'Euribor a tre mesi di metà settembre – si è ridotta raggiungendo, in maggio, un livello relativamente basso (cfr. figura 22).

Calano in maggio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

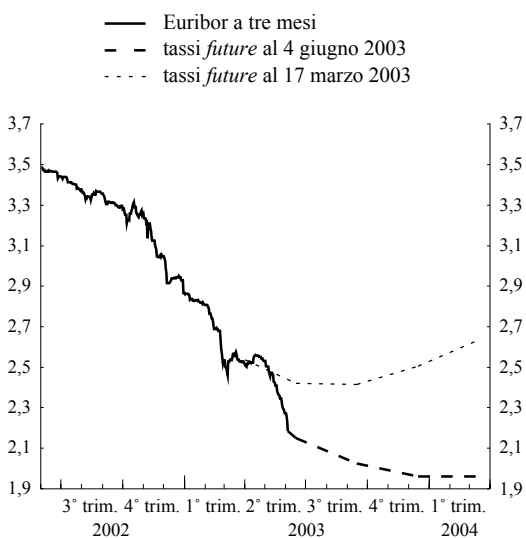
I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno ripreso di recente la tendenza complessivamente calante che è generalmente prevalsa per tutto il 2002 e all'inizio del 2003. A maggio e ai primi di giugno i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono diminuiti sensibilmente, insieme a quelli statunitensi, dopo il forte rialzo di marzo e la stabilizzazione di aprile.

Tra la fine di aprile e il 4 giugno i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro e

Figura 21

Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

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



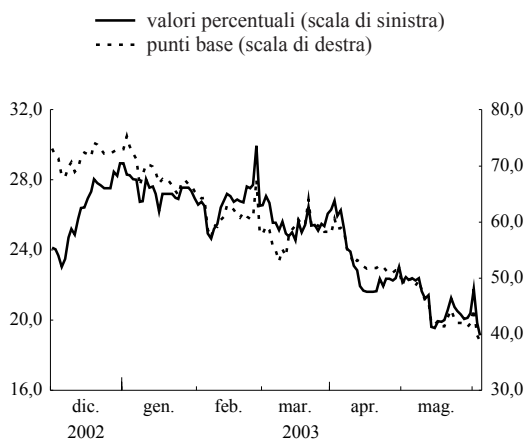
Fonte: BCE.

Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

Figura 22

Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti futures di settembre 2003 sui tassi Euribor a tre mesi

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il Riquadro: Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine, del numero di maggio del Bollettino mensile della BCE, pagg. 14-16).

negli Stati Uniti sono calati di 40 e 60 punti base, rispettivamente al 3,7 e 3,3 per cento, livelli storicamente bassi (cfr. figura 23). I rendimenti obbligazionari a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico sono quindi scesi al di sotto dei precedenti minimi registrati verso metà marzo, quando le incertezze geopolitiche erano state al culmine e i rischi connessi alla guerra avevano depresso contemporaneamente sia i rendimenti obbligazionari sia le quotazioni azionarie. Per effetto di cali più forti negli Stati Uniti, in maggio il differenziale negativo tra i rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti e quelli nell'area dell'euro si è lievemente ampliato collocandosi, il 4 giugno, a -40 punti base.

In maggio, i rendimenti dei titoli di Stato negli Stati Uniti hanno subito una netta riduzione su tutte le scadenze; quelli sulle obbligazioni a dieci anni hanno così raggiunto livelli che non si registravano dalla fine degli anni cinquanta. La graduale flessione dei rendimenti obbligazionari durante il mese di maggio è stata apparentemente innescata dalla dichiarazione resa il 6 maggio dal Federal Open Market Committee, che ha indotto

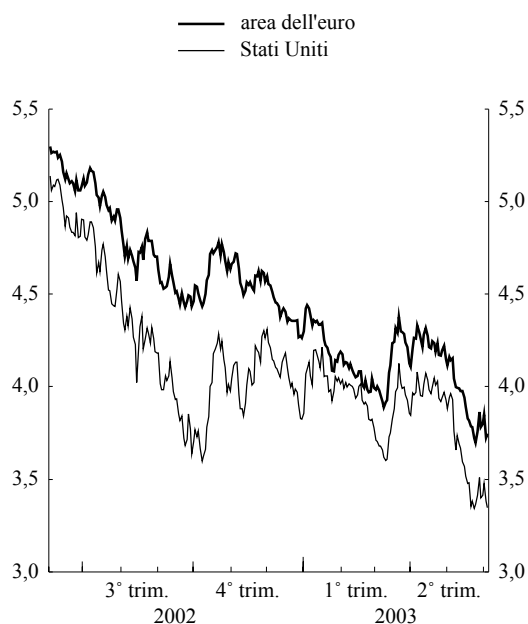
gli operatori ad attendersi che il Federal Reserve System avrebbe mantenuto i tassi di interesse a breve termine a livelli molto bassi per un periodo di tempo maggiore di quanto precedentemente previsto.

La flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine è parsa riflettere principalmente la percezione più pessimistica degli operatori circa l'attività economica futura, piuttosto che aspettative di minori tassi di inflazione. Ciò è suggerito dal fatto che il rendimento in termini reali delle obbligazioni statunitensi indicizzate a dieci anni è sceso di circa 50 punti base tra la fine di aprile e il 4 giugno, mentre nello stesso periodo il corrispondente tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni – misurato dal differenziale di rendimento fra i titoli di Stato nominali e quelli indicizzati comparabili – è rimasto sostanzialmente stabile. Il 4 giugno il rendimento in termini reali dei titoli di Stato statunitensi indicizzati, pari all'1,5 per cento, era ben al di sotto delle aspettative di crescita a lungo termine del PIL in termini reali, disponibili dalle indagini

Figura 23

Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

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



Fonte: Reuters.

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

congiunturali. Ciò potrebbe, a sua volta, indicare che la forte preferenza che gli operatori di mercato hanno continuato a mostrare per attività più sicure quali i titoli di Stato è rimasta un importante fattore di contenimento dei rendimenti obbligazionari reali e nominali a lungo termine negli Stati Uniti.

Forse a causa dei bassi livelli dei rendimenti obbligazionari, gli operatori sono divenuti più incerti sulle variazioni future di tali rendimenti negli Stati Uniti. Tale maggiore incertezza degli investitori è indicata dal fatto che la media mobile a dieci giorni della volatilità implicita nei contratti *future* sui titoli decennali statunitensi è aumentata di 0,8 punti percentuali tra la fine di aprile e il 4 giugno, collocandosi al 7,1 per cento, un livello ancora lievemente inferiore a quello della volatilità implicita media degli ultimi due anni (cfr. figura 24).

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti ulteriormente, di 10 punti base tra la fine di aprile e il 4 giugno, data in cui

si attestavano a circa lo 0,5 per cento. Ciò ha portato a circa 40 punti base la riduzione cumulata dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dalla fine del 2002. Il nuovo livello minimo di maggio è sembrato riflettere principalmente il maggiore pessimismo degli operatori circa le prospettive a breve e lungo termine dell'economia nipponica, comprese le sue persistenti tendenze deflazionistiche. La visione pessimistica degli operatori di mercato riguardo all'economia giapponese è probabilmente riconducibile al recente apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro statunitense, ma anche ai timori per l'epidemia di SARS e il suo potenziale impatto negativo sulle economie asiatiche.

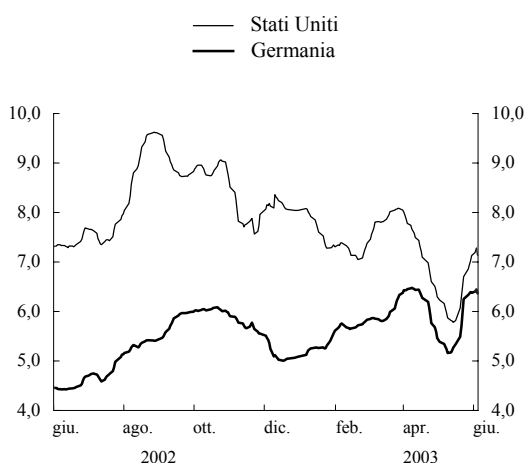
In maggio nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato sono nettamente calati su tutte le scadenze, analogamente all'andamento dei corrispondenti tassi statunitensi. Nei primi tre mesi del 2003 le variazioni dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro sono state dominate dalle reazioni degli operatori ai mutamenti del clima geopolitico (compresi, in particolare, gli sviluppi in Iraq), mentre le dinamiche più recenti del mercato obbligazionario dell'area sembrano essere principalmente guidate dai timori degli investitori per la situazione congiunturale nell'area dell'euro e nell'economia mondiale.

Apparentemente, i timori emergenti tra gli operatori per il protrarsi del rallentamento dell'economia statunitense in particolare, e dell'economia mondiale in generale, hanno in una certa misura contagiato il mercato obbligazionario dell'area dell'euro e contribuito alla sensibile riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni in maggio. I timori degli operatori sulle prospettive di crescita dell'economia dell'area dell'euro possono essere stati accentuati dalla pubblicazione di dati economici contrastanti per l'area dell'euro e dal persistente apprezzamento dell'euro soprattutto nei confronti del dollaro statunitense. Il pessimismo del mercato obbligazionario è anche segnalato dal fatto che, tra la fine di aprile e il 4 giugno, il rendimento in termini reali sui titoli francesi indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco) è sceso di circa 30 punti base, all'1,9 per cento, un livello piuttosto basso rispetto ai valori storici (cfr. figura 25).

Figura 24

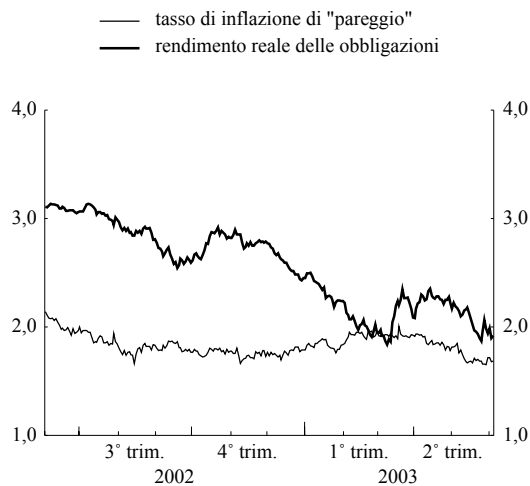
Volatilità implicita per i contratti *future* sui titoli di Stato decennali tedeschi e statunitensi

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di dieci giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Nota: la serie della volatilità implicita riportata nella figura è ottenuta considerando, per ogni data, la volatilità implicita derivata dalle opzioni sul generico contratto *future* più prossimo a scadenza, purché con vita residua superiore a 20 giorni, così come definito da Bloomberg. Questo significa che 20 giorni prima della scadenza di ogni contratto viene operato un avvicendamento nella selezione del contratto utilizzato come riferimento per il calcolo della volatilità implicita, dal contratto più prossimo a scadenza a quello successivo.

Figura 25**Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro***(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)*

Fonte: Reuters.

Nota: i rendimenti reali dei titoli sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area (esclusi i prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012. Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto nel riquadro 2 del Bollettino mensile di febbraio 2002.

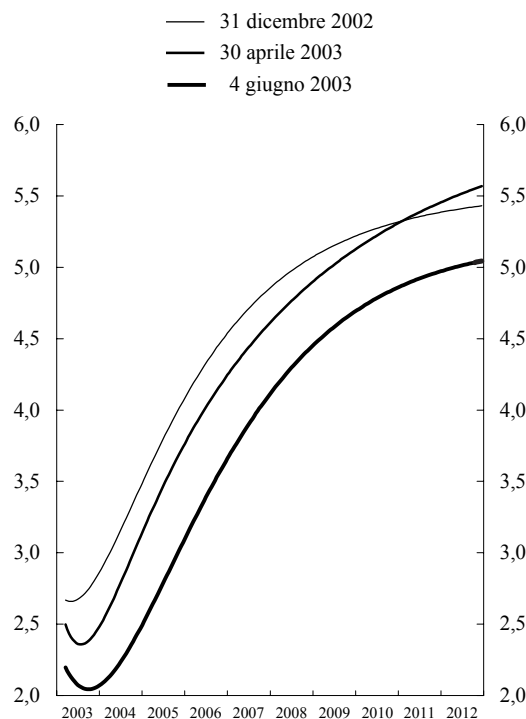
Nel contempo, gli operatori di mercato sembrano aver lievemente rivisto al ribasso le loro attese medie di inflazione a lungo termine per l'area dell'euro, come segnalato dalla flessione di 10 punti base – tra la fine di aprile e il 4 giugno – del tasso di inflazione “di pareggio” a dieci anni, calcolato come differenza tra i rendimenti nominali sui titoli a dieci anni e quelli sui titoli, sempre a dieci anni, indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco; cfr. figura 25).

Sulla base delle informazioni tratte dalla curva dei rendimenti dell'area dell'euro, il calo generalizzato dei rendimenti obbligazionari sembra riflettere principalmente l'emergere di aspettative tra gli operatori secondo cui i tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro si manterrebbero su livelli più bassi per un periodo di tempo maggiore di quanto previsto alla fine di aprile. Ciò è stato confermato dal netto spostamento verso il basso dell'intera curva dei tassi overnight a termine impliciti nei tassi swap dell'area dell'euro (cfr. figura 26).

Analogamente alle dinamiche del mercato statunitense, in maggio il grado di incertezza prevalente nel mercato obbligazionario dell'area

dell'euro, misurato dall'andamento della volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sui titoli pubblici tedeschi a lungo termine, è aumentato sensibilmente. In particolare, tra la fine di aprile e il 4 giugno la media mobile a dieci giorni della volatilità implicita è salita di 0,9 punti percentuali, al 6,4 per cento, un livello piuttosto elevato rispetto ai valori storici.

Seguendo la tendenza del mercato dei titoli di Stato, in maggio anche i rendimenti delle obbligazioni societarie a lungo termine sono sensibilmente diminuiti, proseguendo una tendenza iniziata nell'autunno 2002. Ad esempio, tra la fine di aprile e il 4 giugno i rendimenti sulle obbligazioni emesse da società con merito creditizio BBB sono scesi di 50 punti base, con un calo cumulato di 120 punti base dalla fine del 2002. Il costo

Figura 26**Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap***(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)*

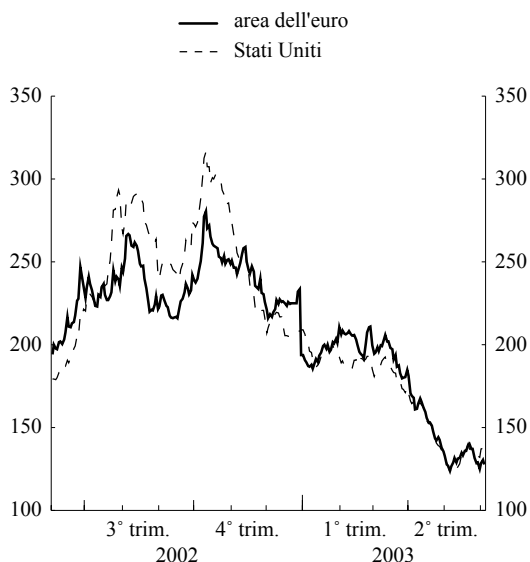
Fonte: stima della BCE.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel numero di gennaio 1999 del Bollettino mensile (pag. 26). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti swap.

Figura 27

Differenziali di interesse sui titoli societari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in punti base; dati giornalieri; titoli con rating BBB)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: i differenziali di interesse sui titoli societari sono calcolati come differenze tra i rendimenti dei titoli societari con scadenza da sette a dieci anni e quelli dei titoli di Stato con pari scadenza.

relativo del finanziamento tramite obbligazioni societarie, misurato dal differenziale rispetto al rendimento di titoli di Stato comparabili, si è stabilizzato nel corso di maggio dopo essere sensibilmente sceso dall'autunno del 2002, soprattutto nei segmenti con un minore merito creditizio (cfr. figura 27). Rispetto alla fine del 2002, il 4 giugno il differenziale di rendimento tra le obbligazioni emesse da società con rating BBB e i titoli di Stato nell'area dell'euro si era ridotto di circa 70 punti base; l'attuale livello di circa 130 punti base era stato raggiunto l'ultima volta nel maggio 2000. Pertanto, il mercato delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro sembra offrire condizioni abbastanza favorevoli alle imprese dell'area (cfr. anche il riquadro 2 *L'impatto dei fattori finanziari sugli investimenti delle imprese nell'area dell'euro*).

In maggio prosegue sostanzialmente la tendenza al rialzo dei mercati azionari degli ultimi mesi

L'attenuarsi dell'incertezza dopo la fine della guerra in Iraq ha contribuito a sostenere un recupero degli indici azionari nell'area dell'euro e negli Stati

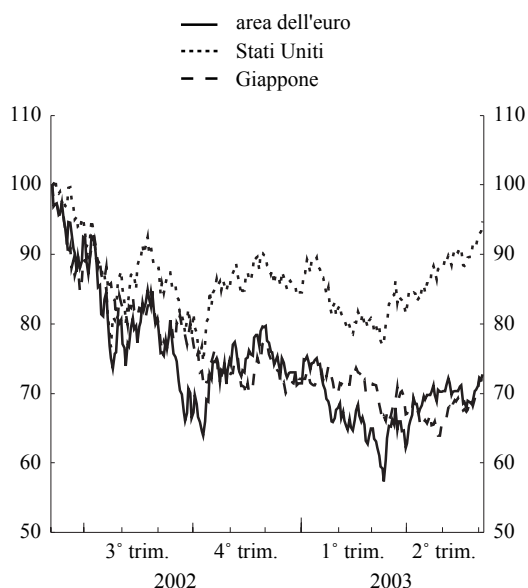
Uniti, che da metà marzo sono saliti di oltre il 20 per cento, fino ai livelli prevalenti alla fine del 2002. Il 4 giugno la maggior parte delle perdite del primo trimestre del 2003 erano state più o meno recuperate. Sembra che in maggio, dopo i forti rimbalzi di fine marzo e di aprile, i mercati azionari si siano in qualche modo stabilizzati e siano entrati in una fase di normalizzazione, caratterizzata da una netta riduzione della volatilità implicita, che si è portata su livelli di gran lunga inferiori a quelli della prima parte dell'anno. Inoltre, gli annunci di utili societari generalmente superiori alle attese nel primo trimestre del 2003 sembrano aver rafforzato l'andamento molto positivo registrato dai mercati azionari dalla fine di marzo in poi. L'aumento delle quotazioni azionarie delle ultime settimane potrebbe essere stato sostenuto anche dalla netta riduzione dei rendimenti obbligazionari in maggio.

Nel complesso, tra la fine di aprile e il 4 giugno, i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono saliti del 4 per cento. Nello stesso periodo, quelli statunitensi, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentati del 8 per cento e l'indice giapponese

Figura 28

Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

(indici: 1° giugno 2002 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Nikkei 225 ha guadagnato il 10 per cento. In un'ottica di più lungo periodo, il 4 giugno le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno segnato un lieve incremento (2 per cento) rispetto alla fine del 2002; nello stesso periodo, quelle statunitensi hanno guadagnato il 12 per cento e quelle giapponesi sono rimaste sostanzialmente invariate.

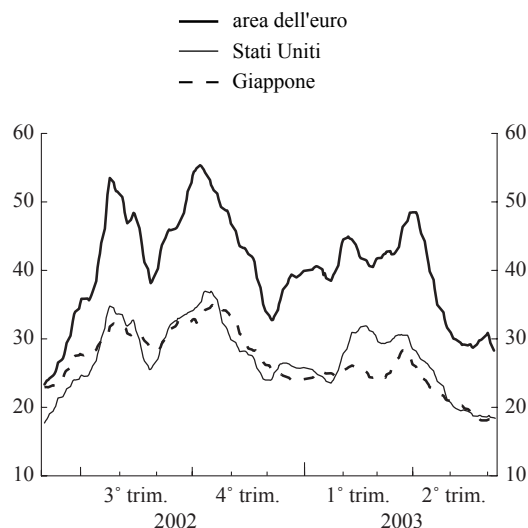
Dopo i forti recuperi di fine marzo e di aprile, a maggio i prezzi sui mercati azionari statunitensi hanno continuato a salire, benché ad un ritmo più modesto. L'andamento è per lo più riconducibile alla scomparsa del "premio al rischio di guerra" dopo la fine delle operazioni militari in Iraq e al fatto che gli annunci degli utili societari nel primo trimestre del 2003 hanno superato le attese degli analisti. La fine della guerra ha attenuato l'incertezza, misurata dalla volatilità implicita derivata dal prezzo delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, che era stata molto forte nei primi tre mesi dell'anno. Pertanto, il 4 giugno la media mobile a dieci giorni della volatilità implicita si è collocata al 19 per cento, ben al di sotto del valore massimo di circa il 30 per cento di metà marzo e 6 punti percentuali in meno della media degli ultimi due anni.

Negli ultimi mesi i listini azionari statunitensi sembrano essere stati guidati dalle variabili di fondo del mercato, ossia dall'andamento degli utili societari e dalle prospettive economiche. Per quanto attiene ai primi, fonti statistiche private (ad esempio, Thomson First Call, nel quale è rappresentato il 94 per cento delle società comprese nell'indice S&P 500) hanno indicato che, nel primo trimestre, la crescita degli utili societari sul periodo precedente è stata all'incirca del 12 per cento. Per quanto attiene agli andamenti macroeconomici, i dati recentemente pubblicati hanno continuato ad essere considerati piuttosto contrastanti. Alla fine di maggio il Congresso degli Stati Uniti aveva approvato un pacchetto di misure di stimolo all'economia, compresa la riduzione delle aliquote d'imposta sui dividendi e sulle plusvalenze, che potrebbe aver ulteriormente contribuito a far lievitare i corsi azionari. Negli ultimi mesi il rialzo delle quotazioni dei titoli statunitensi è stato particolarmente pronunciato per le società tecnologiche. Il 4 giugno l'indice Nasdaq Composite aveva guadagnato il 12 per cento dalla fine di aprile e il 22 per cento dall'inizio dell'anno.

Figura 29

Volatilità implicita degli indici azionari per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di dieci giorni, 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 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.

In Giappone negli ultimi mesi i corsi azionari hanno seguito un andamento diverso da quello degli altri principali mercati. L'evoluzione economica generale ha avuto un effetto contrastante sulle quotazioni azionarie che, nel caso delle imprese esportatrici giapponesi, hanno risentito del rafforzamento dello yen nei confronti del dollaro statunitense in atto dall'inizio dell'anno. Nelle ultime due settimane di maggio, tuttavia, i mercati azionari giapponesi hanno segnato un forte recupero a fronte di positivi annunci di utili societari e di possibili effetti indiretti trasmessi dal mercato azionario statunitense. Per contro, le prospettive economiche sono rimaste modeste e non si sono dissipati i timori di un possibile impatto dell'epidemia di SARS. L'incertezza nel mercato azionario giapponese, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, è rimasta modesta per tutti i primi mesi del 2003; agli inizi di giugno si è collocata intorno al 18 per cento, il livello minimo degli ultimi due anni.

Tavola 6

Variazioni dei prezzi e volatilità storica degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni dei prezzi in percentuale; volatilità storica: valori percentuali in ragione d'anno)

	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
Quota del settore in termini di capitalizzazione di mercato	4,8	11,9	7,6	12,1	27,9	4,5	5,9	9,4	9,5	6,4	100,0
<i>(dati di fine periodo)</i>											
Variazioni dei prezzi											
<i>(dati di fine periodo)</i>											
2002 1° trimestre	8,5	2,1	1,6	10,4	4,1	-10,1	7,8	-3,2	-10,0	-0,4	1,6
2° trimestre	-6,4	-17,1	-7,6	-8,5	-13,8	-14,4	-11,4	-36,3	-33,9	-7,8	-16,5
3° trimestre	-28,8	-29,3	-18,0	-21,0	-36,7	-22,7	-27,8	-35,6	-11,7	-23,8	-28,2
4° trimestre	4,0	2,9	-1,2	3,8	13,6	-0,9	0,8	21,4	21,8	-3,4	7,6
2003 1° trimestre	-19,6	-15,8	-16,0	-12,9	-14,9	-16,4	-9,0	-9,4	-4,1	-7,8	-11,8
aprile	16,2	13,8	8,1	0,7	18,9	12,0	10,8	19,3	12,4	11,5	13,0
maggio	-3,7	0,7	-2,2	5,4	0,3	2,9	1,5	0,2	2,0	3,3	1,1
fine marzo-4 giugno 2003	15,7	16,5	7,2	10,3	22,9	19,1	14,2	22,4	15,5	17,0	17,0
Volatilità											
<i>(medie nel periodo)</i>											
2002 1° trimestre	13,0	20,7	10,3	18,3	18,8	20,2	14,1	38,7	26,7	12,8	17,6
2° trimestre	16,4	24,9	14,5	23,6	22,2	27,5	14,5	44,3	36,3	17,2	20,9
3° trimestre	38,4	46,0	32,2	46,5	51,2	49,5	28,0	59,7	48,0	39,7	43,4
4° trimestre	34,2	40,7	20,8	31,1	44,3	30,6	28,8	61,1	35,7	29,8	34,9
2003 1° trimestre	37,2	37,8	29,3	32,1	40,3	36,5	25,6	44,9	35,0	33,3	33,8
aprile	31,8	38,5	23,1	27,7	27,4	26,9	18,8	41,4	26,5	27,3	26,2
maggio	23,8	23,5	12,9	18,2	26,1	21,9	17,8	32,2	21,2	17,4	20,5
fine marzo-4 giugno 2003	27,6	30,7	18,2	22,8	26,7	23,9	18,2	36,5	23,5	22,2	23,2

Fonti: Stoxx ed elaborazioni della BCE.

Nota: le volatilità storiche sono calcolate come deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere del livello dell'indice nel corso del periodo. Gli indici settoriali sono riportati nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo numero del Bollettino mensile.

Nell'area dell'euro negli ultimi mesi gli andamenti delle quotazioni azionarie hanno continuato ad essere fortemente correlati con quelli dei mercati azionari statunitensi. Tuttavia, sia a maggio sia nel complesso del 2003 i corsi azionari nell'area dell'euro hanno registrato un andamento meno favorevole che negli Stati Uniti. In particolare, l'apprezzamento dell'euro, che potrebbe comprimere i profitti degli esportatori dell'area, può aver indotto un atteggiamento degli operatori meno positivo nei confronti dei titoli azionari dell'area. Inoltre, i dati macroeconomici diffusi di recente sono stati percepiti in maniera contrastante dagli operatori. Come negli Stati Uniti, nell'area dell'euro si è attenuata l'incertezza (misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita derivata dal prezzo delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50) proseguendo la tendenza iniziata a metà marzo. Pertanto, il 4 giugno la volatilità implicita è stata pari al 28 per cento, di gran lunga inferiore al livello

del 50 per cento di febbraio-marzo e di circa 5 punti percentuali al di sotto della media degli ultimi due anni.

In maggio i mercati azionari dell'area hanno avuto andamenti lievemente differenti nei diversi settori economici (cfr. tavola 6). Da una parte, le quotazioni azionarie del comparto energetico hanno messo a segno un forte rialzo dopo gli annunci degli utili societari del primo trimestre sui quali ha inciso positivamente l'incremento dei prezzi petroliferi. Dall'altra, l'andamento delle quotazioni azionarie è stato più modesto nel comparto finanziario, dove le società hanno presentato risultati contrastanti per il primo trimestre, e in quello tecnologico e delle materie prime, che sono stati i più colpiti dall'apprezzamento dell'euro. Nel complesso, dall'inizio dell'anno ad oggi i maggiori incrementi dei corsi azionari sono stati registrati dalle società di telecomunicazioni.

2 I prezzi

Le stime dell'inflazione al consumo indicano un ulteriore calo in maggio

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC è scesa ulteriormente in maggio, portandosi all'1,9 per cento dal 2,1 di aprile (cfr. tavola 7). Sebbene non sia ancora disponibile una disaggregazione dettagliata per questa stima, il calo molto probabilmente è riconducibile al decremento del tasso di crescita dei prezzi dell'energia e di quelli dei servizi, dopo l'aumento temporaneo di aprile.

L'inflazione dell'area si era portata al 2,1 per cento in aprile dal 2,4 del mese precedente, riflettendo la forte diminuzione del tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia. Il tasso

di crescita dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dell'energia è salito di 0,2 punti percentuali in aprile, al 2,2 per cento, riflettendo principalmente un incremento del tasso di crescita dei prezzi dei servizi, che dovrebbe rivelarsi momentaneo.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia è bruscamente sceso al 2,2 per cento in aprile, dal 7,5 del mese precedente (cfr. figura 30), a causa della tendenza al ribasso dei prezzi del greggio dalla metà di marzo, nonché di un favorevole effetto base. Un effetto base sfavorevole sui prezzi delle verdure ha invece sospinto quelli dei beni alimentari non trasformati, il cui tasso di crescita si è portato in aprile all'1,0 per cento, dallo 0,8 del mese precedente.

Tavola 7

Prezzi e costi nell'area dell'euro

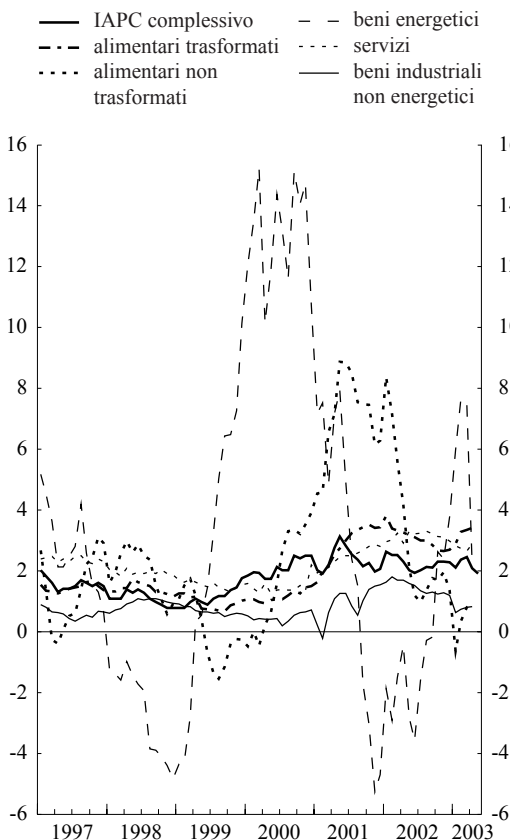
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2000	2001	2002	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2002 dic.	2003 gen.	2003 feb.	2003 mar.	2003 apr.	2003 mag.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti													
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9
<i>di cui:</i>													
Beni	2,5	2,3	1,7	1,4	1,3	1,8	2,0	1,9	1,6	2,1	2,2	1,5	.
Alimentari	1,4	4,5	3,1	2,9	2,3	2,3	2,0	2,2	1,5	2,1	2,3	2,4	.
Alimentari trasformati	1,2	2,9	3,1	3,2	2,9	2,7	3,2	2,7	2,9	3,3	3,3	3,4	.
Alimentari non trasformati	1,8	7,0	3,1	2,5	1,4	1,7	0,2	1,3	-0,6	0,3	0,8	1,0	.
Beni industriali	3,0	1,2	1,0	0,7	0,8	1,6	2,0	1,7	1,7	2,2	2,2	1,1	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,9	1,5	1,6	1,3	1,2	0,7	1,2	0,6	0,7	0,8	0,8	.
Beni energetici	13,0	2,2	-0,6	-2,3	-0,7	2,9	7,0	3,8	6,0	7,7	7,5	2,2	.
Servizi	1,5	2,5	3,1	3,1	3,3	3,1	2,7	3,0	2,8	2,7	2,6	2,9	.
Altri indicatori di prezzi e costi													
Prezzi alla prod. dei beni industriali	5,3	2,1	0,0	-0,7	0,0	1,2	2,4	1,6	2,2	2,6	2,4	1,7	.
Costo del lavoro per un. di prodotto	1,3	2,7	2,1	2,1	1,8	1,3	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro	1,3	0,1	0,4	0,3	0,6	1,0	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per occupato	2,6	2,8	2,5	2,4	2,4	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata	3,2	3,4	3,5	3,3	3,4	3,5	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile)	31,0	27,8	26,5	27,8	27,2	26,5	28,4	27,1	28,3	29,8	27,2	22,9	21,9
Prezzi delle materie prime (in euro)	16,7	-7,6	-1,7	-5,5	-1,6	4,4	-4,2	2,1	-1,5	-3,7	-7,2	-6,7	-8,7

Fonti: Eurostat, dati nazionali, Thomson Financial Datastream, HWWA (Istituto per l'economia internazionale di Amburgo) ed elaborazioni della BCE.

Nota: per i periodi precedenti al 2001, i dati dello IAPC non includono la Grecia. Gli altri indicatori di prezzi e costi includono la Grecia per i periodi precedenti al 2001. Per ulteriori dettagli sui dati si veda la sezione statistica di questo Bollettino.

1) L'inflazione IAPC in maggio 2003 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

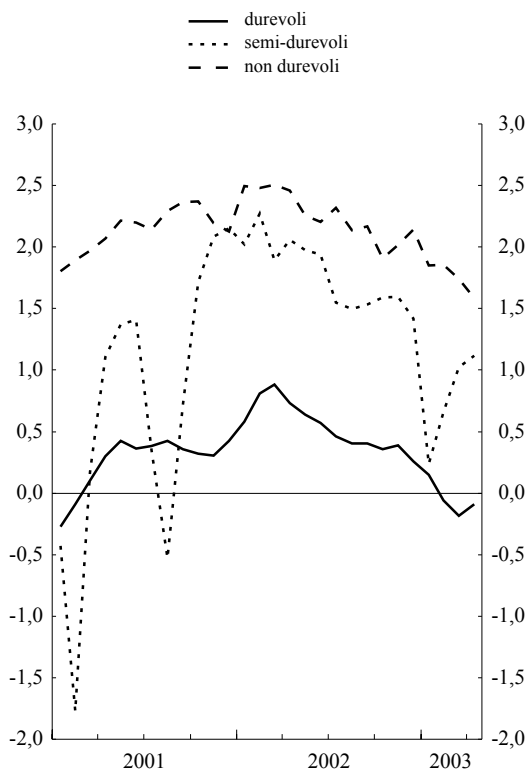
Figura 30**Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)*

Fonte: Eurostat.

Nota: per i periodi precedenti al 2001, i dati dello IAPC non includono la Grecia.

L'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dell'energia, in contrasto con la generale tendenza al ribasso osservata dalla metà del 2002, è riconducibile principalmente all'incremento del tasso di crescita dei prezzi dei servizi, salito al 2,9 per cento in aprile dal 2,6 del mese precedente (il primo rialzo per questa componente dall'agosto del 2002); quest'ultimo è a sua volta in gran parte connesso con l'andamento dei prezzi delle vacanze organizzate e, in misura minore, dei viaggi, a causa dalle ferie pasquali tardive di quest'anno. Pertanto l'aumento di aprile non indica necessariamente la fine della decelerazione dei prezzi dei servizi; in particolare il calo dei prezzi del greggio e l'apprezzamento dell'euro dovrebbero avere un'influenza favorevole su questa componente soprattutto tramite gli effetti sui trasporti.

Per quanto riguarda le altre componenti, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è lievemente salito, al 3,4 per cento in aprile dal 3,3 nel mese precedente, soprattutto a causa di un incremento del tasso di crescita dei prezzi dei tabacchi. Il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici in aprile è rimasto invariato allo 0,8 per cento, essendosi compensate le variazioni per alcune voci di questa componente. In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, questi prezzi mostrano una decelerazione dall'inizio del 2002, che rispecchia l'attenuarsi degli effetti indiretti dei precedenti aumenti dei prezzi all'importazione e la spinta al ribasso provocata dall'apprezzamento dell'euro. Il movimento al ribasso è stato generalizzato, come indicato dalla disaggregazione in beni di consumo durevoli, semi-durevoli e non durevoli (cfr. figura 31), e nel prossimo futuro dovrebbe ulteriormente

Figura 31**Prezzi dei beni industriali non energetici nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)*

Fonte: Eurostat.

Nota: per i periodi precedenti al 2001, i dati dello IAPC non includono la Grecia.

risentire dell'apprezzamento dell'euro. Va infine ricordato che il forte calo del tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici osservato tra il dicembre del 2002 e il gennaio del 2003 è strettamente legato alla modesta domanda interna che provocò decise riduzioni dei prezzi nel periodo dei saldi invernali, in particolare nel settore dell'abbigliamento.

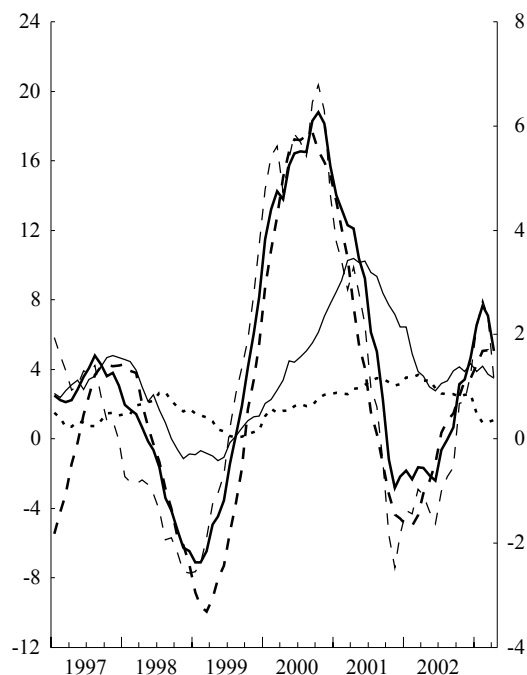
Il tasso di crescita dei prezzi alla produzione è sceso ancora in aprile

Il tasso di variazione su dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro è sceso all'1,7 per cento in aprile, dal 2,4 del mese precedente (cfr. figura 32). Questa evoluzione è riconducibile in particolare alla decelerazione dei prezzi

Figura 32 Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

- beni energetici (scala di sinistra)
- industria escl. costruzioni (scala di destra)
- - - beni intermedi (scala di destra)
- · · · beni di investimento (scala di destra)
- beni di consumo (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

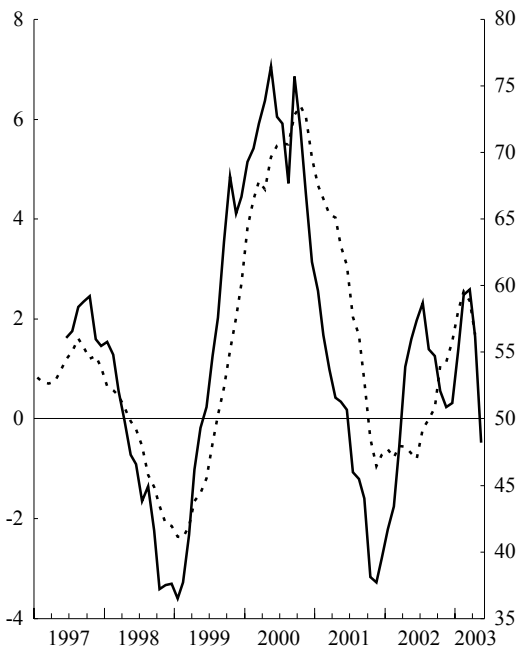
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

Figura 33

Indice complessivo dei prezzi alla produzione e prezzi degli input per l'industria manifatturiera nell'area dell'euro

(dati mensili)

- · · · IPP¹⁾ (scala di sinistra)
- EPI²⁾ (scala di destra)



Fonti: Eurostat e Reuters.

- 1) Indice dei prezzi alla produzione, escluse le costruzioni; variazioni percentuali sui 12 mesi.
- 2) Eurozone Price Index: prezzi degli input per l'industria manifatturiera, rilevati dall'inchiesta tra i responsabili degli acquisti. Un valore dell'indice superiore a 50 segnala un aumento dei prezzi degli input, mentre un valore inferiore a 50 indica una diminuzione. Per i periodi precedenti al 2001, i dati dell'EPI non includono la Grecia.

dell'energia (3,4 per cento in aprile rispetto al 7,0 di marzo), a seguito del ribasso dei prezzi del greggio osservato a partire dalla metà di marzo. Il tasso di variazione dei prezzi alla produzione al netto della componente energetica è sceso solo marginalmente (di 0,1 punti percentuali) all'1,1 per cento, riflettendo una modesta decelerazione dei prezzi dei beni intermedi.

In prospettiva, gli indicatori desunti dalle inchieste prefigurano un ulteriore calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione. L'Eurozone Price Index (EPI) basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti è sceso a 48,2 in maggio da 56,2 del mese precedente, facendo segnare il primo calo dal marzo del 2002 (cfr. figura 33).

I principali fattori alla base di questo andamento paiono essere il calo dei prezzi delle materie prime per l'industria manifatturiera, a causa della domanda fiacca, e il decremento dei prezzi del greggio e dei beni d'importazione, dovuto all'apprezzamento dell'euro.

Lieve calo della crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nel quarto trimestre del 2002

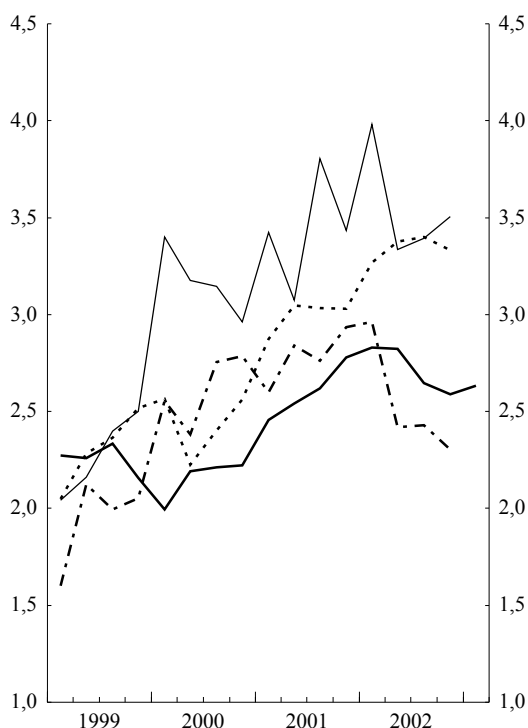
La maggior parte degli indicatori della crescita del costo del lavoro ha mostrato segni di stabilizzazione nel corso del 2002 (per una descrizione più dettagliata degli indicatori della crescita del costo del lavoro dell'area dell'euro cfr. il riquadro 4 sulla loro evoluzione nel periodo 1999-2002). Secondo la terza diffusione dei dati di contabilità nazionale per il quarto trimestre del 2002 il tasso

Figura 34

Indicatori del costo del lavoro per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- - - redditi per occupato
- retribuzioni contrattuali
- ... retribuzioni lorde mensili
- costo orario del lavoro



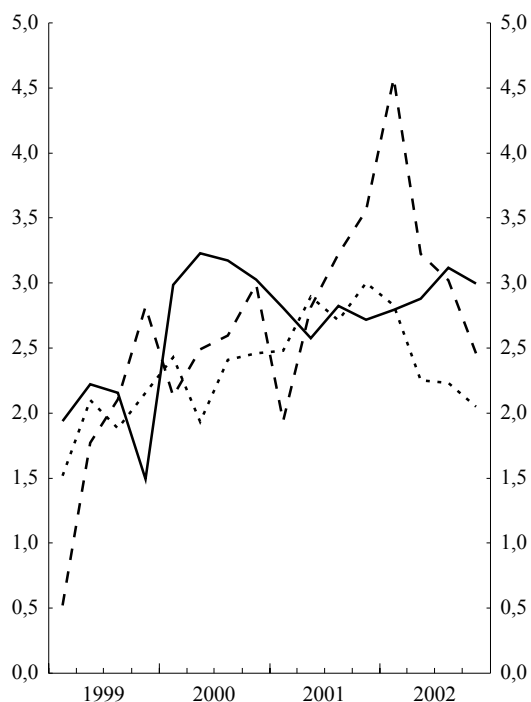
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 35

Redditi per occupato nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

- industria escluse costruzioni
- - - costruzioni
- ... servizi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato avrebbe segnato un lieve calo, al 2,3 per cento dal 2,4 del trimestre precedente (cfr. figura 34). I dati settoriali recentemente pubblicati indicano che il movimento al ribasso nel trimestre è stato generalizzato in tutti i settori (cfr. figura 35). Nell'insieme del 2002 i redditi per occupato nei settori agricolo, industriale (escluse le costruzioni) ed edilizio sono cresciuti rispettivamente del 3,3, 3,0 e 3,3 per cento. Il tasso di crescita nei settori dei servizi è stato significativamente più basso (2,2-2,4 per cento), determinando un tasso di incremento complessivo del 2,5 per cento nell'anno, dal 2,8 del 2001.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del costo orario totale del lavoro nel settore delle imprese non agricole, che aveva registrato un forte calo agli inizi del 2002, ha continuato ad aumentare lievemente nel quarto trimestre, portandosi al 3,5 per cento. Al contrario, ma maggiormente in

Riquadro 4

Confronto tra gli indicatori del costo del lavoro disponibili per l'area dell'euro: differenze concettuali e rispettiva evoluzione nel periodo 1999-2002

Questo riquadro esamina alcune delle principali caratteristiche degli indicatori del costo del lavoro disponibili per l'area dell'euro. Nel contempo si propone di fornire una valutazione approfondita dei loro andamenti, concentrandosi in particolare sul periodo 1999-2002.

Indicatori del costo del lavoro nominale disponibili per l'area dell'euro

Nell'ambito dell'analisi periodica degli indicatori della futura pressione inflazionistica, il Bollettino mensile della BCE riporta gli sviluppi dei quattro indicatori del costo del lavoro nominale disponibili per l'area dell'euro: redditi per occupato, retribuzioni lorde mensili, indice delle retribuzioni contrattuali elaborato dalla BCE e costo orario del lavoro. Questi indicatori forniscono una misura della crescita del costo del lavoro nominale. È importante tener presente che mentre i primi tre indicatori si riferiscono al costo del lavoro per addetto, l'ultimo si riferisce invece al costo del lavoro per ora lavorata. Inoltre, un ulteriore indicatore ampiamente utilizzato è il costo del lavoro per unità di prodotto, che viene calcolato come rapporto tra reddito per occupato e produttività del lavoro (ossia il prodotto per addetto) e fornisce pertanto una misura del costo del lavoro necessario per produrre una unità standard di prodotto. Tuttavia, questo indicatore non viene preso in considerazione in questo riquadro. La tavola A presenta una rassegna delle principali caratteristiche dell'attuale insieme di indicatori del costo del lavoro nominale per l'area dell'euro.

Come indicato nella tavola A, gli indicatori disponibili differiscono per la copertura settoriale e per la definizione del costo del lavoro adottata. È importante tenere presente queste differenze, poiché possono contribuire a spiegare sviluppi divergenti degli indicatori.

La figura seguente sintetizza le principali differenze di natura concettuale tra i quattro indicatori del costo del lavoro. La differenza tra il tasso di crescita dei redditi per occupato e delle retribuzioni lorde mensili può riflettere variazioni dei contributi previdenziali versati dai datori di lavoro, mentre la differenza tra la crescita dei redditi per occupato e quella del costo orario del lavoro può essere riconducibile a variazioni nel numero di ore lavorate.

Per quanto riguarda la copertura settoriale, ad esempio, i redditi per addetto si riferiscono agli sviluppi in tutti i settori dell'economia, mentre il costo orario del lavoro, le retribuzioni lorde mensili e le retribuzioni contrattuali al momento coprono, in linea di massima, solo il settore delle imprese private non agricole (circa il 65 per cento del

Figura: Nessi teorici tra gli indicatori del costo del lavoro

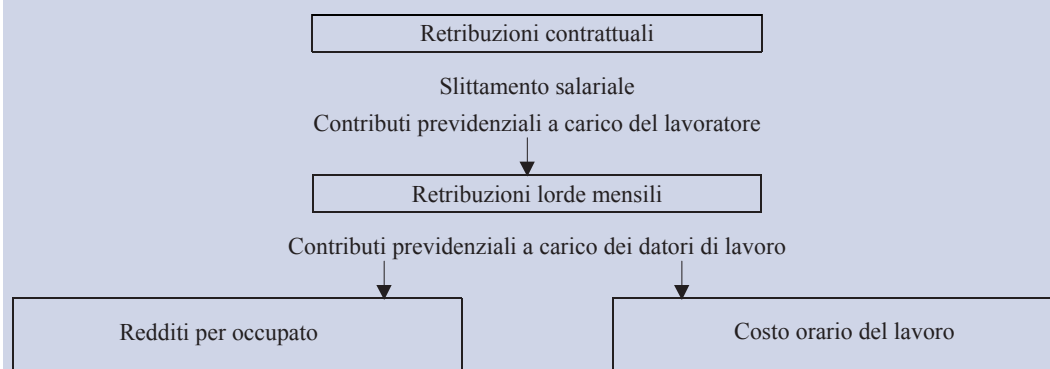


Tavola A: Indicatori del costo del lavoro dell'area dell'euro

	Definizione concettuale e disponibilità	Copertura
<p>Redditi per occupato</p> <p><i>(Calcoli della BCE sulla base dei dati della contabilità nazionale forniti da Eurostat)</i></p>	<p>Rapporto tra redditi totali ¹⁾ e numero complessivo dei lavoratori dipendenti</p> <p>Include i redditi diretti dei lavoratori dipendenti (salari, stipendi e premi d'ogni tipo) e tutti i compensi indiretti (contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro).</p> <p>Al momento è disponibile circa cento giorni dopo il trimestre cui si riferisce. Sono tuttavia previsti dei miglioramenti della tempestività, che dovrebbero portare a una riduzione del ritardo a circa settanta giorni.</p>	<p>Copre tutti i settori dell'economia e tutti i paesi dell'area dell'euro (per i paesi mancanti vengono utilizzate stime trimestrali).</p>
<p>Retribuzioni lorde mensili</p> <p><i>(Eurostat)</i></p>	<p>Rapporto tra retribuzioni totali e numero di lavoratori dipendenti.</p> <p>Includono tutti i versamenti fatti al dipendente (salari, stipendi e premi d'ogni tipo) ma non i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro.</p> <p>Disponibile circa ottanta giorni dopo il trimestre cui si riferisce.</p>	<p>Copre principalmente il settore delle imprese private non agricole (non, quindi, il settore pubblico) e tutti i paesi tranne Grecia e Portogallo. Tuttavia ci sono differenze nella copertura settoriale tra i vari paesi.</p>
<p>Indice delle retribuzioni contrattuali</p> <p><i>(Calcoli della BCE)</i></p>	<p>Si riferisce agli aumenti retributivi dei lavoratori dipendenti concordati collettivamente (ossia escludendo lo slittamento salariale).</p> <p>Soffre di una mancanza di armonizzazione in termini di copertura e di definizione ²⁾ (i premi non sono sempre inclusi), ma è disponibile con frequenza mensile e molto tempestivamente.</p> <p>Disponibile circa settanta giorni dopo il trimestre cui si riferisce.</p>	<p>Elaborato dalla BCE come media (ponderata) degli indici nazionali.</p> <p>Copre principalmente il settore delle imprese private non agricole (sebbene in alcuni paesi copra anche il settore pubblico).</p>
<p>Costo orario del lavoro (Indice del costo del lavoro)</p> <p><i>(Eurostat)</i></p>	<p>Costo totale del lavoro (ossia retribuzioni totali) per tutti i lavoratori dipendenti diviso per le ore effettivamente lavorate dagli stessi (inclusi gli straordinari).</p> <p>Al momento soffre di una mancanza di armonizzazione e di alcuni problemi statistici, ma dovrebbe essere migliorato in modo significativo dalla graduale applicazione del Regolamento (CE) n. 450/2003 del 27 febbraio 2003.</p> <p>Disponibile circa ottanta giorni dopo il trimestre cui si riferisce.</p>	<p>Copre principalmente il settore delle imprese private non agricole e tutti i paesi tranne la Grecia (sebbene ci siano differenze nella copertura settoriale tra i vari paesi).</p>

1) *I redditi totali vengono definiti come i compensi complessivi, in contanti o in natura, pagabili da un datore di lavoro a un dipendente in cambio del lavoro svolto da quest'ultimo nel corso del periodo contabile. Essi sono basati sui dati armonizzati della contabilità nazionale che si suppone correggano i risultati delle inchieste trimestrali nazionali sui salari per tenere conto di fattori specifici (economia sommersa, piccole aziende non incluse nel campione dell'inchiesta ecc.) utilizzando varie stime e fonti amministrative. Tuttavia, poiché alcune informazioni sono disponibili solo su base annua, i dati trimestrali vengono spesso corretti con la pubblicazione della contabilità nazionale annua.*

2) *Mentre per alcuni paesi i dati si riferiscono all'insieme di tutti i contratti già firmati e in corso di validità nel periodo di riferimento, per altri essi si riferiscono solo ai nuovi contratti firmati nel periodo considerato. Inoltre la copertura settoriale e il trattamento dei premi differisce da paese a paese. Grecia, Irlanda, Lussemburgo e Finlandia non sono coperti e per la Francia le retribuzioni lorde mensili sono utilizzate come approssimazione. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 5 Il monitoraggio delle dinamiche salariali: un indicatore dei salari negoziati nel numero di settembre 2002 del Bollettino Mensile.*

totale dei lavoratori dipendenti), sebbene la copertura precisa differisca da paese a paese. Ciò significa che i servizi pubblici e affini (come la pubblica amministrazione, l'istruzione e la sanità) oltre che l'agricoltura sono generalmente esclusi dagli ultimi tre indicatori.

Evoluzione degli indicatori del costo del lavoro nel periodo 1999-2002

Sebbene tutti e quattro gli indicatori abbiano avuto un'evoluzione ragionevolmente simile tra il 1999 e il 2002 in termini di crescita media, si registra una sensibile differenza tra l'andamento delle retribuzioni contrattuali e dei redditi per occupato da una parte e quello delle retribuzioni lorde mensili e del costo orario del lavoro dall'altra.

Il reddito per occupato è cresciuto in media del 2,5 per cento all'anno, sostanzialmente in linea con le retribuzioni contrattuali, cresciute del 2,4 per cento (cfr. tavola B). Tuttavia nello stesso periodo il tasso medio d'incremento degli altri due indicatori è risultato superiore, al 2,8 per cento per le retribuzioni lorde mensili e al 3,1 per il costo orario del lavoro. Queste divergenze si sono accentuate nel corso del 2002. Mentre i tassi di crescita delle retribuzioni contrattuali e dei redditi per occupato si sono mantenuti sostanzialmente in linea (risultando in media rispettivamente del 2,7 e del 2,5 per cento), quelli delle retribuzioni lorde mensili e del costo orario del lavoro sono stati più elevati di 0,8 e 1,0 punti percentuali rispetto a quello dei redditi per occupato.

Tavola B: Tassi di crescita medi annuali degli indicatori del costo del lavoro nominale

(in percentuale)

	1999	2000	2001	2002	Media 1999-2002
Retribuzioni contrattuali	2,2	2,2	2,6	2,7	2,4
Retribuzioni lorde mensili	2,3	2,4	3,0	3,3	2,8
Redditi per occupato	1,9	2,6	2,8	2,5	2,5
Costo orario del lavoro	2,3	3,2	3,4	3,5	3,1
<i>Per memoria:</i>					
Inflazione misurata sullo IAPC	1,1	2,1	2,3	2,3	2,0

Analisi delle divergenze tra gli indicatori del costo del lavoro

Queste divergenze in principio potrebbero riflettere le differenze nella copertura settoriale oppure quelle di natura concettuale già esaminate, ossia modifiche dei contributi previdenziali versati dai datori di lavoro, variazione delle ore lavorate ed evoluzione dello slittamento salariale.

Anzitutto, per quanto riguarda la copertura settoriale degli indicatori, il settore agricolo e quelli non di mercato sono esclusi dal calcolo delle retribuzioni lorde mensili. In base ai dati relativi ai redditi per occupato forniti dall'Eurostat può essere calcolata adesso una disaggregazione di questo indicatore per i principali settori di attività¹⁾. Questi dati suggeriscono che l'esclusione di tali settori dal calcolo delle retribuzioni lorde mensili non giustifica, a parità di altre condizioni, i tassi di crescita superiori di questo indicatore rispetto a quelli dei redditi per occupato, poiché la crescita salariale nel settore agricolo e nei settori non di mercato (2,6 per cento in media per entrambi i settori tra il 1999 ed il 2002) è stata sostanzialmente simile a quella registrata nel settore delle imprese private non agricole.

In secondo luogo, come illustrato nel grafico precedente, i redditi per occupato includono i costi indiretti del lavoro, rappresentati principalmente dai contributi previdenziali versati dai datori di lavoro, i quali non sono invece compresi nelle retribuzioni lorde mensili e nelle retribuzioni contrattuali. Ciò potrebbe costituire un importante fattore di divergenza, giacché numerosi paesi dell'area dell'euro hanno disposto sostanziali riduzioni degli oneri previdenziali a carico dei datori di lavoro negli ultimi anni, come parte integrante delle misure volte ad aumentare le prospettive di occupazione dei lavoratori scarsamente qualificati o a basso reddito. In effetti, tenendo conto della dinamica dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro (rilevati in base ai dati della contabilità nazionale) si ottiene un andamento del tasso medio di crescita dei redditi per occupato nel quadriennio in questione maggiormente in linea con quello delle retribuzioni lorde mensili. La differenza residua è dovuta molto probabilmente a discrepanze statistiche ed alla mancanza di armonizzazione tra i dati nazionali usati per elaborare le retribuzioni lorde mensili.

1) Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 6, Evoluzione del reddito per addetto e del costo del lavoro per unità di prodotto nei principali settori dell'area dell'euro, nel numero di marzo 2003 di questo Bollettino.

Inoltre le variazioni nel numero delle ore contrattualmente lavorate dovrebbero contribuire a spiegare la differenza tra il tasso di crescita dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro nel periodo 1999-2002, pari in media al 2,5 e al 3,1 per cento²⁾. La diminuzione delle ore contrattualmente lavorate ha riflesso la riduzione dell'orario di lavoro legale attuata in Francia tra il 1999 e il 2000 e la graduale riduzione dell'orario di lavoro previsto nei contratti collettivi di numerosi paesi dell'area dell'euro. Inoltre, anche il continuo sviluppo del lavoro a tempo parziale, sebbene a un ritmo ridotto rispetto ai primi anni novanta, ha contribuito alla riduzione dell'orario di lavoro abituale nel periodo in esame³⁾. Le variazioni nelle ore contrattualmente lavorate (misurate nell'Indagine sulle forze di lavoro condotta dall'UE) spiegano gran parte della differenza (circa 0,4 degli 0,6 punti percentuali) tra la crescita media del costo orario del lavoro e i redditi per occupato. Le eventuali differenze restanti potrebbero riflettere ulteriori discrepanze statistiche tra i due indicatori nel periodo considerato, che non sono semplici da interpretare.

Infine come indicato nella figura, un'analisi delle divergenze tra gli indicatori può fornire anche una stima del cosiddetto "slittamento salariale", ossia la misura in cui i salari realmente versati (comunemente chiamati salari lordi) differiscono dagli incrementi concordati nelle contrattazioni collettive o individuali. Esso può dipendere da premi, straordinari, promozioni ecc. e, in misura minore, da recuperi residuali dell'inflazione non programmata, nella misura in cui questi ultimi non siano già inclusi nelle clausole contrattuali per la (parziale) indicizzazione dei salari all'inflazione misurata *ex post* e pertanto compresi nei salari contrattuali. Lo slittamento salariale può essere sia positivo che negativo. La sua misurazione nell'area dell'euro comporta la risoluzione di una serie di problemi statistici per assicurare la comparabilità in termini concettuali tra le retribuzioni contrattuali e quelle effettive, ragione per cui questi risultati devono essere interpretati con prudenza. L'indicatore delle retribuzioni contrattuali per l'area dell'euro (prescindendo dai motivi di cautela connessi con l'aggregazione di dati nazionali non armonizzati ma sostanzialmente simili) è considerato un'utile rappresentazione statistica del risultato degli accordi salariali; l'indicatore dei redditi per occupato, data la sua maggiore affidabilità, è ritenuto una misura fondamentale della crescita effettiva dei salari. Come evidenziato nella figura precedente, parte della differenza tra l'andamento dei redditi per occupato e quello delle retribuzioni contrattuali è dovuta a variazioni degli oneri previdenziali a carico dei lavoratori e dei datori di lavoro. Correggendo per queste variazioni sulla base delle informazioni disponibili desunte dalla contabilità nazionale, si stima che lo slittamento salariale abbia aggiunto in media circa 0,4 punti percentuali alla crescita delle retribuzioni nel periodo 1999-2000. Inoltre nello stesso periodo questo fattore ha mostrato un'evoluzione fortemente ciclica, con un picco nel 2001 e una successiva graduale discesa verso un valore negativo nel 2002.

Questo riquadro ha mostrato che prendere in considerazione le differenze di natura concettuale tra gli indicatori disponibili sul costo del lavoro per l'area dell'euro facilita la comprensione dei rispettivi andamenti nel periodo in esame. Tuttavia, le rimanenti discrepanze statistiche e i limiti di alcuni indicatori, specialmente in termini di armonizzazione, invitano ad essere cauti nell'interpretazione delle divergenze negli andamenti di breve periodo di ciascun indicatore. A tale proposito, un miglioramento della disponibilità dei dati relativi ai redditi per occupato, come pure quelli previsti per l'elaborazione dell'Indice del costo orario del lavoro, permetteranno un controllo più attento degli sviluppi del costo del lavoro nell'area dell'euro.

2) Anche la presenza di "effetti di calendario" potrebbe avere implicazioni significative sulla media annua del costo orario del lavoro in un particolare anno; è tuttavia improbabile che incida sulla differenza media tra i due indicatori per tutto il periodo 1999-2002. Inoltre questi due indicatori differiscono anche nella copertura settoriale, sebbene si sia già argomentato che questo fattore non dovrebbe aver svolto un ruolo determinante.

3) Il fatto che il lavoro a tempo parziale nell'area dell'euro stia crescendo più rapidamente rispetto a quello a tempo pieno implica, in generale, una maggiore crescita salariale per ora piuttosto che per occupato.

linea con le ultime indicazioni relative ai redditi per occupato, il tasso di crescita delle retribuzioni lorde mensili ha mostrato un lieve calo nel quarto trimestre del 2002. Nello stesso periodo e nel primo trimestre del 2003 è rimasta sostanzialmente invariata la crescita dei salari contrattuali, dopo il calo del terzo trimestre.

La crescita della produttività del lavoro ha mostrato una ripresa nel 2002, trainata principalmente dal settore dell'industria (escluse le costruzioni) maggiormente esposto agli andamenti congiunturali (cfr. sezione 3). Ne è risultato un calo del tasso di incremento sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto per l'intera

economia, all'1,3 per cento nel quarto trimestre dall'1,8 nel terzo. Per l'insieme del 2002 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è scesa al 2,1 per cento, dal 2,7 dell'anno precedente. Questo calo è stato generalizzato, interessando tutti i settori ad eccezione di quello dei servizi finanziari e per le imprese, per il quale la crescita è stata lievemente maggiore nel 2002 che nel 2001.

In prospettiva l'inflazione nell'area dell'euro dovrebbe calare ancora

Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe oscillare intorno al valore stimato per maggio (1,9 per

cento). Nel 2004 se ne prevede un notevole calo, favorito dall'evoluzione positiva dei prezzi all'importazione, a sua volta connessa con l'andamento dei prezzi del greggio e con l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, nonché dal calo della pressione sui prezzi interni nel quadro di una modesta ripresa economica. Questa prospettiva presuppone altresì che nel 2004 prevalga la moderazione salariale. Tali fattori, associati a incrementi della produttività, determinerebbero una moderazione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Ulteriori dettagli sono disponibili nella sezione 5 di questo Bollettino, relativa alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema.

3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

La crescita del PIL è stata nulla nel primo trimestre

In base alla stima preliminare dell'Eurostat, pubblicata il 5 giugno, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata pari a zero nel primo trimestre del 2003 rispetto al quarto trimestre del 2002 (cfr. tavola 8). Tale dato conferma i risultati della stima rapida pubblicata a metà maggio (cfr. riquadro 5 per maggiori informazioni). Per quanto riguarda i dati passati, la stima preliminare conferma anche il tasso di crescita sul periodo precedente dello 0,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2002 e indica pertanto un'ulteriore lieve decelerazione dell'attività complessiva tra il quarto trimestre dello scorso anno e il primo di quest'anno.

Quanto alle componenti del PIL, nel primo trimestre la crescita dei consumi privati è stimata lievemente al di sotto di quella del quarto trimestre del 2002 e gli investimenti fissi hanno nuovamente registrato un forte calo dopo il leggero aumento del trimestre precedente. Inoltre, mentre le importazioni sono cresciute a un ritmo lievemente inferiore a quello del trimestre precedente, il fatto che le esportazioni siano calate più rapidamente ha implicato una riduzione del contributo delle esportazioni nette. Tuttavia, questi effetti negativi sulla crescita del PIL nel primo trimestre sono stati quasi completamente controbilanciati dalla forte crescita del contributo delle variazioni delle scorte.

Tavola 8

Crescita del PIL in termini reali e delle sue componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾					Variazioni trimestrali ²⁾							
	2000	2001	2002	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2002 1° trim.	2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.
PIL a prezzi costanti	3,5	1,5	0,8	0,4	0,8	1,0	1,2	0,8	0,4	0,4	0,3	0,1	0,0
<i>di cui:</i>													
Domanda interna	2,9	1,0	0,2	-0,1	-0,3	0,4	0,9	1,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5
Consumi delle famiglie	2,5	1,8	0,5	0,5	0,2	0,6	0,9	1,5	-0,2	0,3	0,5	0,4	0,3
Consumi collettivi	2,1	2,2	2,7	2,6	3,0	2,9	2,4	1,6	1,0	0,8	0,4	0,2	0,2
Investimenti fissi lordi	4,9	-0,6	-2,6	-2,8	-3,3	-2,6	-1,7	-2,4	-0,7	-1,3	0,2	0,1	-1,4
Variazione delle scorte ³⁾	0,0	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,2	0,7	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,5
Esportazioni nette ³⁾	0,6	0,5	0,6	0,5	1,0	0,6	0,4	-0,5	0,4	0,2	0,1	-0,4	-0,5
Esportazioni ⁴⁾	12,6	3,0	1,2	-2,7	1,0	3,0	3,7	3,3	-0,2	2,1	2,0	-0,2	-0,6
<i>di cui:</i> beni	12,6	3,0	1,5	-2,5	0,7	3,5	4,4	.	0,1	1,7	2,8	-0,2	.
Importazioni ⁴⁾	11,3	1,7	-0,4	-4,3	-1,8	1,7	3,0	5,1	-1,4	1,6	2,0	0,8	0,6
<i>di cui:</i> beni	11,4	1,0	-0,4	-4,5	-2,5	1,8	3,7	.	-1,3	1,4	2,4	1,3	.
Valore aggiunto lordo, a prezzi costanti:													
Agricoltura e pesca	-0,6	-1,3	-0,7	-0,2	-0,1	-1,1	-1,4	0,1	-0,6	-0,2	0,1	-0,7	0,8
Industria	3,7	0,8	0,5	-1,0	0,7	0,9	1,4	0,4	0,9	0,7	0,2	-0,4	-0,1
Servizi	4,0	2,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001). Per ulteriori dettagli sui dati si veda la sezione statistica di questo Bollettino.

1) Variazione percentuale sul periodo corrispondente dell'anno precedente.

2) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

3) Contributo alla crescita del PIL a prezzi costanti, in punti percentuali.

4) Le esportazioni e le importazioni comprendono beni e servizi e includono anche il commercio tra i paesi dell'area dell'euro. Il commercio interno all'area non viene nettato nei dati relativi alle esportazioni e importazioni utilizzati nella contabilità nazionale. Di conseguenza tali dati non sono del tutto confrontabili con quelli di bilancia dei pagamenti.

Riquadro 5

Nuove stime rapide del PIL trimestrale in termini reali dell'area dell'euro

Il 15 maggio 2003 l'Eurostat ha pubblicato per la prima volta una stima rapida del PIL dell'area dell'euro e della UE, riferita agli andamenti del primo trimestre 2003. Le stime rapide del PIL forniscono informazioni sulla crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali nel suo insieme. Questo riquadro espone le motivazioni e la metodologia delle stime rapide. Come descritto di seguito, le stime rapide del PIL offrono utili informazioni aggiuntive per l'analisi degli andamenti congiunturali dell'attività dell'area dell'euro.

Le stime rapide del PIL migliorano la disponibilità di dati sui conti nazionali dell'area per l'analisi congiunturale. La loro pubblicazione era stata prevista nel settembre del 2000 dal Piano d'azione sui requisiti statistici della UEM (Piano d'azione UEM), stabilito dalla Commissione europea (Eurostat) in stretta cooperazione con la BCE. Con un ritardo di pubblicazione di 45-48 giorni dalla fine del trimestre di riferimento, la pubblicazione delle stime rapide del PIL per l'area dell'euro segue un calendario simile a quello delle pubblicazioni per diversi paesi dell'area ed è un passo importante verso il principio "precedenza all'Europa"¹⁾. Essa avvicina inoltre la tempestività delle statistiche per l'area dell'euro alla situazione prevalente nel Regno Unito e negli Stati Uniti, dove le stime preliminari dei conti nazionali sono pubblicate dopo 30 giorni.

Per quanto riguarda la metodologia sottostante, l'Eurostat segue per la compilazione delle stime rapide del PIL la stessa prassi utilizzata per i consueti conti nazionali dell'area. Esso utilizza dati trasmessi dagli Stati membri che comprendono due principali elementi. In primo luogo, il PIL su base annua dell'area, calcolato quale somma dei PIL nazionali dei dodici paesi dell'area. In secondo luogo, informazioni sul profilo trimestrale della serie, derivate dai dati trimestrali disponibili per una parte degli Stati membri. Più specificamente, viene svolta una regressione tra il PIL su base annua dell'area e gli indicatori trimestrali. La relazione stimata è utilizzata per inferire una serie trimestrale per il PIL dell'area dell'euro. Nel caso della stima rapida del PIL dell'area, l'insieme degli indicatori trimestrali comprende i risultati preliminari sul PIL forniti dagli istituti statistici nazionali di Germania, Grecia, Italia e Paesi Bassi (che rappresentano circa il 55 per cento del PIL dell'area), nonché indicatori collegati, principalmente indici della produzione industriale, per Francia e Spagna.

L'affidabilità delle nuove stime rapide per l'area dell'euro dipende da due fattori: primo, quanto affidabili sono le stime rapide nazionali; secondo, quanto da vicino il profilo trimestrale indicato dalle stime rapide nazionali e dagli indicatori francesi e spagnoli corrisponde a quello del PIL dell'area. Per quanto riguarda il primo punto, facendo affidamento su un insieme d'informazioni più ristretto è possibile ottenere una maggiore tempestività delle stime rapide dei PIL nazionali rispetto ai dati sui conti nazionali. I riscontri storici di tali stime sono ad oggi soddisfacenti. Tuttavia, la pubblicazione di stime rapide nazionali è in genere un fenomeno relativamente recente ed è ancora troppo presto per poter valutare con certezza il grado di affidabilità di tali dati. Passando ora al secondo punto, la copertura delle stime rapide per l'area dell'euro migliorerà quando più paesi cominceranno a pubblicare, come previsto, i risultati dei PIL nazionali in tempo per la stima dell'area. L'Eurostat ha realizzato una serie di simulazioni al fine di fornire un'indicazione dell'affidabilità delle stime rapide per l'area. Nel periodo compreso tra il quarto trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2002 la differenza in termini di tassi di crescita sul trimestre precedente fra la stima rapida del PIL dell'area calcolata secondo la metodologia rapida e i dati di contabilità nazionale pubblicati non avrebbe superato gli 0,1 punti percentuali. Per quanto riguarda i risultati più recenti, i dati dei conti nazionali per il primo trimestre del 2003 hanno confermato il tasso di crescita del PIL indicato dalla stima rapida di tre settimane prima.

1) Cfr. l'articolo intitolato *Sviluppi nell'ambito delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro nel numero di aprile 2003 del Bollettino mensile*.

Le stime rapide del PIL, benché siano un opportuno complemento alle statistiche sull'economia dell'area dell'euro, non sono state ideate per sostituire le pubblicazioni dei conti nazionali dell'area. Innanzi tutto, le informazioni sulla composizione della crescita del PIL continuano a essere disponibili unicamente tramite la pubblicazione dei conti nazionali, circa 65-70 giorni dopo la fine del trimestre. Attualmente non sono disponibili informazioni statistiche provenienti da fonti nazionali o da indicatori dell'insieme dell'area che consentano stime delle componenti del PIL a una data anteriore con sufficiente affidabilità. Inoltre, diversamente dalle pubblicazioni dei conti nazionali, le stime rapide del PIL non forniscono informazioni su revisioni per i trimestri precedenti.

Il contributo alla crescita insolitamente elevato delle variazioni delle scorte, pari a 0,5 punti percentuali nel primo trimestre, coincide con il passaggio all'accumulo di scorte a fronte del loro continuo decumulo nell'ultimo anno e mezzo. Tuttavia, le recenti dinamiche di ricostituzione delle scorte dovrebbero essere interpretate con cautela, in quanto l'esperienza mostra che i dati sulle variazioni delle scorte sono soggetti a considerevoli revisioni nelle successive pubblicazioni dei dati di contabilità nazionale. E' probabile che le variazioni delle scorte continuino a fornire un contributo positivo alla crescita nel periodo a venire, in presenza di un'ulteriore dissipazione dell'incertezza sulle prospettive per la crescita della domanda interna ed estera (cfr. il riquadro 6 per un'analisi del

ruolo che le variazioni delle scorte possono avere nel ciclo economico).

Il perdurare di una situazione di debolezza del PIL nel primo trimestre è in parte in contrasto con le informazioni fornite precedentemente dagli indicatori economici a frequenza mensile. Più in particolare, nel primo trimestre la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, contro un calo dello 0,2 nel quarto trimestre del 2002 (cfr. tavola 9). Tuttavia, questo recupero rispecchia principalmente il forte aumento di gennaio, che è stato probabilmente distorto al rialzo dal fatto che le tecniche di correzione usate ordinariamente per tenere conto del numero dei giorni

Tavola 9

Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2002	2002	2002	2003	2003
			gen.	feb.	mar.	gen.	feb.	mar.	ott.	nov.	dic.	gen.	feb.
							variaz. sul mese prec.			medie mobili di 3 mesi			
Totale industria													
escluse le costruzioni	0,5	-0,6	1,2	2,1	0,2	1,2	0,4	-1,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,2
<i>principali categorie di prodotti industriali:</i>													
Totale industria escluse													
costruzioni e beni energetici	0,3	-0,8	1,1	1,1	0,1	1,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,0
Beni intermedi	-0,6	0,3	2,6	1,4	1,5	1,9	-0,1	0,4	0,4	-0,4	0,0	-0,3	0,9
Beni di investimento	1,6	-2,1	0,9	2,6	-0,4	0,3	0,6	-1,6	-0,1	0,2	0,2	-0,4	-0,6
Beni di consumo	0,3	-0,8	-1,2	-0,8	-1,6	0,2	0,1	-0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,8	-0,6
durevoli	-1,7	-5,6	-4,6	-5,1	-7,0	1,7	-1,3	-1,5	-0,8	-1,9	-1,5	-2,8	-1,9
non durevoli	0,7	0,2	-0,5	0,1	-0,3	0,0	0,3	-0,2	0,5	0,5	0,2	-0,4	-0,3
Beni energetici	1,0	0,8	1,1	8,1	2,7	2,2	3,6	-3,5	-0,8	-0,7	-0,8	1,7	2,8
Industria manifatturiera	0,4	-0,8	1,0	1,1	0,6	0,6	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,1	-0,5	0,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001). Per ulteriori dettagli sui dati si veda la sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.

Riquadro 6

Il contributo delle variazioni delle scorte alle fluttuazioni del ciclo economico

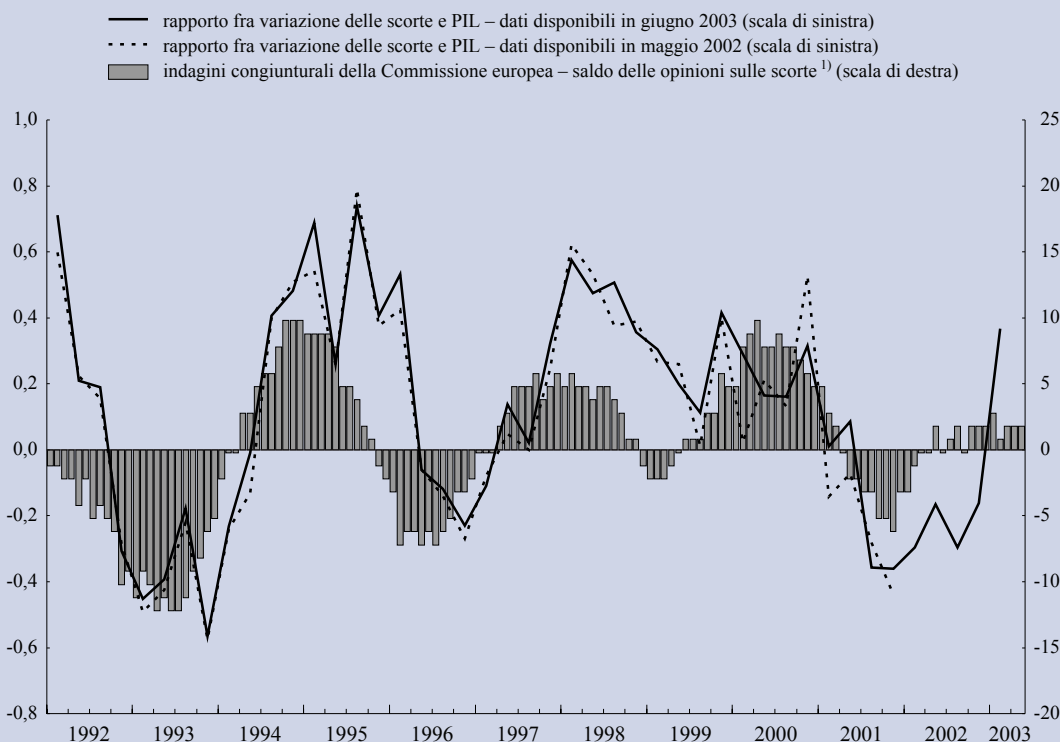
Le variazioni delle scorte spesso contribuiscono ad amplificare i cicli economici. Per esempio, un marcato aggiustamento al ribasso delle scorte, che ha causato una riduzione di circa 0,4 punti percentuali nella crescita del PIL in termini reali, è stato un'importante caratteristica del rallentamento della crescita economica nel 2001. Nel 2002 il contributo negativo delle variazioni delle scorte alla crescita del PIL è stato inferiore, ma il decumulo delle scorte è proseguito nel corso dell'anno. L'entità del decumulo nell'attuale ciclo economico è relativamente consistente e comparabile con quella osservata durante il rallentamento del 1993. Terminato quel rallentamento, tuttavia, le variazioni delle scorte fornirono un significativo contributo alla ripresa della crescita economica nel 1994 e 1995. Questo riquadro discute dapprima l'affidabilità dei dati riguardanti le variazioni delle scorte e, successivamente, esamina più in dettaglio alcuni aspetti del ciclo delle scorte nell'area dell'euro.

Quanto sono affidabili i dati di contabilità nazionale riguardanti le variazioni delle scorte?

Concettualmente, i dati di contabilità nazionale sulle variazioni delle scorte sono misurati dal valore delle entrate meno il valore degli utilizzi e le perdite periodiche di valore dei beni detenuti in magazzino. Tuttavia, le fonti statistiche sono spesso incomplete o disponibili solo con considerevole ritardo. Inoltre, quando le variazioni delle scorte sono misurate come differenza tra valore aggiunto lordo e componenti della spesa, le stime che ne risultano possono anche includere discrepanze statistiche dovute alla compilazione separata dei dati di prodotto e di spesa del PIL. Infine, le stime per l'area dell'euro delle variazioni delle scorte includono

Rapporto fra variazione delle scorte e PIL e indagini congiunturali della Commissione europea sulle scorte dei prodotti finiti nell'industria manifatturiera

(in percentuale)



Fonti: Eurostat, Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

1) Con inversione del segno – in deviazione della media.

anche stime relative alle acquisizioni di merci al netto delle cessioni, poiché spesso non sono disponibili dati specifici per queste ultime.

Riflettendo le stime aggiornate di tutte le altre componenti del PIL, le variazioni delle scorte sono spesso oggetto di significative revisioni tra una pubblicazione e l'altra di dati trimestrali nazionali. I dati trimestrali di contabilità nazionale sono altresì aggiornati dopo la pubblicazione dei più completi dati annuali di contabilità nazionale, in cui la copertura statistica delle scorte è generalmente migliore. Negli ultimi cinque anni, gli aggiornamenti del contributo delle variazioni delle scorte alla crescita trimestrale del PIL sono stati di circa 0,1 punti percentuali tra la prima e la seconda pubblicazione dei dati di contabilità nazionale, crescendo fino a 0,2 punti percentuali dopo la quarta pubblicazione.

Nonostante le notevoli revisioni al profilo trimestrale dei dati, l'andamento generale del ciclo delle scorte tende a restare sostanzialmente invariato. In particolare il tasso di variazione delle scorte rispetto al PIL, che misura il grado di ricostituzione o di decumulo delle scorte nell'economia, sembra mostrare un chiaro andamento ciclico, non grandemente influenzato dalle revisioni successive. Per esempio, secondo i dati di contabilità nazionale di giugno 2003, rispetto a quelli di maggio 2002, il tasso di variazione delle scorte rispetto al PIL mostra un andamento sostanzialmente invariato nel periodo 2000-2001 (cfr. figura). Il contenuto informativo dei dati di contabilità nazionale è altresì evidente dalla correlazione, pari a circa il 65 per cento, tra il tasso di variazione delle scorte rispetto al PIL e il saldo delle opinioni sulle scorte del settore manifatturiero (cfr. figura). La correlazione è negativa e i risultati delle indagini sembrano anticipare l'andamento delle variazioni delle scorte di circa un trimestre, riflettendo il fatto che, quando una frazione crescente di imprese considera troppo elevate le scorte, il loro accumulo viene successivamente ridotto.

Il contributo delle scorte alle fluttuazioni cicliche

Per quanto riguarda l'impatto delle variazioni delle scorte sull'attività economica, è utile distinguere i contributi alla crescita del PIL nel medio e lungo termine da quelli relativi alle fluttuazioni di breve del prodotto.

Nel medio e lungo termine, il contributo delle scorte alla crescita del PIL dovrebbe, in media, essere prossimo allo zero, anche se il contributo medio potrebbe discostarsi dallo zero per periodi prolungati, riflettendo probabilmente cambiamenti tecnologici e l'evoluzione della distribuzione settoriale dell'attività. In particolare, l'introduzione di tecniche di produzione *just-in-time* e la crescente importanza dell'attività nel settore dei servizi sono due elementi in grado di implicare una tendenza negativa del contributo delle variazioni delle scorte. In effetti, il contributo medio alla crescita del PIL sul trimestre precedente e su quello corrispondente è stato pari a zero o lievemente negativo dal 1993 al 2002. Per quanto concerne il contributo delle variazioni delle scorte alle fluttuazioni del prodotto nel breve termine, esse sembrano costituire un fattore importante nel determinare la volatilità di breve del prodotto e, nonostante gli scarsi contributi medi alla crescita, il contributo delle variazioni delle scorte alla deviazione standard della crescita del prodotto è significativo. Per esempio, nell'ultimo decennio le variazioni delle scorte sono state responsabili del 15 per cento circa della deviazione standard della crescita del prodotto sul trimestre precedente, nonostante esse abbiano contato in media soltanto per circa lo 0,5 per cento della crescita del PIL. Benché il loro contributo alla volatilità della crescita sul trimestre precedente sia rimasto pressoché immutato nel corso degli anni novanta, il contributo medio alla volatilità della crescita del prodotto sul trimestre corrispondente sembra essersi affievolito nella seconda metà di quegli anni.

Per quanto concerne l'andamento recente, le opinioni sull'adeguatezza delle scorte sono rimaste sostanzialmente invariate negli ultimi mesi, indicando attualmente un contributo relativamente neutro delle variazioni delle scorte all'attività economica. Nondimeno, il clima di fiducia delle imprese è caratterizzato da un elevato grado di incertezza riguardo alle prospettive di crescita nell'area dell'euro e al di fuori di essa. Una volta ridotta l'incertezza e iniziata la ripresa, si determinerebbero le condizioni per contributi positivi più duraturi delle variazioni delle scorte alla crescita.

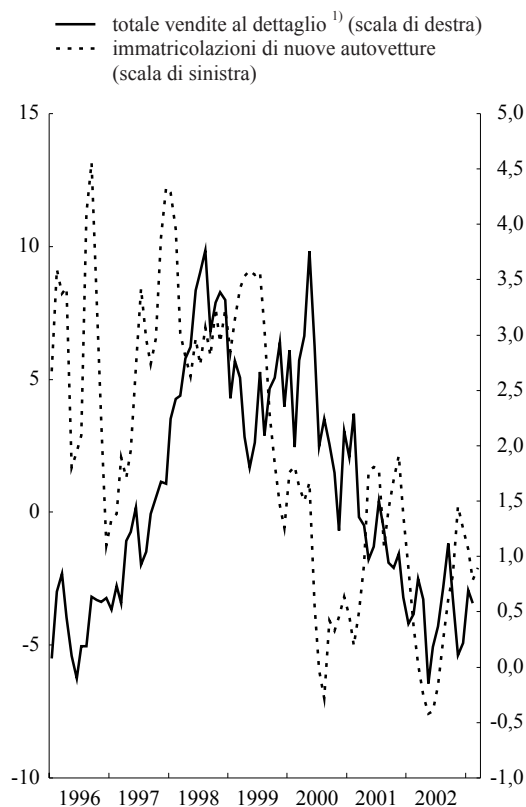
lavorativi non hanno valutato appieno gli effetti di calendario alla fine dello scorso anno. Considerando che la produzione industriale è calata considerevolmente in marzo, un profilo più regolare nel bimestre dicembre-gennaio avrebbe probabilmente causato un calo piuttosto che un'espansione della crescita della produzione sul periodo precedente tra il quarto trimestre del 2002 e il primo del 2003. In marzo la flessione rispetto al mese precedente della produzione industriale al netto delle costruzioni ha interessato tutte le principali categorie industriali ed è stata particolarmente pronunciata nelle industrie che producono beni d'investimento ed energia.

Come per la produzione industriale, la crescita sul periodo precedente dei volumi di vendite al

Figura 36

Immatricolazioni di nuove autovetture e vendite al dettaglio nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate di tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: Eurostat e ACEA/A.A.A. (Associazione europea dei costruttori di automobili, Bruxelles).

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

1) I tassi di variazione sono calcolati utilizzando dati destagionalizzati.

dettaglio è passata da valori negativi nel quarto trimestre a valori positivi nel primo. Tuttavia, questo andamento ha altresì rispecchiato la crescita insolitamente elevata sul mese precedente registrata in gennaio, e i volumi delle vendite sono nuovamente calati in febbraio e marzo. Gli ultimi dati non indicano pertanto che la spesa delle famiglie si sia rinvigorita a inizio d'anno. Le immatricolazioni di nuove autovetture hanno avuto un andamento opposto a quello dei volumi delle vendite al dettaglio, e la crescita sul periodo precedente è passata da positiva nel quarto trimestre del 2002 a negativa nel primo trimestre di quest'anno. Tale dinamica rispecchia in particolare il fatto che gli effetti degli incentivi fiscali introdotti in Italia alla fine dello scorso anno hanno cominciato a venire meno, motivo cui sembra imputabile anche gran parte dell'ulteriore calo delle immatricolazioni in aprile. Sui dodici mesi la crescita sia dei volumi delle vendite al dettaglio sia delle immatricolazioni di nuove autovetture si è mantenuta relativamente bassa tra la fine del primo trimestre e l'inizio del secondo (cfr. figura 36).

I risultati delle indagini indicano il protrarsi della debolezza dell'attività nel secondo trimestre del 2003

I risultati delle indagini per il settore manifatturiero indicano che l'attività industriale è rimasta debole dopo la fine del primo trimestre. Benché parte dell'incertezza associata alle tensioni geopolitiche dovrebbe essersi dissipata dopo la fine delle operazioni militari in Iraq, ciò non sembra avere avuto un impatto duraturo sulla valutazione delle condizioni economiche nel settore industriale. L'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea, che ha mostrato una sostanziale tendenza al ribasso dalla fine dello scorso anno, è rimasto invariato in aprile, ma è nuovamente diminuito in maggio (cfr. tavola 10). Il calo di maggio è stato determinato da un rinnovato peggioramento delle aspettative di produzione, che erano temporaneamente divenute meno negative in aprile. La valutazione degli ordini totali è rimasta invariata in maggio, ma tale dato cela un ulteriore deterioramento della valutazione degli ordini d'esportazione (quest'ultima è basata sugli ordini d'esportazione sia all'esterno che all'interno dell'area dell'euro). Questi risultati suggeriscono che, dopo il parziale dissiparsi delle incertezze

Tavola 10

Risultati delle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese nell'area dell'euro

(dati destagionalizzati)

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2003	2003	2003	2003	2003
				2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.
Indice del clima economico ¹⁾	2,4	-2,9	-1,7	0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-0,2	-0,2	0,1	-0,6	0,3	-0,1
Indici del clima di fiducia:													
dei consumatori ²⁾	12	6	0	3	1	-3	-8	-5	-7	-8	-10	-8	-9
delle imprese industriali ²⁾	12	-2	-4	-3	-4	-3	-4	-3	-4	-4	-5	-5	-6
nel settore delle costruzioni ²⁾	16	10	1	3	-2	-3	0	-2	-1	0	0	0	-2
nel commercio al dettaglio ²⁾	5	0	-9	-11	-10	-8	-10	-9	-12	-6	-11	-10	-7
nei servizi ²⁾	10	-5	-19	-15	-21	-24	-25	-25	-24	-24	-27	-24	-22
<i>Business climate indicator</i> ³⁾	1,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5	-0,7
Capacità utilizzata (in perc.)	84,4	82,9	81,4	81,4	81,5	81,5	81,1	-	81,3	-	-	80,8	-

Fonti: Commissione europea (inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese e DG Affari economici e finanziari).

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001). Per ulteriori dettagli sui dati si veda la sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo numero del Bollettino.

1) Variazione percentuale sul periodo precedente.

2) Saldi percentuali; i dati riportati sono calcolati come deviazioni dalla media per il periodo dall'aprile 1995 per l'indice del clima di fiducia nei servizi, per il periodo dal luglio 1986 per il commercio al dettaglio e dal gennaio 1985 per gli altri indici.

3) Espresso in punti di deviazione standard.

geopolitiche, le condizioni economiche di fondo hanno continuato a influire sugli andamenti del clima di fiducia presso le imprese.

L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero ha continuato a ridursi in maggio, scendendo a 46,8 e quindi ben al di sotto del valore di riferimento per la crescita zero della produzione manifatturiera. La flessione di maggio è stata la terza consecutiva, e gli ultimi andamenti indicano una decelerazione dell'attività industriale nel secondo trimestre (cfr. figura 37). In maggio sono peggiorate tutte le singole componenti del PMI, ma il calo dei nuovi ordini ha rappresentato quasi la metà della riduzione complessiva dell'indice, rispecchiando apparentemente l'effetto negativo dell'apprezzamento dell'euro sulla domanda di esportazioni.

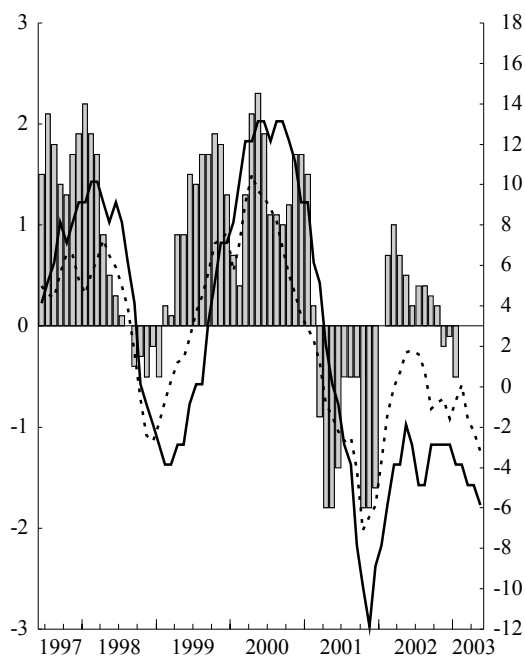
L'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea per il settore delle costruzioni si è lievemente ridotto in maggio, dopo essere rimasto invariato nei due mesi precedenti, ma la relazione tra quest'indicatore e gli effettivi andamenti non è sufficientemente stretta per trarre

conclusioni certe dai risultati per i singoli mesi. Il clima di fiducia è leggermente migliorato nel settore dei servizi, grazie per lo più al fatto che i partecipanti all'inchiesta hanno mostrato una percezione meno negativa delle condizioni di mercato. Inoltre, anche se le aspettative sulla domanda futura sono in parte migliorate, ciò non è bastato a compensare il forte peggioramento dei primi mesi dell'anno.

Di fronte all'incertezza geopolitica, le aspettative delle famiglie relativamente al contesto economico generale erano divenute più pessimistiche all'inizio dell'anno e l'indicatore del clima di fiducia presso i consumatori della Commissione europea aveva continuato a diminuire nel primo trimestre. Tuttavia, la fine dell'azione militare in Iraq e l'associata riduzione dell'incertezza geopolitica non hanno portato a una ripresa duratura della fiducia dei consumatori: questa è migliorata lievemente in aprile, ma è peggiorata nuovamente in maggio. In particolare, le aspettative sulla disoccupazione sono nuovamente divenute molto negative e si è assistito a una parziale inversione del precedente miglioramento delle aspettative relative al quadro

Figura 37**Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti nell'area dell'euro***(dati mensili)*

- produzione industriale ¹⁾ (scala di sinistra)
- clima di fiducia delle imprese industriali ²⁾ (scala di destra)
- ... Indice dei responsabili degli acquisti ³⁾ (scala di destra)



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

- 1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali; scostamenti dalla media nel periodo dal gennaio 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; scostamenti dal valore 50; valori positivi stanno a indicare un'espansione dell'attività economica.

economico generale. Questi andamenti indicano che, benché probabilmente le incertezze geopolitiche si siano attenuate in qualche misura, i fattori interni di fondo, quali il peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, continuano a influenzare la fiducia delle famiglie. In contrasto con il settore delle famiglie, in maggio la fiducia nel comparto del commercio al dettaglio ha continuato a migliorare. Tuttavia, dato che quest'indicatore mostra una volatilità sul mese precedente molto elevata, è troppo presto per giudicare se ciò implichi o meno segnali positivi per il commercio al dettaglio e i consumi privati.

Rimangono deboli le condizioni del mercato del lavoro

In aprile il tasso standardizzato di disoccupazione si è attestato all'8,8 per cento, invariato rispetto al mese precedente. Per quanto riguarda la scomposizione per classi di età, il tasso di disoccupazione dei lavoratori con almeno 25 anni di età ha segnato un lieve rialzo in aprile, mentre quello dei giovani al di sotto dei 25 anni è rimasto invariato. Contemporaneamente alla pubblicazione dei dati di aprile, le cifre per l'insieme dell'area del tasso di disoccupazione nel 2002 e nel primo trimestre del 2003 sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto ai dati precedenti, sebbene il sottostante profilo di variazione mensile sia rimasto uguale. L'invariato tasso di disoccupazione di aprile cela il fatto che il numero effettivo di disoccupati ha continuato a crescere. L'aumento, di 70.000 individui, è stato tuttavia lievemente inferiore a

Tavola 11**Disoccupazione nell'area dell'euro***(in percentuale delle forze di lavoro; dati destagionalizzati)*

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2002	2002	2003	2003	2003	2003
				2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.
Totale	8,5	8,0	8,4	8,3	8,4	8,5	8,7	8,5	8,6	8,7	8,7	8,8	8,8
Sotto i 25 anni ¹⁾	16,6	15,7	16,3	16,2	16,3	16,6	17,0	16,6	16,7	16,9	17,0	17,1	17,1
25 anni e oltre	7,4	7,0	7,4	7,3	7,4	7,5	7,7	7,5	7,5	7,6	7,7	7,7	7,8

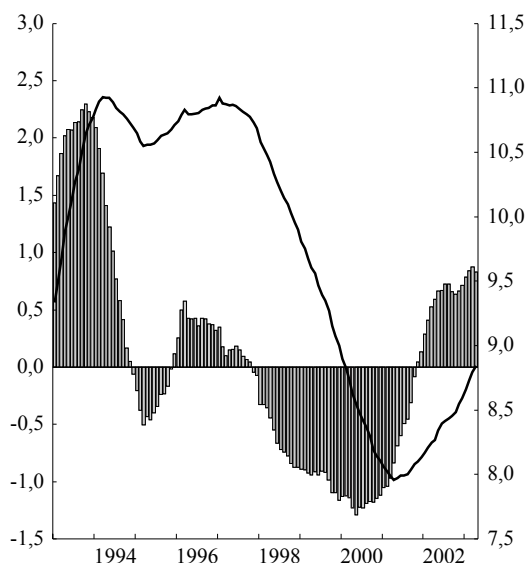
Fonte: Eurostat.

Nota: dati calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO. I dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

1) Nel 2002 questa categoria rappresentava il 22,4 per cento della disoccupazione totale.

Figura 38**Disoccupazione nell'area dell'euro***(dati mensili destagionalizzati)*

■ variazione sui dodici mesi, in milioni (scala di sinistra)
 — in percentuale delle forze di lavoro (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

quello di circa 100.000 registrato in ciascun mese da gennaio a marzo. Sui dodici mesi, la variazione del numero di disoccupati ha continuato ad aumentare, portandosi a 870.000 in aprile (cfr. figura 38).

Come riportato nell'ultima edizione del Bollettino, il livello di occupazione totale nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel corso della seconda metà dello scorso anno (cfr. tavola 12). I dati nazionali disponibili per il primo trimestre del 2003 suggeriscono che la crescita dell'occupazione dell'area è rimasta modesta nel periodo iniziale dell'anno. Ciò sarebbe in linea con la debole attività economica registrata nel quarto trimestre dello scorso anno e nel primo di quest'anno. In particolare, la crescita della produttività sul periodo precedente è stata nulla nel quarto trimestre, dopo tassi di espansione solo leggermente positivi nei trimestri precedenti (cfr. figura 39). Nell'intento di restaurare la produttività, le imprese potrebbero aver ridotto sempre più l'impiego di lavoro, in considerazione del fatto che l'incertezza circa le prospettive per la domanda si manteneva elevata. Nel settore industriale al netto delle costruzioni, che tende ad essere più pesantemente esposto agli andamenti

Tavola 12**Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)*

	2000	2001	2002	2001	2002	2002	2002	2002	2001	2002	2002	2002	2002
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Variazioni trimestrali ¹⁾													
Totale economia	2,1	1,4	0,4	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1
di cui:													
Agricoltura e pesca ²⁾	-1,6	-0,6	-2,0	-1,3	-2,0	-1,9	-1,8	-2,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8
Industria	0,9	0,3	-1,2	-0,5	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Escluse le costruzioni	0,6	0,3	-1,2	-0,5	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Costruzioni	1,8	0,4	-1,1	-0,4	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3	-0,3	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2
Servizi	2,9	1,9	1,2	1,5	1,6	1,3	1,1	1,0	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Commercio e trasporti ³⁾	3,1	1,6	0,7	1,2	1,5	0,9	0,3	0,2	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,2
Finanziari e alle imprese ⁴⁾	5,7	3,8	1,9	2,9	2,2	2,0	1,7	1,6	0,6	0,2	0,6	0,3	0,5
Pubblica amministrazione ⁵⁾	1,6	1,3	1,4	1,1	1,4	1,4	1,5	1,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

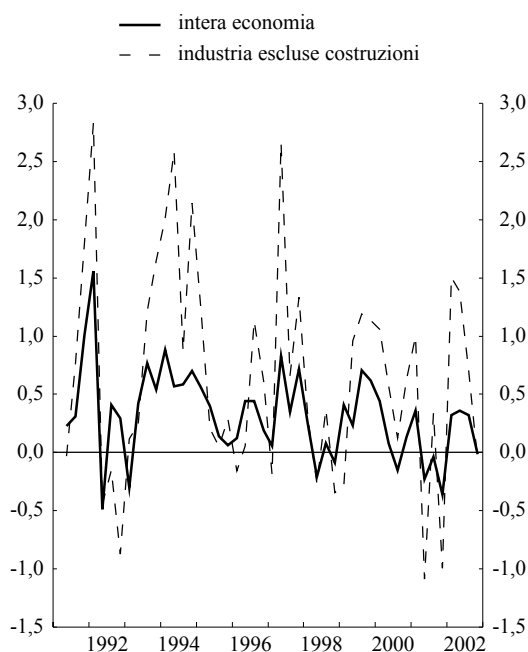
- 1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.
- 2) Comprende anche la caccia e la silvicoltura.
- 3) Comprende anche i servizi di riparazione, di comunicazione, alberghieri e di ristorazione.
- 4) Comprende anche i servizi immobiliari e di locazione.
- 5) Comprende anche l'istruzione, la sanità e altri servizi.

della domanda estera, è probabile che la pressione per far risalire la produttività sia stata maggiore per via dell'apprezzamento dell'euro.

I risultati delle indagini mostrano un lieve miglioramento dell'occupazione tra il quarto trimestre del 2002 e il primo del 2003, ma i dati per aprile e maggio indicano che tale andamento non è continuato nel secondo trimestre. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, l'indice d'occupazione del PMI ha registrato un forte calo in maggio, a 45,1, toccando il livello più basso da fine 2001/inizio 2002. Le indagini congiunturali presso le imprese della Commissione europea indicano aspettative sull'occupazione per aprile e maggio più negative della media per il primo trimestre dell'anno e, quindi, una più forte diminuzione della crescita dell'occupazione nei settori industriali nel secondo trimestre, sia sul trimestre precedente sia su quello corrispondente (cfr. figura 40). Nei comparti delle costruzioni e dei servizi le attese sull'occupazione hanno avuto un profilo analogo, con un leggero aumento per il primo trimestre seguito da un rinnovato peggioramento nel periodo aprile-maggio. Per contro, quelle

Figura 39
Produttività del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)

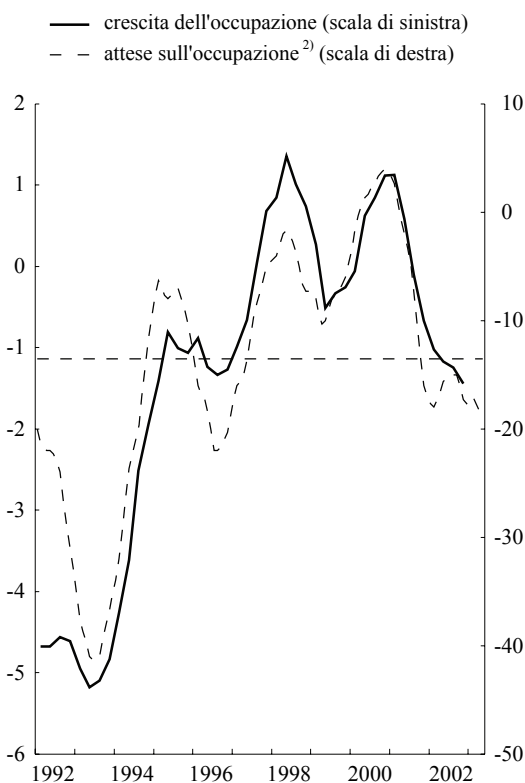


Fonte: Eurostat.

Figura 40

Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione nell'industria nell'area dell'euro¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate di tre mesi di saldi percentuali)



Fonti: Eurostat e indagine congiunturale della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: la linea orizzontale indica la media delle attese sull'occupazione calcolata sul periodo dal 1985.

1) Escluse le costruzioni.

2) Le attese sull'occupazione si riferiscono alla sola industria manifatturiera.

per il settore del commercio al dettaglio sono peggiorate ulteriormente nel primo trimestre per poi migliorare lievemente in aprile e maggio (cfr. figura 41). Tutti gli indicatori delle attese sull'occupazione sono attualmente ben al di sotto delle loro medie di lungo periodo, a indicazione che le prospettive per l'occupazione rimangono deboli.

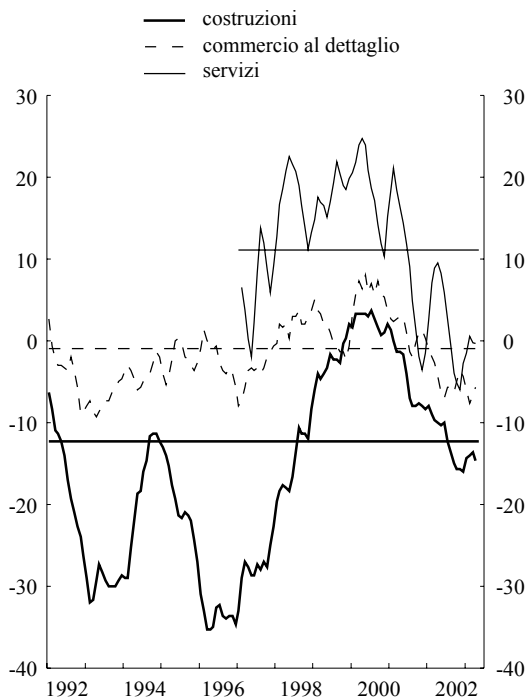
Permangono prospettive di una modesta ripresa, per quanto a partire da bassi livelli di attività

L'economia dell'area dell'euro ha cominciato il 2003 con una protratta debolezza dell'attività nel

Figura 4 I

Attese sull'occupazione nell'area dell'euro

(saldi percentuali; medie mobili centrate di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: le linee orizzontali indicano le medie delle attese sull'occupazione calcolate sul periodo dal gennaio 1985 per le costruzioni, sul periodo da aprile 1985 per il commercio al dettaglio, e sul periodo dal gennaio 1997 per il settore dei servizi.

primo trimestre, e i risultati delle indagini indicano che tale debolezza potrebbe continuare nel secondo trimestre.

Tuttavia, nella seconda metà di quest'anno la crescita economica dovrebbe beneficiare di una serie di fattori, tra cui un atteso recupero della domanda estera, che complessivamente dovrebbe compensare l'effetto negativo dell'apprezzamento dell'euro. Dal lato della domanda interna, i consumi privati dovrebbero espandersi in linea con la crescita del reddito reale disponibile, alimentata da effetti positivi indotti dalle ragioni di scambio. Gli investimenti fissi dovrebbero essere sostenuti dai bassi livelli dei tassi di interesse e da qualche spinta proveniente dalla domanda estera, sebbene potrebbero essere rallentati da perduranti necessità di risanamento dei bilanci del settore societario. Nel complesso, il principale scenario è quello di una ripresa graduale a partire dalla seconda metà del 2003, nonostante alcuni rischi al ribasso derivanti sia da squilibri mondiali sia da necessità di risanamento del settore societario potenzialmente più elevate di quanto attualmente previsto (per ulteriori dettagli si veda la sezione 5, intitolata *Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro*).

4 La finanza pubblica

Sono previsti lievi miglioramenti dei saldi di bilancio nel 2004

Secondo le ultime previsioni della Commissione europea, nel 2003 il rapporto medio tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL nell'area dell'euro peggiorerebbe per il terzo anno consecutivo, salendo al 2,5 per cento dal 2,2 nel 2002, per poi ridiscendere lievemente, al 2,4 per cento, nel 2004 (cfr. tavola 13). Sullo stesso orizzonte di previsione, Germania, Francia, Italia e Portogallo registrerebbero disavanzi pubblici prossimi o superiori al limite del 3 per cento del PIL, mentre gli altri paesi presenterebbero condizioni solide delle finanze pubbliche o comunque squilibri meno significativi. Il rapporto tra avanzo primario e PIL nell'area dell'euro scenderebbe di 0,4 punti percentuali nel 2003, all'1,1 per cento, e resterebbe poi costante nel 2004. Tali previsioni sono in linea con quelle dell'OCSE.

Le previsioni della Commissione indicano un significativo scostamento del rapporto disavanzo/PIL dagli obiettivi ottimistici delineati in media nei programmi di stabilità aggiornati presentati alla fine del 2002 e all'inizio del 2003. Lo scostamento è

pari a 0,7 e 1,3 punti percentuali del PIL, rispettivamente nel 2003 e 2004; pur interessando la maggior parte degli Stati membri, esso appare particolarmente rilevante per quei paesi che hanno significativi squilibri di bilancio. Il peggioramento delle previsioni rispetto agli obiettivi dei programmi di stabilità aggiornati non riflette solo il funzionamento degli stabilizzatori automatici, ma anche la mancanza di misure ben definite e il fatto che in alcuni paesi gli sforzi di risanamento siano stati inferiori ai programmi.

L'andamento dei bilanci è in larga misura determinato dal contesto economico

Le previsioni della Commissione indicano un orientamento di politica fiscale complessivamente neutrale per la media dell'area dell'euro nel 2003 e 2004. Il rapporto fra saldo primario corretto per il ciclo e PIL (al netto quindi degli effetti dovuti agli andamenti macroeconomici e della spesa per interessi) resterebbe complessivamente stabile fino alla fine del 2004. Gli effetti ciclici sfavorevoli nel 2003 e quelli più favorevoli nel 2004 sono i principali fattori all'origine delle variazioni del saldo

Tavola 13

Previsioni sull'evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)

		2002	2003	2004
Saldo di bilancio	Commissione europea ¹⁾	-2,2	-2,5	-2,4
	OCSE ²⁾	-2,3	-2,5	-2,4
	Programmi di stabilità ³⁾	-2,2	-1,8	-1,1
Saldo corretto per il ciclo	Commissione europea ¹⁾	-2,2	-2,0	-2,0
	OCSE ^{2), 4)}	-1,9	-1,6	-1,6
	Programmi di stabilità ³⁾	-1,9	-1,3	-0,8
Saldo primario	Commissione europea ¹⁾	1,5	1,1	1,1
	Programmi di stabilità ³⁾	1,5	1,9	2,5
Debito lordo	Commissione europea ¹⁾	69,2	69,9	69,6
	Programmi di stabilità ³⁾	69,7	68,7	66,8

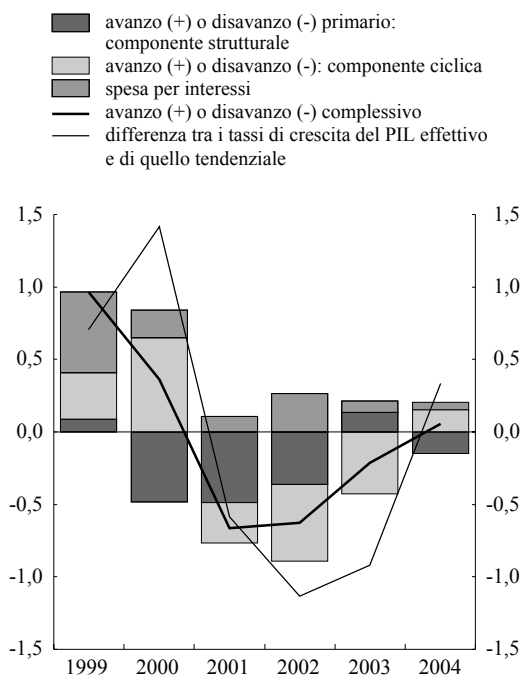
Nota: nel 2002 sono compresi i ricavi dalla vendita delle licenze UMTS nell'area dell'euro. Il loro importo è tuttavia molto modesto e non influenza le cifre riportate in questa tavola.

1) *European Economy*, 2/2003, *Economic forecasts*, primavera 2003.

2) *Economic Outlook*, edizione preliminare, aprile 2003.

3) *Stime della Commissione europea sulla base dei programmi di stabilità aggiornati dei governi*, maggio 2003.

4) Escluso il Lussemburgo.

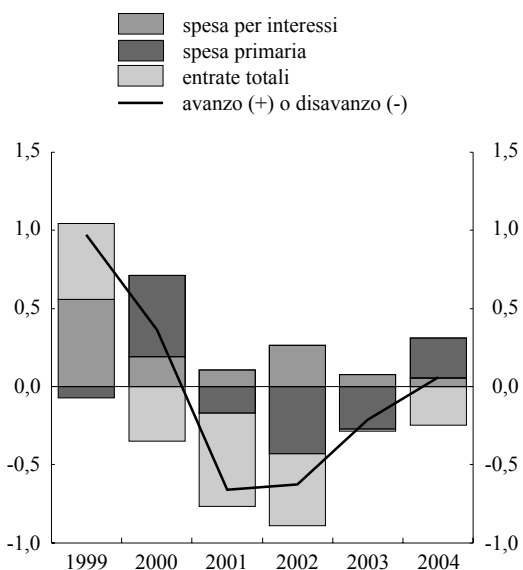
Figura 42**Variazioni annuali del saldo medio di bilancio nell'area dell'euro e contributo dei fattori sottostanti***(in punti percentuali sul PIL)**Fonti: Commissione europea, primavera 2003, ed elaborazioni della BCE.**Nota: valori positivi indicano un contributo alla riduzione del disavanzo, mentre valori negativi indicano un contributo al suo aumento. I dati escludono i proventi della vendita delle licenze UMTS.*

aggregato in questi due anni, come conferma la figura 42, che separa visivamente l'impatto degli sforzi di risanamento da quello dei fattori ciclici e delle variazioni della spesa per interessi.

Anche l'evoluzione dei rapporti entrate/PIL e spesa primaria/PIL nel 2003 è determinata in gran parte da effetti ciclici (cfr. figura 43). Ci si attende che le entrate crescano in misura contenuta, in linea con il PIL nominale, mentre il rapporto fra la spesa totale e il PIL aumenterebbe principalmente in seguito all'aumento dei trasferimenti sociali. Il miglioramento dell'attività economica nel 2004, unito ai piani dei governi per il contenimento della spesa, eserciterebbe un'influenza positiva sui saldi di bilancio, a fronte dell'impatto lievemente sfavorevole che gli sgravi fiscali decisi in alcuni paesi avranno sulle entrate e sui saldi di bilancio in percentuale del PIL a livello dell'area. Nondimeno, quattro paesi prevedono di aumentare le imposte, dopo

avere registrato squilibri importanti o un pronunciato peggioramento dei conti pubblici negli ultimi due anni. Anche le misure di contenimento della spesa corrente variano significativamente a seconda dei paesi e appaiono più ambiziose in alcuni dei paesi con squilibri di bilancio.

Il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro aumenterebbe lievemente nel 2003, per la prima volta dall'avvio dell'Unione monetaria. L'aumento contrasta con il continuo graduale calo previsto per l'intero orizzonte di previsione dagli ultimi programmi di stabilità aggiornati. L'incidenza del debito salirebbe di 0,7 punti percentuali, al 69,9 per cento alla fine del 2003, prima di tornare a diminuire in modo marginale nel 2004. L'andamento sfavorevole è riconducibile sia al peggioramento dei saldi di bilancio che al rallentamento della crescita nominale del PIL. Si prevede che nel 2004 sette paesi mostrino un rapporto debito/PIL superiore alla soglia del 60 per cento fissata dal Trattato di Maastricht, contro i quattro nel 2001,

Figura 43**Variazioni annuali del saldo medio di bilancio nell'area dell'euro: contributo delle entrate totali, della spesa primaria e di quella per interessi***(in percentuale del PIL)**Fonti: Commissione europea, primavera 2003, ed elaborazioni della BCE.**Nota: valori positivi indicano un contributo alla riduzione del disavanzo, mentre valori negativi indicano un contributo al suo aumento. I dati escludono i proventi della vendita delle licenze UMTS.*

per effetto del significativo incremento cumulato del debito in Germania, Francia e Portogallo.

Le principali sfide per le politiche di bilancio

Le previsioni della Commissione europea indicano che due sfide cruciali attendono le politiche di bilancio nell'area dell'euro nel prossimo futuro. In primo luogo, in diversi casi gli impegni a promuovere finanze pubbliche solide non appaiono del tutto soddisfacenti. L'andamento deludente dei conti pubblici è dipeso dall'inadeguatezza degli sforzi di risanamento compiuti nel periodo di crescita vigorosa del PIL, cui si aggiungono l'impatto sfavorevole del recente rallentamento economico sui conti pubblici, l'inattesa diminuzione delle entrate e, in alcuni casi, un ulteriore rilassamento strutturale. I disavanzi eccessivi di Germania, Francia e Portogallo e i significativi squilibri dell'Italia riflettono tale situazione. Ciò ha avuto un considerevole impatto negativo sul disavanzo complessivo dell'area dell'euro negli anni recenti, anche se gli sforzi compiuti dalla maggioranza dei paesi hanno in parte controbilanciato le mancate correzioni di altri. Secondo le previsioni, è probabile che alcuni dei paesi che già presentano squilibri fiscali mostrino nuovamente disavanzi superiori al 3 per cento del PIL tanto quest'anno quanto l'anno prossimo, mentre altri paesi registrerebbero degli squilibri (cfr. il riquadro 7 per ulteriori dettagli sulla procedura per i disavanzi eccessivi). Tali previsioni riflettono in parte l'insufficiente risanamento dei conti pubblici nella maggior parte dei paesi che presentano squilibri di bilancio. Le prospettive di medio termine appaiono ulteriormente oscurate dalla qualità inadeguata delle misure di aggiustamento e dall'insufficienza delle riforme fiscali strutturali, che gravano sulla fiducia e sulla crescita.

In secondo luogo, la persistenza degli squilibri riflette non soltanto la debolezza degli impegni presentati nei piani di medio termine di alcuni paesi, ma anche le sfide relative all'attuazione del quadro di riferimento per la politica di bilancio. Il Patto di stabilità e crescita mira a impedire l'adozione di politiche fiscali non appropriate, promuovendo il raggiungimento di posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo nel medio termine attraverso l'esercizio della sorveglianza multilaterale e il coordinamento delle politiche di bilancio. Tale coordinamento, tuttavia, non si è concretizzato come originariamente previsto; il controllo da parte degli altri Stati membri non ha sempre pesato sufficientemente sui paesi affetti da crescenti squilibri e in alcuni casi la sorveglianza fiscale ha risentito di un adeguamento insoddisfacente ai requisiti per la produzione dei dati.

Le due sfide sono strettamente collegate fra loro e devono essere affrontate entrambe in modo efficace, creando un contesto in cui la sostenibilità delle finanze pubbliche possa contribuire alla stabilità macroeconomica, gli stabilizzatori automatici assorbano l'impatto delle fluttuazioni economiche sulla domanda aggregata e le riforme a favore della crescita riducano i disincentivi al lavoro e agli investimenti e aumentino la flessibilità dal lato dell'offerta. A livello europeo è emerso un consenso secondo cui il conseguimento di tali obiettivi non potrà prescindere da un rinnovato impegno da parte di tutti i paesi a mantenere (o conseguire) finanze pubbliche solide nonché ad assicurare una rigorosa applicazione del Patto di stabilità e crescita. Il riquadro 8 illustra il modo in cui le politiche di bilancio possono contribuire alla stabilità e alla crescita nell'area dell'euro.

Riquadro 7

La procedura per i disavanzi eccessivi

La procedura per i disavanzi eccessivi quale parte del quadro di riferimento europeo per la politica di bilancio

Il quadro di riferimento europeo per la politica di bilancio fissa delle regole che assicurano la disciplina di bilancio e preservano la funzione stabilizzatrice delle finanze pubbliche. Esso consiste nelle disposizioni di bilancio definite dal Trattato di Maastricht, fra cui in particolare la procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) che definisce, tra l'altro, i valori di riferimento per il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL (pari al 3 per cento) e per il rapporto fra debito pubblico e il PIL (pari al 60 per cento). Tale quadro di riferimento comprende

inoltre il Patto di stabilità e crescita, che promuove il coordinamento delle politiche economiche e definisce le condizioni per l'applicazione di una PDE. I principali meccanismi adottati nella PDE al fine di dissuadere i governi dall'incorrere in disavanzi insostenibili sono il reciproco controllo da parte degli altri Stati membri e le sanzioni ¹⁾.

Le due fasi della procedura per i disavanzi eccessivi

Ai sensi del Patto di stabilità e crescita, l'attuazione della PDE si divide in due fasi principali. La prima fase è quella di valutazione, che avvia la procedura: ogni volta che un dato paese supera i valori di riferimento o presenta un rischio di disavanzo eccessivo, la Commissione europea prepara una relazione, e successivamente decide sull'opportunità di inviare un parere al Consiglio. Il Consiglio Ecofin stabilisce se il disavanzo del paese è effettivamente eccessivo. In caso affermativo, il Consiglio raccomanda anche le misure necessarie a mettere fine alla situazione e definisce delle scadenze per la correzione, mai oltre l'anno che segue l'identificazione del disavanzo.

La seconda fase è di verifica (*follow-up*) e prevede la possibilità di imporre sanzioni. Se il Consiglio decide che un dato paese ha dato piena attuazione alle misure raccomandate, la procedura è sospesa in attesa che il Consiglio possa decretare l'effettiva correzione del disavanzo eccessivo. Se invece il paese non adotta le misure necessarie in modo tempestivo, o se le misure dovessero risultare insufficienti, la procedura prosegue con le fasi successive. In caso di inadempienza prolungata, il Consiglio può imporre una sanzione pecuniaria al paese inadempiente. Questa potrà consistere in un deposito infruttifero, fino allo 0,5 per cento del PIL, trasformabile in un'ammenda nel caso in cui il disavanzo persista ulteriormente.

Flessibilità della procedura e sfide poste dalla sua applicazione

L'attuazione della procedura formale è descritta in modo dettagliato nel Patto di stabilità e crescita, ma presenta tuttavia un certo grado di flessibilità. È infatti possibile che, nella fase di valutazione, i disavanzi superiori al 3 per cento del PIL non vengano considerati eccessivi se risultano da un evento inconsueto fuori dal controllo del governo interessato oppure nel caso siano determinati da una grave recessione economica. Nella sua relazione, la Commissione europea dovrà valutare se un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL è eccessivo tenendo conto, fra l'altro, anche della quota degli investimenti pubblici e della posizione di medio termine delle finanze pubbliche. Nella seconda fase della procedura, circostanze speciali potranno far estendere il periodo di tempo concesso allo Stato membro per correggere il proprio disavanzo. Inoltre, le sanzioni pecuniarie vanno applicate di norma piuttosto che in modo incondizionato ²⁾. La flessibilità della procedura è importante in quanto impedisce un approccio eccessivamente rigido e automatico nell'applicazione della PDE. La previsione di eccezioni costituisce una scelta appropriata giacché è impossibile prevedere tutte le contingenze politiche ed economiche con una semplice regola basata unicamente su valori numerici. Tuttavia, anche l'uso della flessibilità costituisce una sfida e impone una certa cautela. Un'applicazione insufficientemente rigorosa delle PDE comporterebbe il rischio che i paesi con disavanzi eccessivi non intraprendano le misure correttive necessarie e che gli altri non siano sufficientemente dissuasi dal registrare squilibri di bilancio.

1) *Il Patto di stabilità e crescita rafforza il processo di sorveglianza al fine di "prevenire tempestivamente il determinarsi di disavanzi pubblici eccessivi e di promuovere [...] il coordinamento delle politiche economiche" (Regolamento del Consiglio n. 1466/97) nonché di "[...] dissuadere l'emergere di disavanzi pubblici eccessivi e di correggere prontamente i disavanzi che si siano tuttavia determinati" (Regolamento del Consiglio n. 1467/97).*

2) *Cfr. il Regolamento del Consiglio n. 1467/97, articolo 2, paragrafo 1 e 2, articolo 3, paragrafo 4, e articoli 11 e 14, oltre all'articolo 104, paragrafo 3 del Trattato di Maastricht.*

Gli sforzi di risanamento necessari in diversi paesi devono iscriversi in una strategia di ampio respiro

Desta forte preoccupazione la situazione dei quattro paesi in cui il disavanzo è prossimo o superiore

al 3 per cento del PIL. Per il 2003 il Consiglio Ecofin ha richiesto alla Germania uno sforzo di risanamento pari all'1 per cento del PIL e alla Francia un miglioramento del disavanzo corretto per il ciclo significativamente superiore a quanto attualmente programmato. A ciò dovranno seguire

ulteriori aggiustamenti nel 2004, in linea con le decisioni contenute nell'accordo dell'Eurogruppo. Per quanto riguarda il Portogallo, il Consiglio lo ha esortato al rispetto degli impegni precedentemente assunti, che dovrebbero consentirgli di impedire il riemergere di un disavanzo eccessivo nel 2003. La Germania e la Francia dovrebbero essere in grado di correggere i loro disavanzi eccessivi al più tardi entro il 2004, con ciò contribuendo a invertire la recente tendenza all'incremento dell'incidenza del debito nell'area. Infine, il Consiglio ha chiesto all'Italia di dare priorità al risanamento e di rispettare l'accordo dell'Eurogruppo, nonché di assicurare una sufficiente diminuzione dell'incidenza del debito.

Il caso della Germania illustra la necessità di trovare un giusto equilibrio fra il risanamento (e i suoi effetti positivi sulla fiducia) e la necessità di evitare politiche indebitamente procicliche in un contesto di squilibri significativi e crescita debole. La Germania ha adottato misure di risanamento di entità conforme alle raccomandazioni e sta lasciando funzionare gli stabilizzatori automatici nel 2003, anche se ciò potrebbe riportare il disavanzo al di sopra del limite del 3 per cento. Tuttavia, il funzionamento degli stabilizzatori automatici non potrà giustificare un ritardo nella correzione del disavanzo eccessivo oltre il 2004.

Il risanamento dei conti pubblici dovrebbe iscriversi in una strategia di ampio respiro mirante a ristabilire la fiducia e a promuovere la crescita e la stabilità. Le esperienze passate rivelano come troppo spesso gli sforzi di risanamento si siano basati principalmente su aumenti *ad hoc* del prelievo fiscale e su misure *una tantum*. Tali scelte comportano non soltanto il rischio di non produrre gli effetti di bilancio desiderati nel breve termine, ma anche quello di non affrontare i costi di bilancio associati all'invecchiamento della popolazione e al basso *trend* di crescita. Per affrontare queste sfide è invece necessario ancorare il risanamento dei conti pubblici a una strategia di medio termine ben concepita e di ampio respiro, basata sul contenimento della spesa e sulle riforme, in modo da facilitare il risanamento nel breve termine, contribuire a finanziare ulteriori sgravi fiscali e rendere la spesa e i sistemi previdenziali più favorevoli all'occupazione e alla crescita. Ciò promuoverà la flessibilità dell'economia e rafforzerà

la crescita, promuovendo nel contempo la fiducia nel conseguimento degli obiettivi di bilancio e nel funzionamento del quadro di riferimento per la politica fiscale.

Secondo le previsioni della Commissione, le correzioni di bilancio sono per lo più non in linea con gli sforzi di risanamento necessari e le strategie attuali rischiano di non produrre gli esiti desiderati. Solo la Germania prevede di mettere in atto le correzioni necessarie facendo scendere il suo disavanzo leggermente al di sotto del valore di riferimento nel 2004. Al contrario, gli sforzi programmati da Francia, Italia e Portogallo non soddisfano i requisiti (la Francia, ai sensi della procedura per i disavanzi eccessivi, ha tempo fino a ottobre per attuare interventi adeguati). Inoltre, si prevede che il Portogallo e l'Italia continuino a ricorrere a misure temporanee che non consentono un risanamento duraturo. Tutti e quattro i paesi non sembrano compiere sufficienti progressi nelle riforme di bilancio strutturali. Il persistere di squilibri significativi fino alla fine del periodo di previsione mette a rischio il rispetto dei tempi previsti per il ritorno a posizioni di bilancio appropriate come definito nei programmi di stabilità e richiesto dal Consiglio Ecofin. Questi paesi dovranno imperativamente intensificare i propri sforzi al fine di procedere con il risanamento e mettere fine ai disavanzi eccessivi. Inoltre, qualsiasi miglioramento della posizione di bilancio risultante da una crescita economica migliore delle attese dovrebbe essere utilizzato per accelerare la riduzione dei disavanzi.

Vi sono preoccupazioni, inoltre, che altri paesi non rispettino il requisito relativo alla posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo in almeno uno degli anni 2003-2004. Anche se ci si attende che l'Austria intraprenda misure di risanamento sufficienti nel 2003, conseguendo una posizione di bilancio appropriata nel 2004, è possibile che gli sgravi fiscali programmati per gli anni futuri – se non accompagnati da sufficienti misure di contenimento della spesa – producano nuovi squilibri. I Paesi Bassi potranno registrare squilibri nel 2004, a meno che non procedano rapidamente all'attuazione di ulteriori misure di risanamento del tipo di recente annunciato dal governo olandese. La Grecia non prevede misure di risanamento sufficienti per quest'anno; considerata l'elevata incidenza del suo debito

pubblico, dovrebbe invece prevedere sforzi di aggiustamento superiori al minimo dello 0,5 per cento del PIL. Se le strategie di risanamento di questi paesi saranno adeguate, sarà possibile consentire il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici, evitando tuttavia disavanzi eccessivi.

Infine, rassicura notare che circa la metà dei paesi dell'area dell'euro dovrebbe registrare posizioni

di bilancio appropriate nel 2003 e 2004. Questi paesi potranno consentire il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici, contribuendo così alla stabilizzazione economica. Un orientamento di politica di bilancio neutrale è il modo migliore per impedire una recrudescenza degli squilibri di bilancio, mentre appare ingiustificato il ricorso alle politiche fiscali per stimolare la domanda.

Riquadro 8

Solide politiche di bilancio per la stabilità e la crescita nell'area dell'euro

Il dibattito sul rafforzamento del coordinamento delle politiche di bilancio

Nell'autunno 2002 la Commissione europea ha avviato un dibattito sulla corretta interpretazione e sul ruolo del Patto di stabilità e crescita, che ha portato all'accordo dell'Eurogruppo dell'ottobre 2002 e alla relazione dell'Ecofin sull'intensificazione del coordinamento delle politiche di bilancio nel marzo 2003. In tale relazione, gli Stati membri decidevano di confermare le regole in vigore, fornendo nel contempo alcuni chiarimenti per la valutazione delle politiche di bilancio, al fine di promuovere un equilibrio adeguato fra disciplina e flessibilità nell'attuazione del Patto di stabilità e crescita. In particolare, i paesi con posizioni di bilancio che non siano prossime al pareggio o in avanzo sono tenuti a conseguire un miglioramento delle rispettive posizioni corrette per il ciclo di almeno lo 0,5 per cento del PIL per anno (a conferma del precedente accordo dell'Eurogruppo). Inoltre, il rapporto esorta gli Stati membri a: iscrivere l'azione di risanamento all'interno di una strategia di ampio respiro, evitare politiche procicliche, creare sufficienti margini di sicurezza nei propri conti pubblici e conseguire finanze pubbliche sostenibili. Nel contempo, esso riconosce al Consiglio Ecofin una certa discrezionalità nell'applicazione del Patto.

Politiche solide

Esiste un ampio consenso sul fatto che gli elementi seguenti costituiscano gli ingredienti fondamentali per la definizione di solide politiche di bilancio miranti ad assicurare finanze pubbliche sostenibili e a promuovere la stabilità e la crescita nell'area dell'euro:

- I governi hanno riaffermato il proprio impegno alla disciplina di bilancio. A questo riguardo, l'accordo dell'Eurogruppo dell'ottobre 2002 sul conseguimento di posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo nel medio termine rappresenta una strategia appropriata, che concilia i progressi dell'azione di risanamento con un certo grado di flessibilità.
- I piani di finanza pubblica dovrebbero iscriversi in una strategia orientata al medio periodo che comprenda ambiziose e ampie riforme strutturali basate sul contenimento della spesa. Ciò rafforzerà la fiducia e la crescita, agevolando nel contempo il conseguimento degli obiettivi di bilancio.
- Quando soddisfano tali requisiti e adottano strategie di risanamento adeguate, i paesi possono affidarsi al funzionamento degli stabilizzatori automatici per contribuire alla stabilità macroeconomica e alla crescita. Tuttavia, l'operare degli stabilizzatori automatici in un quadro economico debole non potrà essere utilizzato per giustificare *ex-ante* il superamento del limite del 3 per cento fissato per il rapporto fra disavanzo e PIL. Ciò potrebbe dare origine a problemi di *moral hazard*, indebolendo la disciplina necessaria ad impedire i disavanzi eccessivi e a correggerli nei tempi indicati dal Consiglio Ecofin.

- Affinché le strategie sortiscano gli esiti desiderati, tutti i governi devono esercitare ed accettare un adeguato reciproco controllo da parte degli altri Stati membri, in particolare mediante una rigorosa, seppur prudentemente flessibile, applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi. Ciò implica anche la disponibilità a imporre sanzioni e a far attuare una sufficiente riduzione del debito laddove necessario.
- La fornitura tempestiva di dati di elevata qualità sugli andamenti di bilancio, in particolare per quanto riguarda il rispetto degli obblighi di risanamento, seguita da una loro attenta valutazione, costituisce un prerequisito essenziale.

5 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema

Sulla base delle informazioni disponibili al 22 maggio 2003, gli esperti dell'Eurosistema hanno formulato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro. Tali proiezioni sono state elaborate congiuntamente dagli esperti della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro applicando le ormai consolidate procedure¹⁾; esse rappresentano un contributo, predisposto due volte all'anno, alla valutazione dell'evoluzione economica e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo.

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema si basano su una serie di ipotesi riguardanti i tassi d'interesse, i tassi di cambio, le quotazioni petrolifere, il commercio internazionale al netto di quello interno all'area dell'euro e le politiche di bilancio. In particolare, viene adottata l'ipotesi tecnica che i tassi d'interesse di mercato a breve termine e i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati nell'orizzonte temporale della proiezione. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle attese del mercato, mentre le ipotesi attinenti alle politiche fiscali si fondano sui piani di bilancio nazionali e su altre informazioni concernenti l'evoluzione dei conti pubblici nei singoli paesi dell'area dell'euro²⁾.

Per esprimere l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio dello scarto medio in valore assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni macroeconomiche elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati.

Ipotesi relative al contesto internazionale

Le ipotesi relative al contesto internazionale indicano che, dopo una fase di debolezza nella prima metà del 2003, l'attività economica mondiale dovrebbe segnare una progressiva ripresa nella

restante parte dell'anno, per poi continuare a rafforzarsi nell'orizzonte di proiezione.

La crescita economica mondiale, che nella prima metà di quest'anno sarebbe proceduta ai ritmi della fine del 2002, dovrebbe mostrare un graduale aumento nel resto del periodo considerato. Il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese, osservato nelle economie industriali a seguito delle operazioni militari in Iraq, ha probabilmente esercitato un impatto negativo sulla domanda mondiale. Il parziale dissolversi delle incertezze geopolitiche dovrebbe pertanto sostenere l'attività economica mondiale. Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali si rafforzerebbe nella seconda metà del 2003 e si stabilizzerebbe nel 2004, pur mantenendosi su livelli inferiori a quelli della fine degli anni novanta. Si ritiene che negli Stati Uniti le prospettive di un'accelerazione dell'attività economica siano contenute dalla debolezza finanziaria delle imprese e dalla progressiva correzione degli squilibri macroeconomici. Questi vincoli alla crescita dovrebbero ridursi nell'orizzonte di proiezione. Anche per il Giappone ci si attende una certa ripresa, mentre nel resto del continente asiatico la crescita continuerebbe a mostrare capacità di tenuta. Negli Stati in procinto di aderire all'Unione europea e nelle altre economie in transizione perdurerebbe

1) *Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate per la formulazione delle proiezioni sono contenute in A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001.*

2) *Si assume che nell'orizzonte di proiezione i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, si mantengano costanti su un livello leggermente inferiore al 2,4 per cento. Secondo l'ipotesi tecnica relativa all'invarianza dei tassi di cambio, il cambio euro/dollaro si attesterebbe a 1,16 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulterebbe più elevato del 14 per cento rispetto alla media del 2002. Le attese del mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stati a dieci anni dell'area dell'euro implicano un andamento in lieve ascesa, dal 3,8 al 4,0 per cento, sul finire del periodo considerato. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future, si ipotizza che nell'ultimo scorcio dell'orizzonte di proiezione i corsi petroliferi diminuiscano a 23,0 dollari al barile, dopo avere raggiunto un livello massimo di 31,0 dollari nel primo trimestre del 2003. I prezzi delle materie prime non energetiche mostrerebbero, invece, un moderato incremento sia nel 2003 che nel 2004.*

un'espansione relativamente vigorosa, a fronte del miglioramento della situazione esterna e della persistente tenuta della domanda interna. Le proiezioni indicano che, nel complesso, il tasso di incremento del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si situerà in media intorno al 3,5 per cento nel 2003, all'incirca lo stesso livello osservato lo scorso anno, per poi salire al 4,5 per cento nel 2004.

Secondo le ipotesi, la crescita del commercio internazionale seguirà un profilo analogo a quello dell'espansione del PIL mondiale in termini reali. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione esterni all'area dell'euro, pari al 2,8 per cento nel 2002, dovrebbe aumentare gradualmente nel corso del 2003, collocandosi intorno al 4,5 per cento in media d'anno, per poi salire ulteriormente, al 7 per cento, nel 2004. Lo scorso anno i tassi di inflazione hanno mostrato un calo nella maggior parte dei paesi industrializzati al di fuori dell'area dell'euro, ma si ipotizza che registrino un certo aumento nel 2003, per poi rimanere sostanzialmente invariati l'anno seguente.

Proiezioni sulla crescita del PIL

Per la seconda metà di quest'anno le proiezioni indicano una moderata ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro, innescata dal previsto recupero della domanda estera. Il tasso di crescita del PIL si situerebbe, pertanto, in media fra lo 0,4 e l'1,0 per cento nel 2003 e aumenterebbe all'1,1-2,1 per cento l'anno seguente. L'ipotizzato rafforzamento della domanda estera nei confronti dell'area dovrebbe determinare una graduale accelerazione delle esportazioni, malgrado l'impatto del recente apprezzamento dell'euro. Secondo le proiezioni la domanda interna dell'area dell'euro registrerebbe un progressivo recupero, sospinto dalla ripresa degli investimenti e sostenuto principalmente dalla tenuta dei consumi privati. Anche gli investimenti in scorte dovrebbero fornire un lieve contributo positivo alla crescita nel periodo considerato.

Per quanto riguarda le componenti della spesa interna, la crescita dei consumi privati sul

trimestre precedente ha continuato a mostrare una relativa capacità di tenuta nella seconda metà dello scorso anno. Dopo una certa moderazione stimata per la prima metà del 2003, si osserverebbe una graduale ripresa a partire dal semestre successivo. In media d'anno il tasso di incremento dei consumi privati dovrebbe quindi aumentare all'1,2-1,6 per cento nel 2003, per poi situarsi in un intervallo compreso fra l'1,1 e il 2,4 nel 2004. La spesa per consumi seguirebbe sostanzialmente il profilo di crescita del reddito reale disponibile, sostenuto da un calo dell'inflazione e da un contributo positivo dei trasferimenti netti alle famiglie sia nel 2003 che nel 2004. Tuttavia, la modesta dinamica dell'occupazione frenerebbe, in qualche misura, l'espansione dei redditi da lavoro nell'orizzonte della proiezione. Sulla base degli attuali piani di bilancio, si ipotizza una riduzione del contributo dei consumi collettivi all'incremento del PIL reale nel periodo considerato.

Le proiezioni indicano che gli investimenti fissi totali segneranno un certo recupero a partire dalla seconda metà del 2003. In media d'anno, il tasso di variazione si situerebbe fra il -1,3 e lo 0,9 per cento nel 2003 e fra lo 0,5 e il 3,7 nel 2004. Questa graduale ripresa è principalmente riconducibile agli investimenti delle imprese, sostenuti dal miglioramento del contesto economico mondiale e dal basso livello dei tassi di interesse reali. Si ritiene, nondimeno, che il contributo degli investimenti delle imprese alla crescita rimanga modesto nell'orizzonte di riferimento, a causa dell'assenza di vincoli di capacità e del processo di risanamento della situazione finanziaria delle imprese tuttora in corso. Quest'ultimo è ascrivibile all'impatto esercitato sui bilanci aziendali dalla prolungata fase di crescita modesta, nonché dalla passata diminuzione dei corsi azionari.

Le proiezioni indicano che il tasso di variazione medio annuo delle esportazioni (compreso l'interscambio nell'area) si situerà in un intervallo dello 0,5-3,4 per cento nel 2003 e aumenterà ulteriormente, al 3,0-6,2 per cento, nel 2004. Tale evoluzione riflette principalmente l'ipotesi di una maggiore espansione dei mercati di sbocco dell'area dell'euro, sebbene ci si

attenda una contrazione della quota di mercato delle esportazioni dell'area a seguito del recente apprezzamento della valuta europea. In media d'anno il tasso di variazione delle importazioni (compreso l'interscambio nell'area) dovrebbe collocarsi fra l'1,6 e il 5,0 per cento nel 2003, per poi raggiungere il 3,5-6,9 nel 2004, rispecchiando il profilo della spesa finale totale dell'area dell'euro, ma anche un certo impatto al rialzo dell'apprezzamento dell'euro. Le esportazioni nette inciderebbero pertanto in senso lievemente negativo sulla crescita del PIL nell'orizzonte di riferimento, a fronte del significativo contributo positivo, di 0,6 punti percentuali, fornito nel 2002.

Dopo avere mostrato una certa tenuta fino a metà anno, nel secondo semestre del 2002 l'occupazione totale ha subito un rallentamento, allorché la persistente debolezza dell'attività economica ha indotto le imprese ad adeguare progressivamente i livelli di impiego. Per il 2003 si prevede un certo aggiustamento verso il basso, prima che la crescita dell'occupazione riprenda a salire nel 2004, riflettendo la dinamica ciclica dell'attività con il consueto sfasamento temporale. L'offerta di lavoro aumenterebbe per effetto dell'incremento dei tassi di partecipazione, anche se a ritmi meno sostenuti rispetto agli ultimi anni a causa di condizioni meno favorevoli sui mercati del lavoro. Le proiezioni concernenti l'offerta di lavoro e l'occupazione implicano un certo incremento del tasso di disoccupazione nell'orizzonte temporale considerato.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Il tasso medio di incremento dello IAPC (*indice armonizzato dei prezzi al consumo*) complessivo dovrebbe scendere dal 2,3 per cento del 2002 all'1,8-2,2 per cento nel 2003, per poi situarsi fra lo 0,7 e l'1,9 l'anno successivo. Dopo il riasorbimento del temporaneo forte rialzo registrato dalle quotazioni petrolifere nel primo trimestre del 2003, la componente energetica dovrebbe mostrare una marcata decelerazione, fornendo un contributo negativo all'inflazione misurata sullo IAPC nel 2004. Questo andamento rispecchia in ampia misura l'ipotizzato calo dei prezzi del greggio espressi in euro. Per contro, il tasso di incremento relativo alla componente non energetica rimarrebbe sostanzialmente invariato nella rimanente parte di quest'anno, su un livello prossimo a quello osservato nel primo trimestre. Nel 2004 esso subirebbe quindi una diminuzione, per effetto di minori pressioni dal lato dei costi interni e dell'impatto ritardato del calo dei prezzi all'importazione.

Nel corso del 2002 i prezzi all'importazione hanno mostrato un tasso di variazione negativo sul trimestre corrispondente, riconducibile alle deboli pressioni inflazionistiche esterne e al rafforzamento del tasso di cambio dell'euro osservato dalla primavera dello stesso anno. Nel 2003 essi registerebbero un'ulteriore flessione a causa del recente apprezzamento dell'euro e della diminuzione dei corsi petroliferi,

Tavola 14

Proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali)¹⁾

	2002	2003	2004
IAPC	2,3	1,8 – 2,2	0,7 – 1,9
PIL in termini reali	0,9	0,4 – 1,0	1,1 – 2,1
Consumi privati	0,6	1,2 – 1,6	1,1 – 2,4
Consumi collettivi	2,8	0,7 – 1,6	0,5 – 1,5
Investimenti fissi lordi	-2,7	-1,3 – 0,9	0,5 – 3,7
Esportazioni (beni e servizi)	1,2	0,5 – 3,4	3,0 – 6,2
Importazioni (beni e servizi)	-0,5	1,6 – 5,0	3,5 – 6,9

1) Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sullo scarto medio in valore assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati.

Riquadro 9

Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2002

Rispetto alle proiezioni di dicembre, la principale modifica delle ipotesi sottostanti consiste in un più elevato tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, che rispecchia un apprezzamento della valuta europea di circa l'11 per cento dallo scorso novembre. Ulteriori importanti modifiche delle ipotesi riguardano lo spostamento verso il basso di circa 90 punti base sia dei tassi di interesse a breve termine, sia delle attese del mercato relative ai tassi di interesse a lungo termine. Inoltre, le ipotesi sul tasso di espansione dei mercati di esportazione esterni all'area dell'euro sono state riviste verso il basso di circa 1 punto percentuale per il 2003 e di circa ½ punto percentuale per il 2004.

Gli intervalli relativi alla crescita del PIL in termini reali hanno subito uno spostamento verso il basso sia per il 2003 che per il 2004, riconducibile all'effetto congiunto di due principali fattori. Il primo consiste nella modifica delle ipotesi riguardanti il tasso di cambio dell'euro e il commercio internazionale, che implicano una minore domanda di esportazioni all'esterno dell'area e quindi anche una crescita inferiore degli investimenti, malgrado l'ipotesi di tassi di interesse più contenuti; il secondo è rappresentato da un'attività economica più modesta agli inizi del 2003 rispetto a quanto indicato lo scorso dicembre. In tale contesto, le proiezioni presuppongono ora un risanamento dei bilanci aziendali in qualche misura maggiore.

Per il 2004 l'intervallo relativo al tasso medio annuo di incremento dello IAPC ha subito uno spostamento verso il basso, dovuto in ampia misura alla correzione al rialzo dell'ipotesi sul tasso di cambio effettivo nominale dell'euro e alla revisione verso il basso delle proiezioni formulate per la domanda interna dell'area. Su tale spostamento influisce, inoltre, l'andamento della componente energetica dell'indice. Il temporaneo forte rialzo dei prezzi del petrolio osservato nel primo trimestre di quest'anno determina automaticamente un aumento del tasso di variazione medio annuo della componente energetica per il 2003 e una sua riduzione per il 2004. I fattori di costo interni nell'area dell'euro sono stati soggetti a limitate modifiche. Alla luce degli accordi salariali vigenti, la crescita dei redditi nominali per occupato ha subito soltanto una lieve correzione verso il basso rispetto al livello indicato in dicembre. A fronte della minore crescita della produttività del lavoro, le proiezioni sul costo del lavoro per unità di prodotto relative al 2003 sono state pertanto leggermente riviste al rialzo.

Confronto fra le proiezioni macroeconomiche

(variazioni percentuali)

	2002	2003	2004
IAPC – giugno 2003	2,3	1,8 – 2,2	0,7 – 1,9
IAPC – dicembre 2002	2,1 – 2,3	1,3 – 2,3	1,0 – 2,2
PIL in termini reali – giugno 2003	0,9	0,4 – 1,0	1,1 – 2,1
PIL in termini reali – dicembre 2002	0,6 – 1,0	1,1 – 2,1	1,9 – 2,9

per poi mantenersi sostanzialmente invariati nel 2004.

Sulla base degli accordi salariali vigenti, si ipotizza che la crescita dei redditi nominali per occupato resti pressoché stabile nel periodo considerato. Pertanto, le proiezioni relative al costo del lavoro per unità di prodotto sono in ampia misura

determinate dall'espansione ciclica della produttività del lavoro. Quest'ultima ha registrato un aumento nel corso del 2002 e il tasso di incremento del costo unitario del lavoro ha iniziato a diminuire al rallentare dell'occupazione. Con il recupero dell'economia, la crescita della produttività del lavoro si dovrebbe ulteriormente rafforzare, riportandosi su tassi prossimi alla media

di lungo periodo nell'ultimo scorcio dell'orizzonte di proiezione. Il costo unitario del lavoro mostrerebbe, pertanto, una decelerazione nel 2004. A fronte di una debole attività economica e del recente apprezzamento dell'euro, i margini di profitto rimarrebbero contenuti nell'anno in corso, ma si ampliavano leggermente nel 2004, una volta che la ripresa acquisirà slancio.

A seguito dei fattori menzionati, il tasso di incremento del *deflatore del PIL a prezzi di mercato*, che riflette l'andamento dei costi del lavoro per unità di prodotto, dei margini di profitto e delle imposte indirette, scenderebbe dal 2,4 per cento del 2002 all'1,9-2,1 nel 2003, per poi collocarsi tra l'1,2 e il 2,0 l'anno successivo.

Riquadro 10

Previsioni formulate da altre istituzioni

Varie organizzazioni, sia internazionali che del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro, fra cui figura la *Survey of Professional Forecasters* della BCE. Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili fra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché non si basano sulle medesime ipotesi. Inoltre, esse sono state ultimate in momenti diversi e contengono pertanto informazioni il cui aggiornamento risale a date differenti. Contrariamente alle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, le previsioni non si fondano di norma sull'ipotesi dell'invarianza dei tassi di interesse a breve termine nel periodo di tempo considerato. In aggiunta, esse adottano ipotesi diverse riguardo alle variabili finanziarie e a quelle relative al resto del mondo. Le *Consensus Economics Forecasts* e la *Survey of Professional Forecasters* si fondano su una serie di ipotesi non specificate.

Malgrado le diverse ipotesi sottostanti, le previsioni recentemente pubblicate da altre organizzazioni evidenziano un consenso riguardo al fatto che l'attività economica nell'area dell'euro si rafforzerà progressivamente nel corso del 2003, determinando una crescita media annua del PIL prossima all'1 per cento. Per il 2004, le organizzazioni internazionali prevedono un tasso di incremento del PIL pari al 2,3 e al 2,4 per cento, mentre *Consensus Economics* e la *Survey of Professional Forecasters* riportano livelli leggermente più contenuti, del 2,0 e del 2,1 per cento rispettivamente. Per entrambi gli anni, le previsioni si collocano sui valori più elevati degli intervalli indicati dalle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema. Va rilevato che tali previsioni sono state portate a termine in un momento antecedente rispetto alle proiezioni. Esse si basano pertanto su informazioni più limitate circa l'attività economica nella prima metà del 2003, mentre le previsioni dell'OCSE, dell'FMI e della Commissione europea ipotizzano un minore apprezzamento dell'euro. Inoltre, i tassi di variazione presentati dalla Commissione non sono corretti per i giorni lavorativi; per il 2004 tale correzione, utilizzata nelle proiezioni dell'Eurosistema, riduce la crescita media annua di circa 0,3 punti percentuali. Per quanto riguarda le altre previsioni, non si specifica se sia stato effettuato o meno un aggiustamento dei dati in base alle giornate lavorative.

Tavola A: Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro
(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione	2002	2003	2004
Commissione europea	aprile 2003	0,9	1,0	2,3
FMI	aprile 2003	0,8	1,1	2,3
OCSE	aprile 2003	0,9	1,0	2,4
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2003	0,8	1,0	2,0
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile 2003	0,9	1,0	2,1

Fonti: Commissione europea, Previsioni economiche, primavera 2003; FMI, World Economic Outlook, aprile 2003; OCSE, Economic Outlook, n. 73; Consensus Economics Forecasts; BCE, Survey of Professional Forecasters.

Per il 2003 tutte le previsioni mostrano una diminuzione dell'inflazione al consumo, al 2,0-2,1 per cento in media d'anno, a cui farebbe seguito un ulteriore calo nel 2004, all'1,5-1,7 per cento.

Tavola B: Confronto tra alcune previsioni sull'inflazione al consumo dell'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione	2002	2003	2004
Commissione europea	aprile 2003	2,2	2,1	1,7
FMI	aprile 2003	2,3	2,0	1,5
OCSE	aprile 2003	2,4	2,0	1,6
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	maggio 2003	2,3	2,0	1,6
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	aprile 2003	2,2	2,0	1,7

Fonti: Commissione europea, Previsioni economiche, primavera 2003; FMI, World Economic Outlook, settembre 2002; OCSE, Economic Outlook, n. 73; Consensus Economics Forecasts; BCE, Survey of Professional Forecasters.

6 Il contesto macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti

L'attività economica mondiale si mantiene modesta

Nella prima metà del 2003 la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale dovrebbe essersi mantenuta sui ritmi della fine del 2002, mentre le proiezioni configurano un aumento soltanto per la seconda metà dell'anno. Nelle maggiori economie industriali ci si attende nel 2003 una crescita del PIL inferiore all'andamento tendenziale, per il terzo anno consecutivo. Inoltre, la ripresa non sembra ancora consolidata. In particolare, la crescita negli Stati Uniti ha perso vigore, in quanto la domanda interna del settore privato sta perdendo terreno. Nonostante le strette relazioni commerciali con economie industrializzate nel complesso più deboli, la tenuta dei paesi asiatici, a esclusione del Giappone, deve essere sempre più riconosciuta come uno dei principali fattori a supporto dell'attività economica mondiale (cfr. figura 44).

Per ciò che concerne le prospettive di crescita economica, è importante per tutte le economie industriali valutare i tempi della ripresa degli investimenti, il cui ritmo ridotto finora costituisce un fattore determinante della lentezza della ripresa dell'economia mondiale. La correzione, attualmente in corso, degli squilibri accumulati durante l'ultimo periodo di forte crescita, incluso un significativo eccesso di capacità e di indebitamento, continuerà a pesare sugli investimenti nel breve termine, insieme ai postumi dello scoppio della bolla speculativa sui mercati azionari.

Per quanto riguarda i rischi legati alle prospettive di crescita economica globale, a fronte dell'attenuarsi delle tensioni geopolitiche, vi sono preoccupazioni circa l'eventuale impatto della SARS sulle economie asiatiche. Inoltre, l'esistenza di un ingente disavanzo del conto corrente e del bilancio federale degli Stati Uniti aumenta l'incertezza.

Considerando i singoli paesi, negli Stati Uniti i dati preliminari indicano che il ritmo dell'espansione economica all'inizio del 2003 ha continuato a essere moderato. Il PIL è cresciuto dell'1,6 per

cento nel primo trimestre 2003 (in ragione d'anno, sul trimestre precedente). Il principale contributo alla crescita è derivato da un significativo calo delle importazioni, che ha più che compensato il calo delle esportazioni. Gli aumenti della spesa per consumi delle famiglie e per investimenti in capitale fisso residenziale, nonché della spesa pubblica hanno anch'essi contribuito alla crescita del PIL, anche se in misura minore.

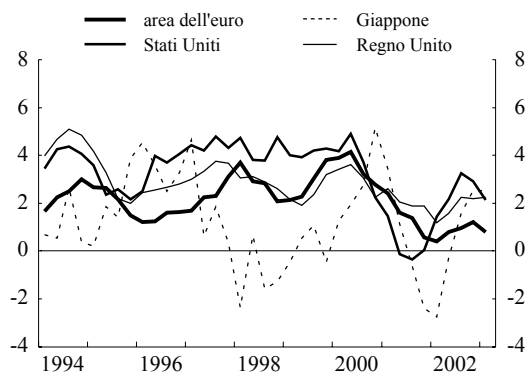
Nei primi quattro mesi del 2003, l'Amministrazione statunitense ha registrato un disavanzo di bilancio di 93 miliardi di dollari statunitensi, più di tre volte maggiore rispetto a quello del medesimo periodo del 2002. Alla fine di maggio, il Congresso ha approvato un pacchetto fiscale per i prossimi dieci anni del costo stimato di 350 miliardi di dollari: ci si attende che esso fornisca un impulso fiscale di circa 70 miliardi (0,7 per cento del PIL) nel 2003 e di 150 miliardi (1,5 per cento del PIL) nel 2004.

Guardando al futuro, i pochi dati disponibili ad oggi, che incorporano già gli effetti di una riduzione dell'incertezza geopolitica relativa al conflitto in Iraq, restano poco chiari. Per quanto concerne la spesa delle imprese, il clima di fiducia delle stesse, misurato tramite gli indici forniti dall'Institute for Supply Management (ISM), è migliorato lievemente in maggio, ma non ha segnalato una significativa ripresa della spesa in conto capitale. Inoltre, la produzione industriale in aprile è scesa dello 0,5 per cento sul mese precedente e l'utilizzo della capacità produttiva ha raggiunto i livelli minimi, suggerendo la mancanza di incentivi per le società a espandere tale capacità. Nonostante, il miglioramento della situazione finanziaria delle società statunitensi, gli sforzi compiuti per il contenimento dei costi e qualche guadagno in termini di capacità di fissazione dei prezzi dovuto al deprezzamento del dollaro, costituiscono fattori positivi che dovrebbero sostenere gli investimenti in beni capitali quando si sarà rafforzata la domanda interna.

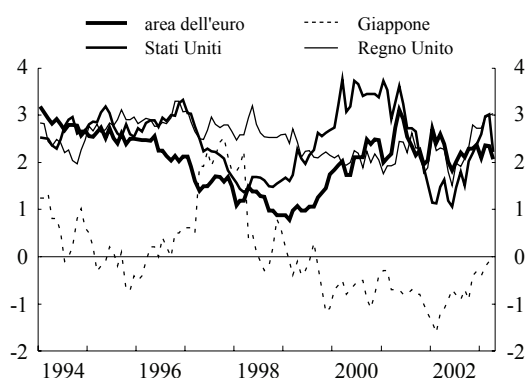
Per quanto riguarda i consumi privati, i dati recentemente pubblicati suggeriscono una scarsa

Figura 44**Andamenti delle principali economie industriali**

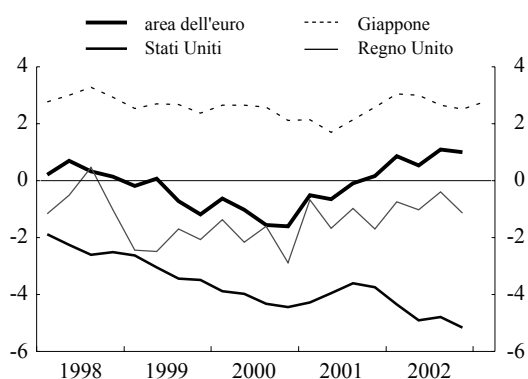
Crescita del PIL¹⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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



Saldi di conto corrente³⁾
(in percentuale del PIL; dati mensili/trimestrali)



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali.
- 2) I dati relativi all'area dell'euro fino al 1995 sono stime dello IAPC basate sugli IPC nazionali; quelli relativi ai periodi successivi al 1995 si riferiscono allo IAPC. Per il Regno Unito è stato utilizzato l'indice RPIX.
- 3) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati della BCE e di Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati nazionali. Per tutti i paesi le cifre si riferiscono a dati stagionalizzati, sia per il PIL sia per il saldo di conto corrente.

probabilità che la spesa delle famiglie possa accelerare in misura significativa nel breve termine. Sebbene il clima di fiducia dei consumatori, misurato dall'indice calcolato dall'Università del Michigan (sui risultati di indagini portate a termine dopo la fine della guerra in Iraq) e da quello del Conference Board, sia significativamente migliorato rispetto ai minimi raggiunti prima del conflitto mediorientale, la debolezza del mercato del lavoro è ulteriormente aumentata. Il tasso di disoccupazione è salito fino al 6 per cento in aprile e l'ammontare totale pagato in salari nei settori non agricoli ha registrato un calo per il terzo mese consecutivo, con una perdita complessiva di 500.000 posti di lavoro dal gennaio 2003. Il recente rallentamento della crescita dei redditi in termini reali delle famiglie e il ridotto aumento del credito al consumo rafforzeranno probabilmente la tendenza ad una crescita moderata dei consumi privati.

Come conseguenza di un brusco calo dei prezzi energetici, l'inflazione, misurata dalla crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, è scesa di 0,8 punti percentuali al 2,2 per cento in aprile, invertendo in tal modo la tendenza al rialzo iniziata lo scorso ottobre. L'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo escludendo i beni alimentari ed energetici ha continuato a scendere, raggiungendo l'1,5 per cento in aprile. Ci si attende che il basso utilizzo della capacità produttiva e una moderata crescita salariale contribuiscano a pressioni inflazionistiche relativamente contenute nel medio termine, in questo aiutata da una possibile ulteriore trasmissione degli effetti collegati alla riduzione dei prezzi del petrolio.

Per quanto concerne la politica monetaria, nella riunione del 6 maggio il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere l'obiettivo per il tasso sui *federal funds* all'1/4 per cento, immutato da novembre.

In Giappone, l'attività economica ha continuato a rallentare, a seguito della perdita di vigore delle esportazioni. Nel primo trimestre 2003 la crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente si è interrotta, dopo il +0,5 per cento nel quarto trimestre 2002. Il rallentamento è in gran parte riconducibile a un notevole indebolimento della crescita delle esportazioni sul trimestre

precedente, passata dal 4,5 per cento nel quarto trimestre 2002 al -0,5 per cento nel primo trimestre 2003. Tale andamento rispecchia ampiamente l'indebolimento delle esportazioni verso gli Stati Uniti, specialmente di automobili, mentre quelle verso il resto dell'Asia si sono mantenute relativamente vigorose. La domanda estera netta ha sottratto 0,2 punti percentuali alla crescita complessiva del PIL, mentre la domanda interna ne ha aggiunti 0,2. Gli investimenti e i consumi privati hanno continuato a contribuire positivamente alla crescita, grazie al sostegno assicurato a questi ultimi da un ulteriore calo del tasso di risparmio. Per contro, gli investimenti del settore pubblico hanno subito un forte calo (-3,5 per cento sul trimestre precedente), riflettendo un tentativo di ridurre la tradizionale spesa per lavori pubblici.

Guardando al futuro, nel breve termine ci si attende che l'economia nipponica si mantenga relativamente debole, con possibilità di qualche moderato aumento della crescita più avanti nell'anno, principalmente indotto da un miglioramento della domanda estera, che si trasferirà solo gradualmente sulla domanda interna. Comunque, pesano sulle prospettive numerosi rischi, tra i quali le incertezze legate all'economia statunitense e il potenziale impatto della SARS sulla domanda nella regione asiatica. Inoltre, la fragilità nel settore finanziario, esemplificata dalla recente iniezione di capitale da parte del Governo a favore di un importante istituto di credito, incapace di soddisfare i requisiti patrimoniali minimi a fine marzo, continua a pesare sulle prospettive per l'economia nipponica.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, le pressioni deflazionistiche continuano ad affliggere l'economia nipponica. In aprile, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo, esclusi gli alimentari non trasformati, si è collocato a -0,4 per cento, dopo una media pari a -0,7 per cento nei tre mesi precedenti. Allo stesso tempo, il deflatore del PIL è sceso di 3,5 punti percentuali sul periodo corrispondente nel primo trimestre 2003, continuando pertanto la tendenza negativa osservata in tutto il 2002.

In questo contesto, la Banca del Giappone è intervenuta con altre due misure espansive il 30

aprile e il 20 maggio, portando il proprio obiettivo per il saldo sui conti correnti presso la Banca stessa a circa 27-30 mila miliardi di yen. Inoltre, il 25 marzo, essa ha aumentato l'ammontare massimo di titoli azionari che acquisterà da banche commerciali, da 2 mila a 3 mila miliardi di yen. Inoltre, alla riunione dell'8 aprile la Banca del Giappone ha annunciato che prenderà in considerazione, come misura temporanea, il possibile acquisto di titoli *asset-backed* per le sue operazioni di mercato monetario, con una particolare enfasi su quelli garantiti da attività di piccole e medie imprese. Con l'intento di evitare turbolenza sui mercati finanziari, il 17 maggio la Banca del Giappone ha deciso di fornire liquidità a un grande istituto di credito dopo che l'Agenzia per i servizi finanziari aveva tempestivamente intrapreso un'azione correttiva.

Nel Regno Unito, la crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente ha rallentato fino allo 0,2 per cento nel primo trimestre 2003, pur collocandosi a un livello del 2,2 per cento superiore rispetto a quello dell'anno precedente. La spesa delle famiglie ha subito un brusco rallentamento, fino allo 0,4 per cento sul trimestre precedente, dopo un prolungato periodo di crescita stabile. Questo andamento sembra riflettere il recente rallentamento della crescita del reddito disponibile in termini reali e un incipiente raffreddamento del mercato delle abitazioni, mentre il declino dei corsi azionari negli ultimi anni potrebbe avere altresì ridotto i consumi privati. Gli investimenti fissi lordi sono lievemente calati nel primo trimestre dell'anno, nonostante qualche miglioramento negli investimenti delle imprese. Le esportazioni sono rimaste invariate, dopo la brusca contrazione dell'ultimo trimestre 2002. L'andamento modesto delle esportazioni britanniche sembra riflettere la debolezza dell'economia globale.

L'inflazione misurata dall'indice dei prezzi al dettaglio al netto degli interessi sui mutui (RPIX) si mantiene al di sopra dell'obiettivo del 2,5 per cento dallo scorso novembre. Dopo un incremento medio del 2,9 per cento nel primo trimestre, in aprile l'indice è cresciuto a un tasso del 3,0 per cento sui dodici mesi. Questa crescita superiore all'obiettivo riflette principalmente un aumento dei prezzi petroliferi e un calo dei prezzi delle abitazioni, associato a precedenti

aumenti di entrambi. Inoltre, un aumento molto maggiore della Council Tax nell'aprile di quest'anno rispetto all'anno precedente ha altresì contribuito all'aumento dell'inflazione dell'RPIX. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), pari all'1,5 per cento in aprile, è stata considerevolmente inferiore rispetto a quella misurata dall'RPIX, principalmente a causa di un differente trattamento delle componenti relative alle abitazioni. Dal 6 febbraio 2003, data in cui ha effettuato una riduzione del tasso di interesse (per 0,25 punti percentuali, al 3,75 per cento), il Monetary Policy Committee (MPC) della Bank of England ha mantenuto invariato il proprio tasso sui pronti contro termine.

Guardando al futuro, la crescita del prodotto potrebbe essere sostenuta da un maggiore contributo del commercio netto con l'estero, da una vigorosa crescita della spesa pubblica e possibilmente da una graduale ripresa degli investimenti, mentre probabilmente sarà moderata la crescita dei consumi privati. Esistono ancora alcune incertezze sulle prospettive per l'economia globale e sull'impatto del deprezzamento della sterlina britannica sul prodotto e sull'inflazione futuri. Esistono, altresì, rischi verso il basso dovuti alle prospettive sull'andamento dei consumi e dei prezzi delle abitazioni.

In Danimarca, il PIL in termini reali sul trimestre precedente è salito dello 0,4 per cento nel primo trimestre 2003, dallo 0,1 per cento del quarto trimestre 2002. Questo andamento è stato principalmente indotto dalla variazione positiva delle scorte e dalla continua crescita delle esportazioni nette. Dopo un incremento medio del 2,8 per cento nel primo trimestre 2003, l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa a un tasso del 2,5 per cento sui dodici mesi in aprile, soprattutto grazie a un calo dei prezzi petroliferi.

In Svezia, il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento nel primo trimestre 2003 rispetto al trimestre precedente, quando era cresciuto dello 0,4 per cento, risultando in un tasso di crescita sul periodo corrispondente del 2,2 per cento. La crescita del prodotto è stata trainata dalla domanda interna, incluse le scorte, mentre anche il contributo derivante dalle esportazioni

nette è risultato positivo. Con il calo dei prezzi energetici, l'inflazione, misurata sul tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC, ha subito un calo al 2,3 per cento in aprile, rispetto alla media del 2,9 per cento del primo trimestre dell'anno.

In Svizzera, dati di recente pubblicazione hanno confermato l'attuale debolezza dell'attività economica. Dopo una contrazione dello 0,7 per cento, sul trimestre precedente in ragione d'anno, nel quarto trimestre 2002, il PIL in termini reali è sceso dell'1 per cento nel primo trimestre 2003, a causa di un ulteriore calo degli investimenti e di una significativa diminuzione delle esportazioni. Inoltre, gli indicatori anticipatori e gli indici del clima di fiducia non segnalano alcun miglioramento nel breve termine. Per quanto concerne l'andamento dei prezzi, il recente calo dei prezzi petroliferi ha contribuito a un significativo calo dell'inflazione. In maggio, il tasso di inflazione sui dodici mesi è stato pari allo 0,4 per cento, dallo 0,7 per cento di aprile e dall'1,3 per cento di marzo.

Sebbene considerevolmente influenzata dalla debolezza economica dell'area dell'euro, la crescita nei principali paesi candidati a entrare nell'Unione europea si è mantenuta relativamente vigorosa. La domanda interna continua a essere il fattore principale alla base della crescita, mentre le politiche di bilancio espansive restano un fattore rilevante per l'attuale esuberanza della crescita dei consumi privati. A seguito dell'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense e del calo dei prezzi petroliferi, le pressioni inflazionistiche si sono considerevolmente attenuate nella maggior parte dei paesi candidati.

A livello di singoli paesi, la crescita del PIL in termini reali in Ungheria è lievemente aumentata nel quarto trimestre del 2002, sostenuta da una forte crescita dei consumi privati. Probabilmente la crescita continuerà a essere trainata dalla domanda interna nel 2003, in quanto, in base alle attese, la manovra fiscale attualmente pianificata avrà quest'anno un impatto limitato. Nonostante il vigore della domanda interna, le pressioni inflazionistiche sono considerevolmente diminuite, grazie alla riduzione dei prezzi petroliferi e dell'inflazione importata.

Nella Repubblica Ceca, la crescita del PIL in termini reali è lievemente calata nella seconda metà del 2002, ma una graduale ripresa dell'attività potrebbe verificarsi nel corso del 2003. Le principali incertezze sono relative all'attuale contesto internazionale e al ritmo futuro del risanamento del debito pubblico. Come conseguenza di numerosi fattori, tra cui una bassa inflazione importata e un brusco calo dei prezzi alla produzione del comparto agricolo, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è rimasta negativa nei primi quattro mesi del 2003, sebbene ci si attenda una moderata crescita più avanti nell'anno. In Polonia, la crescita del PIL in termini reali ha subito un'ulteriore accelerazione nel quarto trimestre dello scorso anno, in linea con precedenti aspettative, stimolata dal vigore dei consumi privati e da una buona performance del settore delle esportazioni. Segnali di miglioramento nel settore delle imprese potrebbero anticipare una ripresa della domanda per investimenti. Le pressioni inflazionistiche hanno continuato a ridursi nettamente, portando l'inflazione al consumo allo 0,3 per cento sui dodici mesi in aprile.

In Turchia, la ripresa ha mostrato un maggiore vigore nel quarto trimestre dello scorso anno e all'inizio del 2003, risultando sempre più generalizzata, come suggerito dall'accelerazione dei consumi privati e pubblici e da un notevole recupero degli investimenti fissi lordi. L'inflazione sui dodici mesi, dopo un continuo calo nella seconda metà del 2002, attualmente si è stabilizzata a livelli di poco inferiori al 30 per cento.

In Russia, la crescita economica è ulteriormente aumentata nel quarto trimestre 2002 e all'inizio del 2003, poiché gli elevati prezzi petroliferi del periodo antecedente il conflitto iracheno hanno avuto un impatto positivo sull'economia del paese, rafforzandone le prospettive. Numerosi indicatori segnalano un incremento dell'attività, caratterizzato da una vigorosa crescita delle vendite al dettaglio e della produzione industriale nel primo trimestre 2003. Per quanto concerne i prezzi, l'inflazione sui dodici mesi è scesa a livelli leggermente al di sotto del 15 per cento nel primo trimestre dell'anno, sebbene si sia comunque mantenuta al di sopra dell'obiettivo fissato per il 2003.

Nei paesi asiatici escluso il Giappone, dati preliminari hanno mostrato che l'epidemia di SARS ha iniziato ad avere un impatto negativo sull'attività economica, in particolare nei comparti del turismo e delle vendite al dettaglio. Le economie potenzialmente più colpite dalla malattia sono quelle di Hong Kong, Singapore e Cina. Nel frattempo, le più recenti pubblicazioni di dati macroeconomici indicano che la performance economica della regione è rimasta vigorosa, trainata dalla crescita delle esportazioni. Nondimeno, esistono crescenti segnali che indicano, in alcuni paesi, un'attenuazione della domanda interna.

La Cina resta il paese con la crescita più rapida della regione. In aprile, il PIL in termini reali ha registrato un'espansione dell'8,9 per cento sul periodo corrispondente, dopo il 9,9 per cento del primo trimestre. Nello stesso mese, la forte crescita delle esportazioni e degli investimenti fissi (33,3 e 28,9 per cento, rispettivamente) è stata il principale fattore a supporto di tale andamento. Le pressioni deflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi nel 2003, e in aprile i prezzi al consumo hanno registrato un aumento per il quarto mese consecutivo, crescendo dell'1 per cento sui dodici mesi, rispetto allo 0,9 per cento di marzo.

Il governo coreano stima che la crescita del PIL in termini reali raggiungerà il 4 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre 2003, rispetto al 6,8 per cento del quarto trimestre del 2002. Le esportazioni hanno continuato a trainare l'espansione nel primo trimestre di quest'anno, crescendo del 17,5 per cento rispetto allo stesso mese del 2002. Nondimeno, la domanda interna ha continuato a rallentare, in parte a seguito dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche con la Corea del Nord, che pesano sulla spesa per consumi e per investimenti. A Singapore e a Taiwan, la crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre ha rallentato all'1,6 e al 3,2 per cento, sul periodo corrispondente, rispettivamente. Questa decelerazione della crescita economica è ampiamente riconducibile a una moderazione del ritmo della domanda interna, mentre le esportazioni hanno continuato la loro rapida espansione nel primo trimestre. Più recentemente, in entrambi i paesi le vendite al dettaglio sono state influenzate negativamente dalla SARS, mentre la crescita delle esportazioni sembra avere perso vigore.

Se, da un lato, le prospettive economiche per i paesi asiatici, escluso il Giappone, in generale si mantengono positive per il 2003, dall'altro, il bilancio dei rischi per l'attività economica resta negativo; la SARS, in particolare, può peggiorare l'andamento dell'attività nel breve termine. Altri fattori esterni avversi includono le tensioni con la Corea del Nord e i rischi di rallentamento della domanda estera.

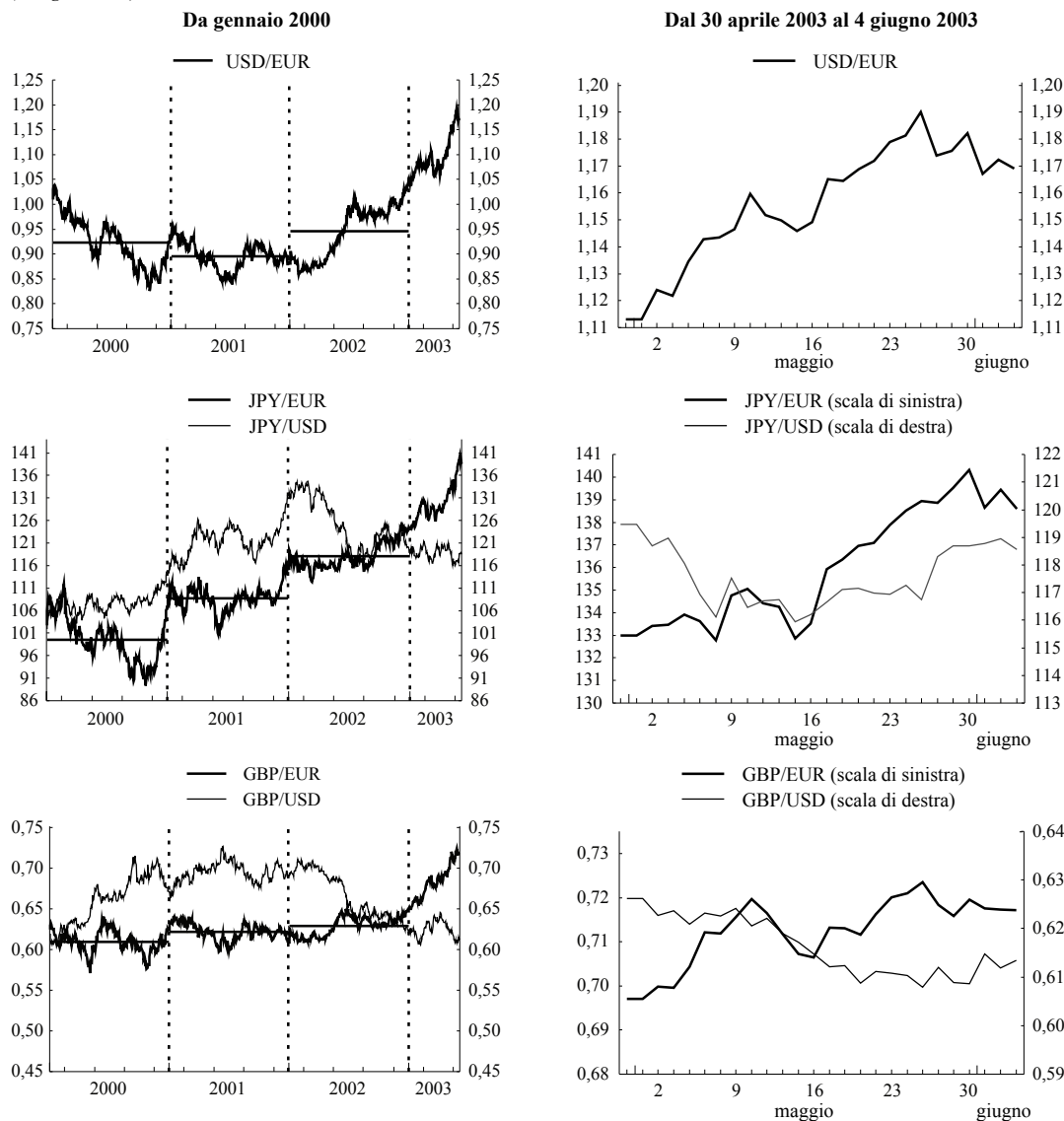
In America Latina, le recenti informazioni confermano un miglioramento in corso delle condizioni

economiche. Il PIL in termini reali del Messico ha registrato una crescita, sul periodo corrispondente, del 2,3 per cento nel primo trimestre 2003, il tasso più elevato da quando l'economia è uscita da una recessione, circa un anno prima. La ripresa economica ha permesso una stabilizzazione delle condizioni del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che si è mantenuto al di sotto del 3 per cento nel primo trimestre di quest'anno. Nonostante questi andamenti positivi, l'evoluzione dell'economia messicana resta ampiamente dipendente da quella degli Stati Uniti, mentre la

Figura 45

Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: Il dimensionamento delle scale dei grafici di ciascuna colonna è realizzato in maniera tale da renderli confrontabili tra loro. Le linee orizzontali rappresentano le medie annuali.

moderazione dei prezzi petroliferi e il rafforzamento del peso rappresentano rischi verso il basso per le prospettive del paese. In Brasile, l'economia sembra avere lievemente rallentato rispetto all'ultimo trimestre 2002, con una crescita della produzione industriale attestata solo all'1,1 per cento sui dodici mesi, in marzo. In Argentina, la ripresa economica sembra prossima, con la produzione manifatturiera in crescita per il sesto mese consecutivo in aprile, quando si è attestata al 20,1 per cento sui dodici mesi. Resta da vedere se questa ripresa, trascinata dalle esportazioni dopo il brusco deprezzamento del tasso di cambio lo scorso anno, resterà sostenuta nei prossimi mesi.

Si è rafforzato l'euro in maggio

In maggio l'euro ha registrato un apprezzamento generalizzato contro le valute di tutti i suoi principali partner commerciali e in particolare contro il dollaro statunitense. Verso la fine del mese e agli inizi di giugno la moneta unica ha oscillato attorno ai livelli fatti segnare all'epoca della sua introduzione nei confronti della maggior parte delle principali valute.

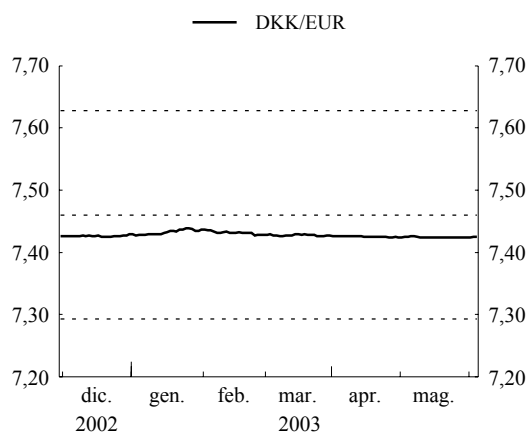
L'euro si è rafforzato nei confronti del dollaro statunitense in maggio (cfr. figura 45). In tale mese gli operatori di mercato sono parsi concentrarsi su segnali di un debole ritmo della ripresa economica negli Stati Uniti, come rispecchiato dai contrastanti dati macroeconomici resisi disponibili, in un contesto di persistente disavanzo di conto corrente e di crescente disavanzo di bilancio. Ai primi di giugno il dollaro statunitense si è stabilizzato, grazie alla pubblicazione di dati statunitensi migliori del previsto, in particolare sul clima di fiducia degli investitori. Il 4 giugno il tasso di cambio dell'euro si è attestato a 1,17 dollari, un valore superiore del 5 per cento a quello di fine aprile 2003 e del 23,6 per cento alla media del 2002.

In maggio lo yen giapponese si è deprezzato nei confronti dell'euro, riflettendo principalmente il protrarsi del rallentamento della crescita economica nipponica, in parte conseguenza dell'impatto sulle esportazioni giapponesi di una debole domanda mondiale (cfr. figura 45). La moneta nipponica si è lievemente apprezzata sul dollaro statunitense. Il 4 giugno l'euro è stato scambiato a 138,60 yen, un livello superiore del 4,2 per

Figura 46

Tassi di cambio negli AEC II

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

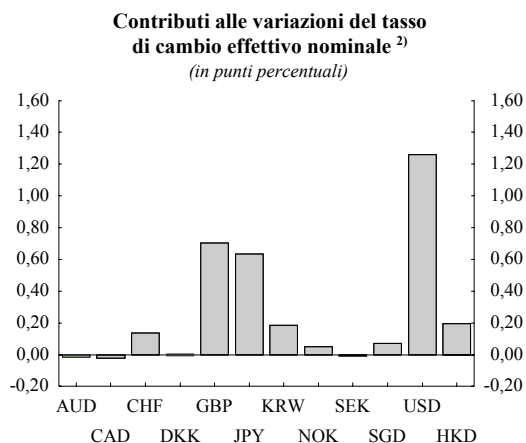
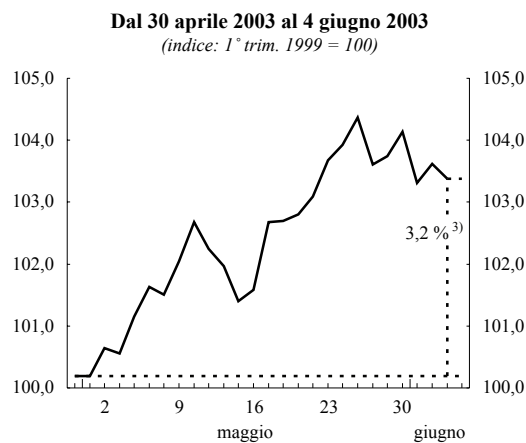
Nota: le linee orizzontali indicano la parità centrale (7,46 corone danesi) e i margini di oscillazione ($\pm 2,25\%$).

cento a quello della fine di aprile e del 17,4 per cento alla media del 2002.

La valuta europea ha guadagnato anche sulla sterlina britannica, in presenza di una decelerazione dell'attività economica nel Regno Unito, come indicato dai dati macroeconomici resi noti, in particolare quelli relativi alla spesa delle famiglie e alle esportazioni. Il 4 giugno l'euro è stato quotato a 0,72 sterline, un livello superiore del 2,9 per cento a quello della fine di aprile e del 14,1 per cento alla media del 2002.

Per quanto riguarda le altre valute europee, la corona danese ha continuato a oscillare in un intervallo ristretto, lievemente al di sotto della propria parità centrale all'interno degli AEC II (cfr. figura 46). Dalla fine di aprile l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della corona svedese e si è apprezzato dell'1,6 per cento sul franco svizzero.

Il 4 giugno, a seguito dell'apprezzamento dell'euro nei confronti di tutti i suoi principali partner commerciali, il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise di 12 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 3,2 per cento al suo valore di fine aprile e di circa il 15 per cento alla media del 2002 (cfr. figura 47). Il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, deflazionato in termini dell'IPC, dell'IPP e del

Figura 47**Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾***(dati giornalieri)*

Fonte: BCE.

- 1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di dodici paesi partner.
- 2) Le variazioni sono calcolate, utilizzando pesi basati sull'interscambio commerciale, nei confronti di dodici importanti partner commerciali.
- 3) Questa cifra rappresenta l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro osservato nel periodo di riferimento.

CLUPM, ha continuato a seguire abbastanza da vicino gli andamenti del tasso di cambio effettivo nominale (cfr. figura 48). Considerate in una prospettiva storica, queste dinamiche hanno riportato gli indici del tasso di cambio effettivo reale dell'euro attorno alle loro medie di lungo periodo, come mostrato in maggior dettaglio nel riquadro 11.

Passa in disavanzo il conto corrente nel primo trimestre

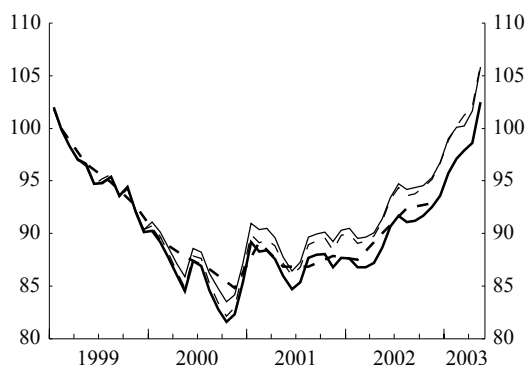
In marzo il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 1,2 miliardi di euro, contro

i 7,4 miliardi nel corrispondente mese del 2002. Il ridotto avanzo è imputabile a una diminuzione di 8,9 miliardi di euro nell'avanzo dei beni, che è stata solo in parte controbilanciata da un più basso disavanzo dei trasferimenti correnti e dal passaggio da un disavanzo a un avanzo nella bilancia dei servizi (cfr. tavola 15).

Nel primo trimestre del 2003 il conto corrente ha registrato un disavanzo di 2,1 miliardi di euro, contro un avanzo di 12 miliardi nel trimestre corrispondente del 2002. Tale andamento ha rispecchiato un calo dell'avanzo dei beni (da 26,7 miliardi di euro nel primo trimestre del 2002 a 14,3 miliardi nel primo trimestre del 2003) e un aumento del disavanzo dei redditi (da 7,4 a 13,8 miliardi di euro), in parte compensati dal passaggio da un disavanzo (4,7 miliardi di euro) a un lieve avanzo (0,3 miliardi) nella bilancia dei servizi. La variazione nel saldo dei beni durante il primo trimestre è imputabile a un incremento sul periodo corrispondente del 4,2 per cento del valore delle importazioni di beni, in parte connesso al significativo rialzo dei prezzi del petrolio in tale periodo, unitamente a una riduzione dell'1,1 per cento del valore delle esportazioni.

Figura 48**Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale¹⁾***(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)*

— nominale
- - reale (basato sui prezzi al consumo)
— reale (basato sui prezzi alla produzione)
- - reale (basato sul CLUPM)



Fonte: BCE.

- 1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2003 (al 4° trim. 2002 per il tasso di cambio effettivo reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

Tavola 15**Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro***(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)*

	2002 gen.-mar.	2002 mar.	2003 gen.-mar.	2003 gen.	2003 feb.	2003 mar.
Conto corrente (saldo)	12,0	7,4	-2,1	-6,5	3,2	1,2
Crediti	416,5	142,0	410,6	143,3	130,8	136,5
Debiti	404,6	134,5	412,7	149,7	127,6	135,3
Beni (saldo)	26,7	13,5	14,3	0,8	8,9	4,6
Esportazioni	256,9	91,8	252,0	81,8	83,1	87,2
Importazioni	228,2	78,3	237,7	80,9	74,2	82,6
Servizi (saldo)	-4,7	-0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,8
Esportazioni	72,5	25,1	74,2	25,2	22,9	26,1
Importazioni	77,3	25,9	73,9	25,6	23,0	25,2
Redditi	-7,4	-0,8	-13,8	-10,1	-2,6	-1,2
Trasferimenti correnti	-2,6	-4,4	-2,9	3,1	-3,0	-3,1
Conto capitale (saldo)	3,2	0,3	1,9	2,1	-0,9	0,7
Conto finanziario (saldo)	-8,2	17,9	-26,3	-15,6	-13,8	3,1
Investimenti diretti	-16,0	-8,1	-6,1	-0,9	2,8	-8,0
All'estero	-55,5	-27,4	-31,7	-10,9	-5,4	-15,3
Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti	-41,6	-27,9	-16,0	-6,7	-5,0	-4,3
Debito, principalmente prestiti intersocietari	-13,9	0,5	-15,7	-4,2	-0,4	-11,0
Nell'area dell'euro	39,5	19,3	25,6	10,0	8,2	7,3
Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti	26,3	20,2	16,6	8,4	5,5	2,7
Debito, principalmente prestiti intersocietari	13,1	-0,9	9,0	1,6	2,7	4,7
Investimenti di portafoglio	-35,8	6,4	14,4	-5,5	-0,8	20,7
Azioni	2,3	1,9	16,7	16,2	2,7	-2,1
Attività	-32,1	-9,9	8,6	2,0	-0,1	6,7
Passività	34,5	11,7	8,1	14,1	2,8	-8,8
Titoli di debito	-38,1	4,5	-2,4	-21,7	-3,5	22,8
Attività	-42,9	-19,0	-59,1	-24,7	-20,4	-14,0
Passività	4,8	23,5	56,7	3,0	16,9	36,8
<i>Per memoria:</i>						
Totale investimenti diretti e di portafoglio	-51,8	-1,7	8,3	-6,4	2,0	12,7
Strumenti finanziari derivati	2,5	-2,9	0,4	-1,0	1,0	0,4
Altri investimenti	44,1	22,7	-47,0	-9,6	-22,3	-15,0
Riserve ufficiali	-3,1	-0,2	12,0	1,5	5,4	5,0
Errori e omissioni	-6,9	-25,6	26,6	20,0	11,6	-4,9

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti. Nel conto finanziario, un segno positivo indica un afflusso di capitali, un segno negativo un deflusso; per le riserve ufficiali, un segno negativo indica un aumento, un segno positivo una diminuzione.

Nel sito Internet della BCE è disponibile un insieme di tavole statistiche con dati dettagliati riguardanti la bilancia dei pagamenti degli Euro 12.

Riquadro 11**L'andamento dei tassi di cambio effettivi dell'euro in prospettiva storica**

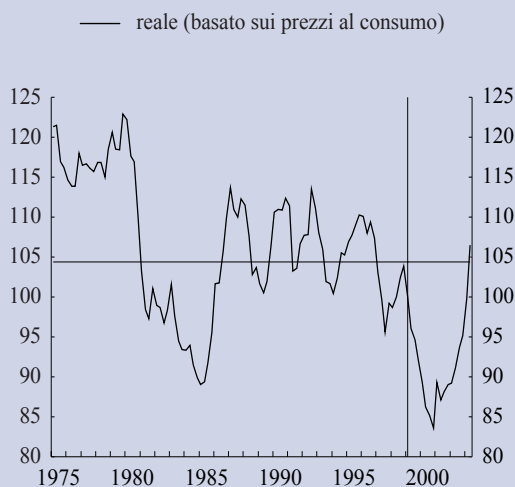
Dopo avere toccato i minimi storici nell'ottobre 2000, il tasso di cambio dell'euro si è apprezzato piuttosto stabilmente, soprattutto nel corso del 2002 e nella prima metà del 2003. L'apprezzamento della moneta unica è stato particolarmente pronunciato rispetto alle divise dei tre maggiori partner commerciali dell'area dell'euro, vale a dire Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. Più specificamente, rispetto ai livelli medi del 2002, l'euro si è apprezzato di più del 23,5 per cento rispetto al dollaro statunitense, di quasi il 17,5 per cento rispetto allo yen giapponese e di circa

il 14 per cento nei confronti della sterlina britannica. Il 4 giugno l'euro è stato scambiato contro queste monete a livelli prossimi a quelli esistenti al momento della sua introduzione. Significativo è stato anche il rafforzamento dell'euro rispetto alle valute asiatiche incluse nel "gruppo ristretto" di dodici importanti partner commerciali dell'area dell'euro rispetto al quale è calcolato l'indice di tasso di cambio effettivo. Nel complesso, questi andamenti si sono tradotti in un apprezzamento in termini effettivi nominali di circa il 15 per cento rispetto alla media del 2002.

Per poter meglio valutare la significatività di queste recenti variazioni del tasso di cambio risulta utile inserirle in una prospettiva storica di più ampio respiro. In questo contesto, l'apprezzamento dell'euro finora sembra costituire una correzione rispetto a livelli piuttosto bassi e, come tale, esso era largamente atteso. Questa valutazione è confermata guardando in una prospettiva di lungo periodo l'andamento dei tassi di cambio effettivi dell'euro sia reali che nominali. La figura A mostra a partire dal 1990 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro e tre indicatori di tasso di cambio effettivo reale, deflazionati rispettivamente con i prezzi al consumo, quelli alla produzione e il costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera

Figura B: Tasso di cambio effettivo reale dell'euro¹⁾

(dati trimestrali; indice: 1° trim. 1999 = 100)

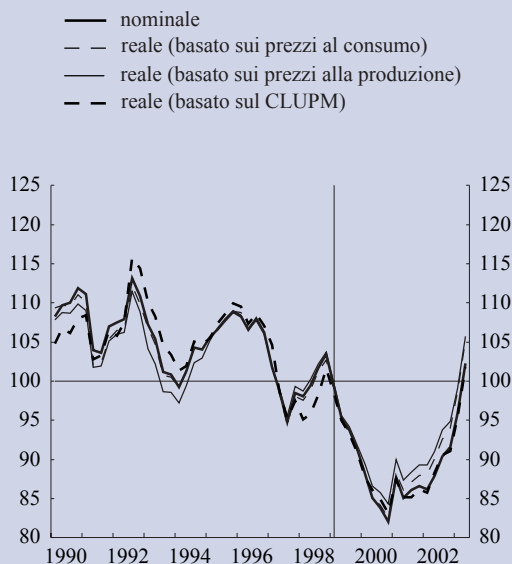


Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce al 2° trim. 2003 ed è una stima. La linea orizzontale indica la media dal 1975.

Figura A: Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale¹⁾

(dati trimestrali; indice: media (1° trim. 1990-1° trim. 2003) = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. L'ultima osservazione si riferisce al 2° trim. 2003. L'ultima osservazione per il tasso di cambio effettivo reale è una stima, con l'eccezione di quello basato sul CLUPM, per il quale gli ultimi due dati sono stimati.

(CLUPM). Questi indicatori, calcolati rispetto alle divise del gruppo ristretto, segnalano che la posizione competitiva delle imprese dell'area ha recentemente raggiunto un livello corrispondente alla propria media dal 1990, indipendentemente dall'indice dei prezzi (IPC o IPP) o di costo (CLUPM) utilizzato per calcolarla.

La figura B conferma ulteriormente questa lettura, estendendo il periodo temporale dell'analisi a partire dal 1975. Il livello attuale del tasso di cambio effettivo reale dell'euro, deflazionato tramite l'IPC, è prossimo alla sua media anche calcolata rispetto a tale più lungo periodo di tempo, mentre il livello dell'ottobre 2000 corrisponde al valore minimo di lungo termine.

Nel complesso, se considerato in un contesto di esperienze storiche passate, che hanno talora registrato aggiustamenti del tasso di cambio piuttosto drammatici, sembra che il recente apprezzamento dell'euro abbia condotto la valuta in un intervallo sostanzialmente in linea con le medie di lungo termine.

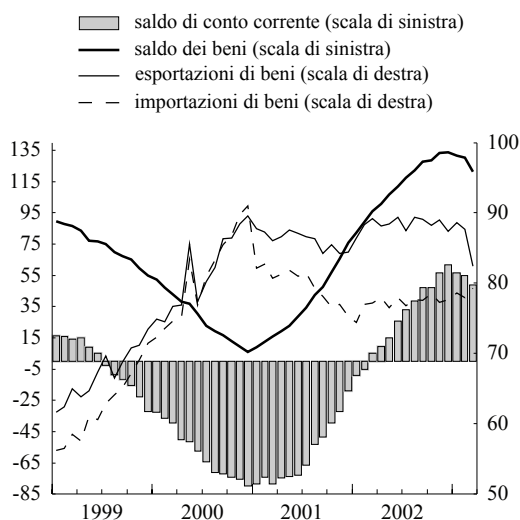
Un esame dell'andamento mensile sulla base di dati destagionalizzati mostra che in marzo il conto corrente ha segnato un disavanzo di 1,7 miliardi di euro, contro un avanzo di 1,9 miliardi il mese precedente. L'avanzo dei beni è diminuito significativamente (da 9,7 miliardi di euro in febbraio a 3,2 in marzo), rispecchiando per lo più un calo considerevole delle esportazioni in valore (da 87,7 a 82,4 miliardi di euro), associato a un leggero incremento delle importazioni, mentre i disavanzi sia del reddito che dei trasferimenti correnti sono stati lievemente inferiori a quelli del mese precedente.

La significativa flessione delle esportazioni di beni in valore in marzo fa seguito al loro lieve calo nella seconda metà dello scorso anno (cfr. figura 49). Tuttavia, la portata della flessione del valore delle esportazioni in marzo è di difficile interpretazione e da valutare con cautela, in quanto gli andamenti di marzo potrebbero essere stati influenzati dal possibile impatto temporaneo sulla domanda estera dell'incertezza geopolitica derivante dalla crisi in Iraq. In una prospettiva di più lungo periodo, i volumi delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro sono rimasti abbastanza

Figura 49

Saldo di conto corrente, saldo dei beni ed esportazioni e importazioni di beni dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati destagionalizzati)



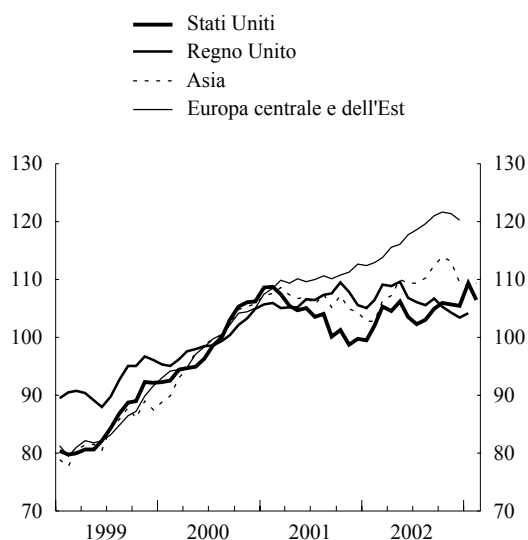
Fonte: BCE.

Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12. I saldi sono cumulati su dodici mesi; le esportazioni e le importazioni di beni sono espresse in valori mensili.

Figura 50

Volume delle esportazioni dell'area dell'euro verso alcuni partner commerciali ¹⁾

(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2003.

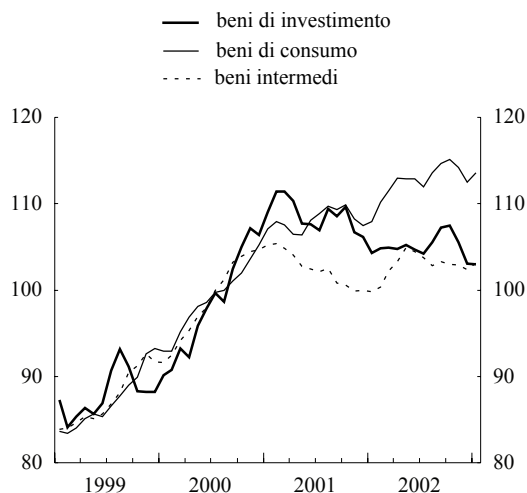
invariati dalla seconda metà dello scorso anno, in concomitanza con una debole domanda estera e con la perdita di competitività di prezzo risultante dall'apprezzamento dell'euro. Gli ultimi dati sui volumi degli scambi commerciali fino al febbraio 2003 mostrano che i volumi delle esportazioni verso molti dei più grandi mercati d'esportazione dell'area sono stati in diminuzione o sono rimasti deboli di recente (cfr. figura 50). Per quanto riguarda le categorie merceologiche, i volumi delle esportazioni di beni d'investimento, di consumo e intermedi sono parimenti stati deboli negli ultimi mesi (cfr. figura 51). Intanto, nello stesso periodo i prezzi delle esportazioni sono diminuiti, a indicazione che gli esportatori dell'area stanno riducendo i margini di profitto nell'intento di controbilanciare in parte la perdita di competitività dovuta all'apprezzamento dell'euro.

Nel contempo, le importazioni di beni in valore sono anch'esse rimaste deboli, rispecchiando sia ridotti volumi di importazioni sia un leggero calo dei prezzi all'importazione. Sembrerebbe che la debolezza della domanda nell'area dell'euro, specie per categorie di spesa ad alta intensità di beni d'importazione, quali gli investimenti e le esportazioni, potrebbe aver controbilanciato l'impatto

Figura 5 I

Volume delle esportazioni di alcuni tipi di beni verso l'esterno dell'area dell'euro¹⁾

(2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2003.

al rialzo sui volumi importati che, a parità di condizioni, l'apprezzamento dell'euro avrebbe dovuto comportare. Parallelamente, la pressione al ribasso sui prezzi all'importazione dovuta all'apprezzamento dell'euro sembra essere stata in parte compensata dal rincaro del petrolio durante il primo trimestre del 2003. Tuttavia, in prospettiva, nella parte restante dell'anno dovrebbero materializzarsi significative pressioni al ribasso sui prezzi all'importazione, per via dell'impatto ritardato dell'apprezzamento dell'euro e, qualora si mantenga, del recente calo dei prezzi del petrolio.

Si registrano afflussi netti per investimenti di portafoglio nel primo trimestre

Gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti pari a

12,7 miliardi di euro in marzo (cfr. tavola 15). Tale risultato riflette afflussi netti per investimenti di portafoglio (20,7 miliardi di euro), in quanto gli investimenti diretti hanno riportato deflussi netti per 8 miliardi di euro, derivanti principalmente da transazioni in investimenti diretti all'estero.

Gli andamenti degli investimenti di portafoglio sono stati per lo più ascrivibili a consistenti acquisti netti (36,2 miliardi di euro) di obbligazioni e notes dell'area da parte di investitori non residenti, che hanno più che controbilanciato gli ingenti acquisti netti di obbligazioni e notes estere da parte degli investitori dell'area. In marzo i flussi transfrontalieri di strumenti di mercato monetario sono stati deboli. Per quanto riguarda i titoli azionari, le transazioni degli investitori, residenti e non, mostrano un rimpatrio di fondi verso i mercati d'origine, risultato forse dell'incertezza geopolitica generata dalla crisi irachena in tale periodo.

Nel complesso, i flussi dell'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio hanno subito un'inversione di segno, da deflussi netti per 51,8 miliardi di euro nel primo trimestre del 2002 ad afflussi netti per 8,3 miliardi nel periodo corrispondente del 2003. Tale variazione è stata determinata principalmente dall'evoluzione dei titoli di debito, che hanno registrato una diminuzione dei deflussi netti da 38,1 a 2,4 miliardi di euro nel periodo, dato che gli investitori esteri hanno incrementato i loro acquisti di titoli di debito dell'area dell'euro. Ciò è in linea con lo spostamento osservato nel 2002 tra gli investitori esteri verso maggiori acquisti di titoli di debito dell'area dell'euro. Per contro, i flussi azionari transfrontalieri sono andati riducendosi a causa del calo delle quotazioni azionarie in tutto il mondo.

I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria

Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha annunciato gli elementi principali della sua strategia di politica monetaria orientata alla stabilità, che si articola in una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi e in un quadro di riferimento basato su due pilastri per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi. A oltre quattro anni dall'annuncio, il Consiglio direttivo ha ritenuto utile esaminare la strategia alla luce dell'esperienza acquisita. L'8 maggio 2003 esso ha confermato la definizione di 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, da mantenere in un orizzonte di medio periodo. Il Consiglio ha altresì precisato che, nel perseguimento di tale obiettivo, si prefigge di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Inoltre, ha confermato che le decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi, articolato in un'analisi economica e in un'analisi monetaria, preservando così l'approccio a due pilastri per l'organizzazione, la valutazione e la verifica incrociata delle informazioni rilevanti ai fini di politica monetaria. La struttura della dichiarazione introduttiva del Presidente per la conferenza stampa mensile della BCE è stata modificata allo scopo di riflettere adeguatamente tale approccio. Infine, il Consiglio direttivo ha deciso di non sottoporre più a revisione annuale il valore di riferimento per la crescita della moneta.

I Introduzione

L'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha reso noti i risultati della propria valutazione della strategia di politica monetaria della BCE¹⁾. Tale valutazione, effettuata dopo oltre quattro anni di efficace conduzione della politica monetaria per l'area dell'euro, ha tenuto conto del dibattito pubblico e di numerosi studi svolti dagli esperti della BCE²⁾. Da questa riflessione è scaturita la conferma da parte del Consiglio direttivo degli elementi principali della strategia annunciata nel 1998, ossia la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi e l'articolazione in due pilastri dell'esame complessivo dei rischi per la stabilità dei prezzi³⁾. Tuttavia, il Consiglio direttivo ha voluto anche precisare per il pubblico alcuni aspetti della strategia.

Il Consiglio direttivo ha confermato la definizione di stabilità dei prezzi, che consiste in "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento", e che questa "deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Inoltre, esso ha specificato il punto focale della sua politica monetaria nell'ambito della definizione, affermando che nel perseguimento della stabilità dei prezzi la BCE si propone di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. In tal modo, il

Consiglio direttivo ha sottolineato il suo impegno a mantenere un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione, tenendo presente l'insieme delle altre considerazioni rilevanti.

È stato anche confermato che le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo continueranno a basarsi su un'analisi completa dei rischi per la stabilità dei prezzi fondata su un quadro di riferimento a due pilastri. Questi sono rappresentati dall'*analisi economica*, volta a individuare i rischi per la stabilità dei prezzi a breve e medio termine, e dall'*analisi monetaria*, tesa a valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, data la stretta relazione esistente fra moneta

1) Cfr. il comunicato stampa della BCE La strategia di politica monetaria della BCE, dell'8 maggio 2003.

2) Il giorno dell'annuncio la BCE ha pubblicato sul suo sito Internet una serie di studi, svolti dai propri esperti, che hanno fornito al Consiglio direttivo spunti di riflessione sulla strategia di politica monetaria della BCE. Un sunto delle conclusioni più rilevanti tratte da queste ricerche è fornito nel documento Sintesi degli studi svolti ai fini della riflessione sulla strategia di politica monetaria della BCE.

3) Cfr. il comunicato stampa della BCE A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB del 13 ottobre 1998, gli articoli: La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, nel Bollettino mensile di gennaio 1999 e I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, nel Bollettino di novembre 2000, nonché la pubblicazione The Monetary Policy of the ECB (2001).

e prezzi su orizzonti temporali estesi. Al fine di pervenire a un giudizio univoco sui rischi per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha rimarcato che continuerà a sottoporre a verifica incrociata le informazioni derivanti da questi due approcci. Per quel che riguarda l'analisi monetaria, esso ha deciso inoltre di abbandonare la prassi di rivedere a cadenza annuale il valore di riferimento per la crescita della moneta, allo scopo di evidenziare la natura di lungo periodo di questo valore quale *benchmark* per valutare gli andamenti monetari.

L'8 maggio il Presidente della BCE ha sottolineato che queste decisioni riflettono il successo conseguito nel complesso dalla strategia di politica monetaria della BCE dalla sua adozione e assicurano la piena continuità con la conduzione della politica monetaria degli anni passati. In particolare, fin dal gennaio 1999 le aspettative di inflazione a più lungo termine sono state saldamente ancorate a livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi, attestandosi su valori

compresi tra l'1,7 e l'1,9 per cento (cfr. figura 1). Si tratta di un risultato ragguardevole a fronte dei considerevoli shock sfavorevoli sui prezzi, fra cui il significativo incremento delle quotazioni petrolifere tra il 1999 e il 2000, il notevole deprezzamento del tasso di cambio dell'euro tra luglio 1999 e ottobre 2000 e i forti rincari dei prodotti alimentari nel 2001⁴⁾.

Nel corso degli anni il pubblico ha acquisito una maggiore comprensione della strategia di politica monetaria della BCE, grazie all'attività di comunicazione dell'Eurosistema, all'esperienza maturata nella conduzione della politica monetaria e ai miglioramenti del quadro analitico che hanno permesso di consolidare e affinare gli elementi della strategia. Tuttavia, alcuni aspetti della strategia si sono rivelati difficili da comunicare efficacemente e hanno dato luogo ad alcune controversie tra gli osservatori. Nell'ambito della revisione della propria strategia, il Consiglio direttivo ha pertanto esaminato anche questi aspetti.

2 La definizione quantitativa di stabilità dei prezzi

Gli aspetti principali della definizione

L'articolo 105, paragrafo 1, del Trattato che istituisce la Comunità europea assegna alla BCE l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nell'ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la definizione quantitativa della stabilità dei prezzi quale uno degli elementi fondamentali della sua strategia di politica monetaria.

Facendo riferimento a "un aumento dello IAPC inferiore al 2 per cento", la definizione chiarisce che sia l'inflazione sia la deflazione sono incompatibili con la nozione di stabilità dei prezzi. Il limite superiore è stato fissato ben al di sopra dello zero (al 2 per cento) in modo da incorporare un margine di sicurezza contro la deflazione; ciò permette di salvaguardare il sistema economico dalla possibilità che la politica monetaria incorra in una situazione in cui non sia più in grado di rispondere in modo adeguato agli shock negativi attraverso i tassi di riferimento, per via del limite inferiore pari a zero dei tassi di interesse nominali. La definizione di

stabilità dei prezzi annunciata nell'ottobre 1998 non specifica alcun limite inferiore per il tasso di inflazione, data l'incertezza che circonda l'entità di una potenziale distorsione di misurazione dello IAPC e la sua possibile variazione nel tempo. Tuttavia, fissando il limite superiore ben al di sopra dello zero, la politica monetaria tiene conto dell'eventualità che l'inflazione misurata sullo IAPC sia leggermente sovrastimata rispetto a quella effettiva, per un lieve ma positivo errore di misurazione dell'indice dei prezzi. Al contempo, il limite superiore del 2 per cento è sufficientemente basso da consentire di fruire appieno dei benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi.

Un aspetto fondamentale della politica monetaria della BCE consiste nel perseguimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. La BCE riconosce che la politica monetaria non può, e quindi non deve, cercare di regolare gli andamenti dei prezzi

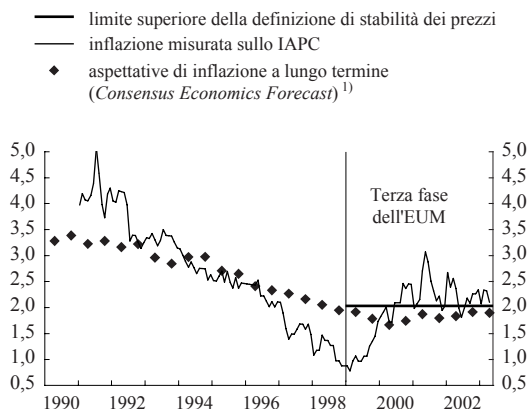
4) Cfr. il riquadro L'accumularsi di shock all'inflazione dall'avvio della Terza fase della UEM, nel Bollettino mensile di giugno 2002, alle pagg. 35-37.

Figura 1

L'inflazione e le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro

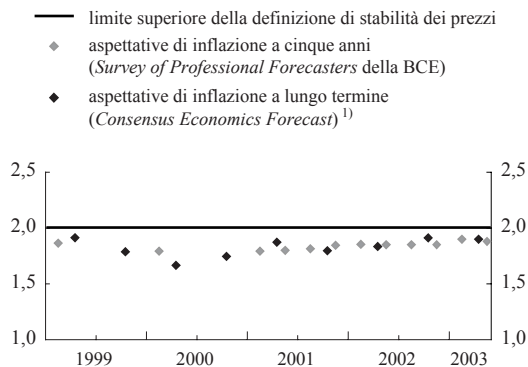
Inflazione e aspettative di inflazione a più lungo termine (1990-2003)

(variazioni percentuali nel periodo corrispondente)



Aspettative di inflazione a più lungo termine (1999-2003)

(variazioni percentuali nel periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Consensus Economics Forecasts e Survey of Professional Forecasters della BCE.

1) Fino a dicembre 2002, media ponderata dei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro, che incidono per oltre l'80 per cento sul PIL dell'area.

nel breve periodo. Come si spiega nel riquadro I, l'orientamento di medio termine permette inoltre alla politica monetaria di tenere conto delle preoccupazioni relative alle fluttuazioni del prodotto, fatto salvo il conseguimento dell'obiettivo primario.

La decisione del Consiglio direttivo di pubblicare la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi ha fornito al pubblico un *benchmark* per

la formazione delle aspettative di inflazione e la fissazione di prezzi e salari. Come si è rilevato, ciò ha consentito di ancorare saldamente le attese di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro a livelli molto stabili e coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi (cfr. figura 1), contribuendo così al regolare funzionamento della politica monetaria.

La precisazione fornita l'8 maggio 2003

Nell'annuncio dell'8 maggio 2003, il Consiglio direttivo della BCE ha riconfermato la sua definizione di stabilità dei prezzi e ha precisato nel contempo che si propone di mantenere l'inflazione su livelli "prossimi al 2 per cento nel medio periodo". In tal modo esso ha sottolineato che la politica monetaria, ponendosi come punto focale un livello di inflazione inferiore ma prossimo al limite superiore della definizione, garantisce "un margine di sicurezza sufficientemente ampio a salvaguardia dai rischi di deflazione". Tale margine "tiene altresì conto di possibili distorsioni nella misurazione dello IAPC, nonché delle implicazioni dei differenziali di inflazione all'interno dell'area dell'euro".

Si è in tal modo reso esplicito l'impegno della BCE a mantenere l'inflazione su tassi inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Tale impegno è del tutto coerente con la politica monetaria condotta finora dalla BCE e con il modo in cui essa è stata interpretata dai mercati, come dimostrano le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro, che si collocano su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento dal 1999.

Gli elementi sui quali si è basata la valutazione della definizione di stabilità dei prezzi

Al fine di giungere alla decisione adottata l'8 maggio, il Consiglio direttivo della BCE ha valutato l'esperienza acquisita riguardo alla definizione quantitativa dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e i principali aspetti su cui si fonda tale definizione: la scelta di una misura dei prezzi appropriata ai fini di politica monetaria, i costi dell'inflazione, le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi.

Riquadro I

L'orientamento a medio termine della politica monetaria della BCE

Il sistema economico è costantemente soggetto a shock in larga parte imprevedibili che incidono anche sull'andamento dei prezzi. Allo stesso tempo, la politica monetaria può influenzare l'evoluzione dei prezzi solo con notevoli ritardi¹⁾. Inoltre tali ritardi sono variabili (dipendono ad esempio dal contesto economico) ed estremamente incerti come la maggior parte delle relazioni economiche. Di conseguenza, sarebbe impossibile per qualsiasi banca centrale mantenere costantemente l'inflazione su uno specifico livello obiettivo o anche riportarla in breve tempo al livello auspicato. La politica monetaria non dispone di strumenti adeguati per regolare in maniera puntuale gli andamenti economici o controllare l'evoluzione dei prezzi su un orizzonte di breve periodo. Essa deve invece agire in un'ottica orientata al futuro, mantenendo la stabilità dei prezzi su periodi più lunghi. In ciò consiste essenzialmente l'orientamento a medio termine della BCE.

In tale contesto, la scelta di un orizzonte prefissato per la conduzione della politica monetaria risulterebbe arbitraria poiché il meccanismo di trasmissione interessa un arco di tempo variabile e incerto. Inoltre, la scelta di un orizzonte fisso risulta problematica anche perché la risposta ottimale di politica monetaria per assicurare la stabilità dei prezzi dipende sempre dalla natura specifica e dalla portata degli shock che colpiscono il sistema economico. Per molti tipi di shock (ad esempio quelli dal lato della domanda, che determinano una pressione sul prodotto e sui prezzi nella stessa direzione) una pronta reazione di politica monetaria non solo preserva la stabilità dei prezzi, ma contribuisce a stabilizzare l'economia. Tuttavia, nel caso di altri shock (ad esempio quelli che esercitano una pressione sui costi), il prodotto e i prezzi tendono a seguire dinamiche di segno opposto. Una risposta eccessivamente aggressiva volta a ripristinare la stabilità dei prezzi in un arco di tempo molto breve rischierebbe, in queste circostanze, di imporre un costo significativo in termini di variabilità del prodotto e dell'occupazione. In questi casi, è ampiamente riconosciuto che una risposta graduale di politica monetaria risulta appropriata al fine di evitare un'elevata, non necessaria, variabilità nell'attività reale. Quindi, l'orientamento a medio termine conferisce alla BCE la flessibilità richiesta per rispondere in maniera adeguata ai differenti shock economici. In particolare, esso consente di evitare l'immissione di volatilità non necessaria nel sistema, tenendo conto della preoccupazione riguardo alla stabilizzazione del prodotto e dell'occupazione e fornendo il proprio contributo in questo senso.

1) *Cfr., per stime recenti relative all'area dell'euro, l'articolo* Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, *nel Bollettino mensile di ottobre 2002.*

La scelta dell'indice dei prezzi

Nel formulare una definizione quantitativa dell'obiettivo di politica monetaria, l'indice dei prezzi utilizzato deve possedere diverse proprietà essenziali, tra le quali credibilità e trasparenza (ad esempio, deve essere di facile comprensione per il pubblico), nonché un elevato grado di affidabilità (deve essere soggetto solo di rado a revisioni). Inoltre, è indispensabile che esso sia disponibile con sufficienti tempestività e frequenza. Per potersi avvalere di un indice in grado di soddisfare tali criteri per l'intera area dell'euro, la BCE ha deciso nel 1998 di definire la stabilità dei prezzi con riferimento all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) complessivo, elaborato dall'Eurostat sulla base di criteri omogenei per tutti i paesi dell'Unione europea.

Lo IAPC fornisce la misura che più si avvicina alle variazioni nel tempo del prezzo di un paniere rappresentativo di beni di consumo e di servizi acquistati dalle famiglie dell'area dell'euro. Il ricorso a questo indice segnala chiaramente l'impegno dell'Eurosistema a salvaguardare il potere d'acquisto della moneta in maniera completa ed efficace.

Talvolta si è sostenuto che le banche centrali dovrebbero invece definire il proprio obiettivo principale sulla base di misure dell'inflazione "di fondo" (inflazione *core* o *underlying*)⁵⁾, poiché queste

5) *Cfr., per un esame più dettagliato l'articolo* Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, *nel Bollettino mensile di luglio 2001.*

consentono di depurare l'inflazione complessiva dalle componenti più variabili e/o dai fattori di natura temporanea, in maniera da rilevare le tendenze più di fondo dei prezzi. Tuttavia, ricorrere a una misura di questo tipo per definire la stabilità dei prezzi non permetterebbe di soddisfare i criteri menzionati, in particolare quello della trasparenza, cui gli indici dei prezzi devono rispondere per essere rilevanti ai fini di politica monetaria. Inoltre, questa scelta presenterebbe elementi di arbitrarietà, poiché non esiste una metodologia unica o incontestata per ricavare tali misure.

In ogni caso, giova puntualizzare che pur definendo l'obiettivo di stabilità dei prezzi con riferimento a una misura dell'inflazione complessiva, nelle sue deliberazioni la BCE non rivolge in alcun modo un'eccessiva attenzione alla sua dinamica di breve periodo. L'orientamento di medio termine della strategia di politica monetaria assicura che, nell'adottare le proprie decisioni, il Consiglio direttivo non dia peso alla volatilità di breve periodo dei prezzi.

Le osservazioni esposte confermano nel loro insieme che lo IAPC è la misura adeguata per definire la stabilità dei prezzi. Nel contempo, è importante che nel quadro delle analisi che essa conduce regolarmente la BCE continui a esaminare, come indicatori, i sottoindici dello IAPC e le misure dell'inflazione di fondo. Questo esame può talvolta contribuire a individuare la natura degli shock che sottendono agli andamenti dei prezzi e alla loro dinamica di più lungo periodo. Le funzioni di indicatore non vanno però confuse con il ruolo svolto dallo IAPC quale indice dei prezzi utilizzato per specificare la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi.

I costi dell'inflazione e le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi

La scelta di una quantificazione specifica dell'obiettivo che la banca centrale intende perseguire nel medio periodo comporta la ricerca di un equilibrio che tenga conto, da una parte, dei costi dell'inflazione e, dall'altra, delle possibili ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi.

I costi dell'inflazione

L'inflazione genera considerevoli costi sociali attraverso una serie di canali.

- L'inflazione distorce la funzione di segnale dei prezzi relativi, soprattutto in presenza di "rigidità nominali", riducendo in tal modo l'efficienza allocativa dei mercati.
- Un'inflazione più elevata può acuire l'incertezza ad essa relativa e, di conseguenza, i premi per il rischio richiesti e i costi sociali.
- Poiché i sistemi fiscali non consentono di norma l'indicizzazione delle aliquote di imposta al tasso di inflazione, gli effetti distorsivi dell'imposizione sono aggravati dagli incrementi dell'inflazione.
- L'inflazione fa aumentare i costi sostenuti dagli operatori nel ricercare una riserva di valore alternativa ai saldi monetari (*shoe-leather costs*) per tutelarsi da perdite di ricchezza in termini reali.
- Per alcuni beni e servizi, costi di aggiustamento dei listini (*menu costs*) vengono sostenuti ogniqualvolta si registrano variazioni dei prezzi, che sono più frequenti con tassi di inflazione più elevati.
- Poiché alcuni gruppi sociali hanno possibilità più limitate di tutelarsi dal rischio di inflazione, quest'ultima incide sulla distribuzione del reddito e della ricchezza (ad esempio attraverso effetti redistributivi dai creditori ai debitori). A tale proposito, sono solitamente i gruppi più deboli che risentono in misura maggiore dell'inflazione.

Le stime empiriche sull'entità dei costi dell'inflazione sono variabili; tuttavia l'evidenza e le ricerche svolte confermano in maniera concorde che questa genera significativi costi sociali. Gli studi più recenti suggeriscono che i costi dell'inflazione sono forse più elevati di quanto si pensasse in precedenza e dimostrano che persino tassi moderati possono comportare costi significativi. Come è ampiamente riconosciuto, se non fosse per i fattori che sconsigliano di mantenere l'inflazione su

livelli prossimi allo zero (cfr. la sezione successiva), vi sarebbero ottime ragioni per perseguire la stabilità dei prezzi in senso stretto, ovvero un'inflazione pari a zero.

Le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi

Malgrado i significativi costi generati dall'inflazione, diverse considerazioni suggeriscono che sarebbe auspicabile mantenere un tasso di inflazione moderatamente positivo. Il dibattito sulla questione verte in genere su tre principali argomentazioni: i rischi di deflazione e il limite inferiore pari a zero dei tassi di interesse nominali, la possibile esistenza di una distorsione verso l'alto nella misurazione dell'inflazione, la presenza di rigidità nominali verso il basso di prezzi e salari. Inoltre, se non è stata ancora raggiunta una completa convergenza in termini reali tra le regioni di un'unione valutaria, possono emergere fra queste ultime differenziali d'inflazione di natura strutturale. In linea di principio, tali differenziali potrebbero esacerbare i timori sul regolare funzionamento del processo di aggiustamento in alcune regioni. Le sezioni seguenti approfondiscono le ragioni per tollerare tassi di inflazione moderatamente positivi.

Il limite inferiore pari a zero dei tassi di interesse nominali e i rischi di deflazione

Molte delle fonti dei costi connessi all'inflazione, quali le distorsioni indotte nei prezzi relativi, sono altresì rilevanti in un contesto di costante diminuzione del livello dei prezzi. Tuttavia, gli episodi di prolungata deflazione, sebbene siano molto improbabili in sistemi che non presentano gravi squilibri macroeconomici, potrebbero comportare rischi specifici per la stabilità degli andamenti economici. In particolare, un periodo di protratta deflazione caratterizzato da debole crescita economica, può vincolare la conduzione della politica monetaria da parte della banca centrale, poiché i tassi di interesse nominali non possono essere ridotti al di sotto dello zero. Di fatto, qualsiasi tentativo di portare i tassi di interesse nominali su un livello significativamente inferiore allo zero è destinato a fallire, poiché gli operatori economici preferirebbero detenere contante anziché prestare o depositare i propri fondi a un tasso negativo. In presenza di deflazione, il limite zero dei tassi di

interesse nominali restringe il margine di manovra della banca centrale per ridurre i tassi di interesse in termini reali, al fine di stimolare la domanda e contrastare le pressioni al ribasso sui prezzi. La deflazione può inoltre far aumentare l'onere del debito delle famiglie e delle imprese in termini reali accrescendo i rischi di instabilità finanziaria.

Sebbene sia possibile intraprendere diverse azioni di politica monetaria anche quando i tassi di interesse nominali si collocano sullo zero e siano state proposte diverse soluzioni per sfuggire alla trappola deflazionistica, l'efficacia di queste misure alternative è incerta. Ciò indica che la politica monetaria dovrebbe mantenere un margine di sicurezza contro la deflazione prefiggendosi di conseguire un tasso di inflazione moderatamente positivo invece che pari a zero.

Diversi studi hanno cercato di determinare la probabilità che i tassi di interesse nominali raggiungano lo zero in rapporto a differenti obiettivi di inflazione perseguiti dalla banca centrale. La maggior parte delle ricerche indica che questa probabilità si riduce notevolmente quando la banca centrale mira a mantenere il tasso di inflazione al di sopra dell'1 per cento nel medio periodo⁶⁾.

La distorsione nella misurazione dell'indice dei prezzi

Per varie ragioni, la misurazione dell'indice dei prezzi al consumo può essere soggetta a errori, suscettibili di verificarsi se i prezzi non sono adeguatamente corretti per tenere conto delle variazioni della qualità o se transazioni rilevanti rimangono sistematicamente escluse dal campione utilizzato per la costruzione dell'indice. In passato tali errori sistematici sono stati solitamente stimati come positivi ma di entità modesta per alcuni paesi industriali, con la conseguenza che un tasso di inflazione misurato pari a zero potrebbe implicare una lieve diminuzione del livello effettivo dei prezzi.

6) *Altri studi pervengono a risultati diversi. Essi tuttavia sembrano sovrastimare il rischio che i tassi di interesse nominali si collochino sullo zero, poiché ipotizzano un tasso di interesse reale di equilibrio che appare irrealisticamente basso oppure assumono che la politica monetaria non reagisca in maniera ottimale a fronte di rischi deflazionistici.*

Si dispone di scarse evidenze circa una distorsione nella misurazione dello IAPC dell'area dell'euro, data l'esistenza ancora breve dell'indice. Secondo alcune ricerche l'entità della distorsione è probabilmente limitata, sebbene il grado di incertezza che caratterizza le stime sconsigli di fare riferimento a un valore specifico. Inoltre, tenendo conto dei continui miglioramenti apportati dall'Eurostat alle proprietà dello IAPC, tale distorsione dovrebbe ridursi in futuro. Nel complesso, la possibile presenza di una distorsione appare di un ordine minore di importanza, al fine di stabilire un margine di sicurezza al di sopra dello zero per i tassi di inflazione, se messa a confronto con le considerazioni relative ai rischi di deflazione.

Le rigidità nominali verso il basso di prezzi e salari

I movimenti dei prezzi relativi sono fondamentali per un'efficiente allocazione delle risorse in un'economia di mercato. Il loro adeguamento agli shock potrebbe divenire troppo lento nel caso in cui i prezzi e i salari fossero soggetti a rigidità nominali verso il basso, ossia se vi fossero resistenze all'accettazione di diminuzioni nominali dei prezzi e dei salari. A tale proposito, si è sostenuto che un modesto livello di inflazione può in effetti "oliare" l'aggiustamento dei prezzi relativi e quindi anche dell'economia reale ai diversi shock.

Tuttavia, l'importanza nella pratica delle rigidità nominali verso il basso risulta molto incerta e l'evidenza empirica non è conclusiva, in particolare per l'area dell'euro. L'analisi è notevolmente offuscata da diversi fattori, il primo dei quali è la scarsità di evidenze dovuta alla sporadicità di protratti periodi di bassa inflazione nella maggior parte dei paesi.

Per quanto concerne il processo di fissazione dei prezzi, l'evidenza basata sulla distribuzione delle variazioni degli indici dei prezzi dell'area dell'euro indica che le diminuzioni dei prezzi nominali sono relativamente frequenti. Per quanto riguarda il processo di formazione dei salari, i risultati degli studi empirici condotti evidenziano in generale una certa concentrazione delle variazioni dei salari intorno allo zero, ma anche una proporzione consistente di lavoratori che subiscono riduzioni delle retribuzioni. Quest'ultimo fenomeno riflette probabilmente la crescente importanza delle componenti

flessibili dei salari (ad esempio, un più ampio ricorso a sistemi di compensazione basati sui risultati o la retribuzione del lavoro straordinario), che dovrebbe attenuare le eventuali rigidità nominali verso il basso. Inoltre, nella valutazione di tali rigidità si dovrebbe tenere conto dell'impatto di tassi di incremento positivi della produttività sul costo del lavoro per unità di prodotto. Una tendenza positiva della crescita della produttività permette alle imprese di ridurre il costo unitario del lavoro senza necessariamente abbassare i salari nominali. Inoltre, tali rigidità potrebbero tendere a diminuire e persino venire meno nel quadro di una transizione permanente e credibile verso un contesto di bassa inflazione.

Infine, anche se certe rigidità continuano a sussistere, il fatto di "asseccarle" con un tasso di inflazione più elevato potrebbe comportare il rischio di un ulteriore radicamento di questa indesiderabile caratteristica strutturale in alcune economie. È invece d'importanza cruciale che le riforme strutturali siano mirate ad accrescere la flessibilità dei mercati dei beni e servizi e di quelli del lavoro e a consentire che tutti i paesi dell'area dell'euro fruiscono appieno dei benefici derivanti dalla stabilità dei prezzi.

L'insieme delle considerazioni esposte indica che non va attribuita eccessiva rilevanza alle rigidità nominali verso il basso, relativamente al loro impatto sul margine di sicurezza per tassi di inflazione tollerabili.

I persistenti differenziali di inflazione in un'unione monetaria

In linea di principio, i differenziali di inflazione tra regioni sono e devono essere considerati caratteristica comune di una qualsiasi unione monetaria⁷⁾ e parte integrante del meccanismo di adeguamento risultante dagli shock dal lato della domanda e dell'offerta che colpiscono le economie delle regioni. In qualsiasi area monetaria, che si tratti di un'unione o di un singolo paese, la

7) L'attuale grado di dispersione dei tassi di inflazione tra i paesi dell'area dell'euro è sostanzialmente comparabile a quello osservato tra le grandi regioni degli Stati Uniti. Cfr. il riquadro La dispersione dell'inflazione nei paesi dell'area dell'euro e nelle aree metropolitane degli Stati Uniti, nel Bollettino mensile di aprile 2003, alle pagg. 22-23.

politica monetaria non può e non deve cercare di ridurre i differenziali di inflazione tra regioni o città. A seconda dell'origine e delle cause dei differenziali di inflazione, può essere invece necessario intervenire a livello regionale per evitare che questi generino fenomeni negativi per determinate regioni.

Malgrado ciò, i differenziali di inflazione possono avere una componente strutturale in ogni unione monetaria, dovuta ad esempio a differenze del livello di reddito e a un processo di convergenza degli standard di vita. Giacché tali differenziali sono inevitabili, è stato argomentato che la politica monetaria dovrebbe mirare a conseguire nel medio periodo un tasso di inflazione per l'intera area sufficientemente elevato da evitare che le regioni con livelli di inflazione inferiori sostengano i considerevoli costi derivanti dalle rigidità nominali verso il basso, o entrino in un periodo di prolungata diminuzione dei prezzi. Nella valutazione dei persistenti differenziali di inflazione nell'area dell'euro, spesso si attribuisce notevole importanza all'ipotesi Balassa-Samuelson⁸⁾. Secondo tale ipotesi, in certe condizioni persistenti differenziali di inflazione tra due regioni possono essere causati da differenze del tasso relativo di crescita della produttività tra il settore dei beni commerciabili internazionalmente e quello dei beni non commerciabili internazionalmente di ciascuna regione. Queste differenze possono derivare da un processo di convergenza degli standard di vita all'interno dell'area dell'euro. L'effetto Balassa-Samuelson riflette quindi un "fenomeno di equilibrio" che, in linea di principio, non richiede misure correttive di politica economica.

In base agli studi empirici effettuati, la portata dell'effetto Balassa-Samuelson nell'area dell'euro, sebbene difficile da stimare con grande precisione, appare limitata. La maggior parte delle stime

empiriche indica che il tasso di inflazione medio dei paesi con livelli di inflazione inferiori è, al massimo, più basso di mezzo punto percentuale rispetto al tasso medio dell'intera area. Inoltre, la dimensione di questo effetto nelle attuali regioni dell'area dell'euro dovrebbe gradualmente diminuire nel tempo, considerato il processo di convergenza del PIL pro capite tra i paesi.

Nella prospettiva di un probabile ampliamento dell'area dell'euro, la rilevanza complessiva dell'effetto Balassa-Samuelson dovrebbe altresì rimanere limitata, dato il modesto peso relativo delle economie dei paesi in procinto di aderire all'Unione europea in rapporto all'area dell'euro allargata. Inoltre, in vista dell'adozione dell'euro, questi ultimi dovranno soddisfare i criteri di convergenza; ciò richiede loro di dimostrare di avere raggiunto un grado di convergenza sufficiente e di avere soddisfatto le condizioni necessarie a un contesto durevole di bassa inflazione prima dell'adozione dell'euro.

Infine, si ritiene estremamente improbabile che un singolo paese o una singola regione dell'area dell'euro sperimenti episodi di persistente diminuzione dei prezzi, a fronte di una stabilità nel complesso dell'area. Se tale evento dovesse verificarsi, comporterebbe significativi guadagni in termini di competitività; i conseguenti effetti positivi sulla domanda dei loro prodotti compenserebbero le spinte deflative, scongiurando in tal modo ogni attesa che tale situazione possa protrarsi nel tempo. Da questo punto di vista, un periodo di contrazione dei prezzi in un paese partecipante a un'unione monetaria dovrebbe essere considerato principalmente come un adeguamento dei prezzi relativi all'interno dell'unione. A tale proposito, la politica monetaria dovrebbe vigilare affinché non insorgano situazioni che comportano rischi di deflazione per l'area considerata nel suo insieme.

3 L'analisi dei rischi per la stabilità dei prezzi

Gli aspetti principali del quadro di riferimento

La BCE ha sempre chiarito che il suo approccio nell'organizzare, esaminare e sottoporre a verifica incrociata le informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si

fondava su due prospettive analitiche, definite i "due pilastri". Questo approccio opera una distinzione

8) Cfr. Balassa, B. (1964), The purchasing power parity doctrine: a reappraisal, *The Journal of Political Economy*, n. 72, dicembre, pagg. 584-596; Samuelson, P. (1964), Theoretical notes on trade problems, *Review of Economics and Statistics*, n. 46.

tra l'analisi monetaria, da un lato, e l'analisi degli altri indicatori, dall'altro, per giungere a una valutazione complessiva delle prospettive per l'andamento dei prezzi. Nell'ambito del pilastro monetario, che assegna un ruolo preminente alla moneta, è stato annunciato un valore di riferimento per la crescita di un aggregato monetario ampio. Tale struttura a due pilastri è divenuta, insieme all'orientamento a medio termine della conduzione della politica monetaria della BCE, l'elemento distintivo della strategia. Nel corso degli anni la comprensione da parte del pubblico di questo approccio è considerevolmente migliorata.

La precisazione fornita l'8 maggio 2003

L'8 maggio il Consiglio direttivo ha tuttavia deciso di chiarire alcuni aspetti dell'approccio basato sui due pilastri che negli scorsi anni hanno presentato degli elementi di complessità dal punto di vista della comunicazione. Esso ha confermato che le proprie decisioni di politica monetaria continueranno a essere fondate su un'analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi, organizzata come in passato su due prospettive complementari riguardo al funzionamento dell'economia: i "due pilastri" della strategia di politica monetaria della BCE. Queste due prospettive sono d'ora in avanti denominate "analisi economica" e "analisi monetaria". Il Consiglio direttivo ha dichiarato che nel corso degli anni l'esame condotto nell'ambito di ciascuno dei due pilastri è stato ampliato e approfondito, sulla scorta della crescente disponibilità di dati sull'area dell'euro e dei miglioramenti apportati costantemente agli strumenti tecnici; in futuro tale esame seguirà a essere perfezionato. È stato inoltre specificato il modo in cui il Consiglio direttivo integra le indicazioni derivanti da questi due tipi di analisi complementari, al fine di pervenire a un giudizio complessivo univoco sui rischi per la stabilità dei prezzi. In particolare, l'analisi monetaria costituisce principalmente un mezzo di riscontro, in una prospettiva di medio-lungo periodo, per le indicazioni a breve e medio termine fornite dall'analisi economica.

Per conferire maggiore risalto nelle sue comunicazioni all'approccio basato sui due pilastri e

alla funzione di verifica incrociata dell'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha annunciato la decisione di modificare la struttura della dichiarazione introduttiva del Presidente per la conferenza stampa mensile della BCE. In seguito a tale modifica questa esordisce con un'analisi economica basata su un'ampia gamma di indicatori, il cui fine è individuare i rischi per la stabilità dei prezzi a breve e medio termine. La seconda parte verte sull'analisi monetaria, il cui scopo è valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo, alla luce della stretta relazione esistente fra moneta e prezzi su orizzonti temporali estesi. Infine, viene fornita una verifica incrociata delle informazioni derivanti da queste due prospettive complementari ed è presentata una conclusione complessiva sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non sottoporre più a revisione annuale il valore di riferimento per la crescita della moneta, allo scopo di sottolineare la natura di lungo periodo di tale valore come *benchmark* per la valutazione degli andamenti monetari. Nella sezione seguente vengono espone le ragioni che sottendono a tali decisioni.

L'approccio fondato sui due pilastri

Nel 1998 la strategia di politica monetaria della BCE è stata concepita in modo da assicurare che, nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, nessuna informazione venisse trascurata e che fosse accordata la dovuta attenzione a diverse prospettive analitiche. L'approccio fondato sui due pilastri è un mezzo per trasmettere al pubblico la nozione di diversificazione dell'analisi e assicurare la solidità del processo decisionale sulla scorta di prospettive differenti.

Una tesi importante a favore dell'adozione di tale approccio si richiama alla differenza degli orizzonti temporali per l'analisi della dinamica dei prezzi. Il processo di inflazione può essere scomposto sostanzialmente in due elementi, uno associato all'interazione ad alta frequenza tra i fattori di domanda e di offerta, l'altro connesso alle tendenze più lunghe e persistenti (cfr. riquadro 2). L'ultimo elemento è strettamente connesso, sul

piano empirico, al trend di crescita della moneta nel medio periodo.

L'analisi economica a breve-medio termine, incentrata sull'attività reale e sulle condizioni finanziarie, si avvale di strumenti idonei a esaminare le deviazioni di più breve periodo dell'inflazione dalla tendenza a lungo termine. Tuttavia, essa non sempre riesce a rilevare il meccanismo secondo cui i fattori monetari agiscono su orizzonti temporali estesi e quindi a determinare tali tendenze. Ai fini di politica monetaria, si avverte la necessità di tenere debitamente conto, in maniera esplicita, delle informazioni derivanti dagli andamenti monetari, che potrebbero altrimenti essere trascurate o sottovalutate. In tal senso, l'approccio a due pilastri rappresenta un impegno da parte della BCE ad assicurare che, oltre a rispondere agli andamenti economici quando si producono, essa tenga sotto costante osservazione il tasso di crescita della moneta, ossia il fattore di fondo che determina l'evoluzione dei prezzi su orizzonti temporali estesi.

Le sezioni seguenti vertono sul modo in cui le due prospettive complementari sul processo di determinazione dei prezzi, offerte dall'analisi economica e da quella monetaria, vengono integrate in un giudizio conclusivo sui rischi per la stabilità dei prezzi.

L'analisi economica

L'analisi economica si incentra principalmente sull'esame degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo impliciti in tali andamenti, nella prospettiva dell'interazione tra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori su questi orizzonti temporali. A tale proposito, debita considerazione è data alla necessità di individuare la natura degli shock che colpiscono il sistema, i loro effetti sul processo di determinazione dei costi e dei prezzi e le prospettive a breve e medio termine per la loro propagazione nell'economia.

Le variabili economiche e finanziarie oggetto di questa analisi comprendono, ad esempio, l'andamento del prodotto complessivo; la domanda

aggregata e le sue componenti; la politica di bilancio; la formazione e il costo del capitale; le condizioni dei mercati del lavoro; un ampio ventaglio di indicatori di prezzo e di costo; l'evoluzione del tasso di cambio, dell'economia mondiale e della bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro; i mercati finanziari e le posizioni di bilancio dei settori dell'area. L'insieme di questi fattori contribuisce alla valutazione della dinamica dell'attività reale e del probabile andamento dei prezzi sugli orizzonti più brevi.

L'analisi economica della BCE è stata notevolmente ampliata e arricchita negli ultimi anni, grazie soprattutto ai progressi realizzati nella produzione di dati finanziari e sull'economia reale per l'area dell'euro e nell'elaborazione statistica e analitica di tali informazioni. Inoltre, diversi modelli sono stati messi a punto per affinare la valutazione e la comprensione degli andamenti passati e in corso, allo scopo di rendere più affidabili le previsioni di breve periodo e supportare la regolare conduzione degli esercizi di proiezione macroeconomica per l'area dell'euro. In tale contesto, con la migliore disponibilità delle statistiche sui conti finanziari per l'area, una crescente attenzione è stata rivolta anche agli indicatori delle posizioni finanziarie e di ricchezza netta delle famiglie e delle imprese, quali determinanti nella formazione delle scelte di consumo e di investimento. Tenendo sotto osservazione il flusso di informazioni e avvalendosi di tutti gli strumenti analitici disponibili, viene condotta e continuamente aggiornata la valutazione complessiva della situazione economica e delle prospettive per l'area.

Nel quadro dell'analisi economica, le proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema hanno svolto e continueranno a svolgere un ruolo importante, quale contributo alle riflessioni del Consiglio direttivo⁹⁾. Le proiezioni aiutano a strutturare e sintetizzare una grande quantità di dati economici e assicurano la coerenza tra varie fonti di evidenza. Esse rappresentano un elemento di primaria importanza nell'affinare la valutazione delle prospettive

⁹⁾ Cfr. il riquadro Il ruolo delle previsioni e delle proiezioni macroeconomiche nell'ambito del secondo pilastro, nel Bollettino mensile di novembre 2000, alle pagg. 44-46.

economiche e delle oscillazioni dell'inflazione nel breve-medio termine intorno all'andamento tendenziale. Nonostante ciò, non sono uno strumento onnicomprensivo ai fini della conduzione della politica monetaria, poiché non includono tutte le informazioni rilevanti; in particolare, quelle fornite dagli aggregati monetari non sono facilmente integrate nel quadro di riferimento per la produzione delle proiezioni.

La BCE ha confermato che la politica monetaria non deve reagire esclusivamente a una previsione formulata su un orizzonte temporale fisso; essa deve piuttosto modulare la propria risposta in funzione della natura degli shock economici che colpiscono il sistema, della loro portata e origine e del loro potenziale di propagazione. Pertanto, i tassi d'interesse di riferimento devono evolvere in modo da far sì che il profilo futuro dell'inflazione rimanga in linea con l'obiettivo della stabilità dei prezzi nel medio termine (cfr. riquadro 1). Un'ulteriore considerazione concerne il fatto che il grado di affidabilità delle previsioni tende a diminuire notevolmente con l'ampliarsi dell'orizzonte temporale a cui esse si riferiscono. In alcune occasioni, in particolare a fronte dell'incertezza circa la sostenibilità degli andamenti dei prezzi delle attività finanziarie, può essere opportuno che la banca centrale fissi il livello dei tassi di interesse in una prospettiva che vada ben oltre i convenzionali orizzonti di previsione.

Inoltre, le previsioni si basano su modelli che, per definizione, non possono fornire una descrizione esaustiva degli eventi economici. Le indicazioni derivanti da tali procedure dipendono in genere da una serie di condizioni su cui può essere esercitato solo un controllo imperfetto. Un elemento essenziale del processo decisionale consiste quindi nel vagliare e mettere a confronto la robustezza delle informazioni provenienti da varie fonti. Per una valutazione completa della situazione economica e delle prospettive per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo deve poter disporre di una molteplicità di tecniche e simulazioni degli interventi di politica monetaria fondati su vari modelli, nonché applicare il proprio discernimento, in specie per giudicare la probabilità che si realizzino determinati ipotetici scenari. Concentrare l'attenzione esclusivamente su una previsione di inflazione non renderebbe giustizia alla complessità

intrinseca del processo decisionale, né fornirebbe uno strumento trasparente per comunicare tale complessità. Un'analisi articolata dei fattori trainanti dell'economia è quindi preferibile all'impiego di un singolo indicatore sintetico.

L'analisi monetaria

Nel 1998 la BCE ha deciso di conferire alla moneta un ruolo particolare rispetto all'insieme degli indicatori fondamentali prescelti, di cui seguire ed esaminare attentamente l'evoluzione. Questa decisione si basa sul riconoscimento che la crescita della moneta e l'inflazione sono strettamente connesse nel medio e lungo periodo. Tale indiscussa relazione fornisce alla politica monetaria una solida e affidabile ancora nominale su orizzonti temporali più lunghi di quelli convenzionalmente adottati per formulare le previsioni di inflazione. Pertanto, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta rappresenta anche uno strumento per rafforzare l'orientamento di medio termine della strategia.

A oltre quattro anni dall'adozione di tale decisione, i fondamenti economici su cui si basa il ruolo preminente assegnato alla moneta continuano a essere solidi. Come già menzionato, il fatto che la dinamica tendenziale di più lungo periodo dell'aggregato monetario ampio serva a identificare il *trend* dell'inflazione nell'area dell'euro continua a rappresentare un risultato "robusto" degli esercizi di valutazione quantitativa condotti sia all'interno che all'esterno della BCE (cfr. riquadro 2). Inoltre, l'esperienza pratica maturata dal Consiglio direttivo va a sostegno dell'idea che prendere decisioni di politica monetaria e valutare le loro conseguenze sulla base non soltanto delle indicazioni di breve periodo derivanti dall'analisi delle condizioni economiche e finanziarie, ma anche delle considerazioni sulla moneta e sulla liquidità, consente alla banca centrale di estendere il proprio orizzonte di analisi oltre l'impatto transitorio dei vari shock e di resistere alla tentazione di intervenire con un eccesso di attivismo.

Nel corso del tempo, l'analisi della moneta è stata estesa al di là della valutazione della crescita di M3 in rapporto al suo valore di riferimento.

Riquadro 2

La moneta e i prezzi nel lungo periodo

La relazione di medio-lungo periodo fra moneta e inflazione nell'area dell'euro è stata al centro di una serie di studi recenti, basati su approcci tecnici diversi. In termini generali, questi studi possono essere suddivisi in tre gruppi ¹⁾.

Il primo gruppo verte sulla relazione fra la crescita della moneta e l'inflazione nella prospettiva di valutare se nell'area dell'euro il processo inflattivo sia, almeno in parte, riconducibile a fattori connessi con la dinamica della moneta. Con l'ausilio di metodologie statistiche che consentono di disaggregare le serie temporali nei contributi relativi delle componenti attive su orizzonti temporali differenti, è stato riscontrato uno stretto legame fra gli andamenti di lungo periodo delle due variabili studiate. È inoltre emerso che l'inflazione nell'area dell'euro può essere descritta mediante una relazione rappresentata dalla curva di Phillips, la quale spiega il tasso di incremento dei prezzi in funzione di indici di debolezza economica, con l'aggiunta di un termine che coglie i movimenti a bassa frequenza della moneta. Tale relazione è stata ritenuta indicativa poiché, se da un lato le oscillazioni dell'inflazione nell'area dell'euro sono sospinte da fattori associati allo stato dell'attività economica in rapporto al rispettivo potenziale di lungo periodo, dall'altro la sua media a lungo termine presenta un'elevata correlazione con la crescita della moneta. Evidenze più coerenti sull'esistenza di un nesso causale fra moneta e inflazione nell'area dell'euro su orizzonti temporali più estesi sono state rilevate utilizzando una misura dell'inflazione di fondo costruita sulla base della componente comune persistente (o "a lunga memoria") dell'inflazione e dell'eccesso di crescita della moneta nominale.

I risultati menzionati, che confermano il principio secondo cui a lungo termine la moneta incide soltanto sui prezzi e non sull'espansione del prodotto, sono stati suffragati da un secondo filone di studi, tesi a identificare le proprietà di indicatore della moneta per quanto concerne la futura evoluzione dei prezzi. Da questo punto di vista, sembrano esservi evidenze convincenti del fatto che la dinamica degli aggregati monetari ampi sia di ausilio nella previsione degli andamenti dell'inflazione, in particolare su orizzonti superiori a due anni. Contestualmente, vari indicatori monetari sono in grado di fornire, in via indiretta, informazioni circa i rischi per la stabilità dei prezzi attraverso il loro impatto su variabili economiche diverse dai prezzi stessi, che nel tempo possono influenzare la determinazione di questi ultimi. Gli aggregati monetari ristretti possiedono, ad esempio, proprietà di indicatore anticipatore per quanto riguarda le condizioni di domanda e quindi gli andamenti ciclici. Inoltre, tassi di incremento della moneta e del credito superiori a quelli sufficienti a sostenere l'espansione dell'economia a ritmi non inflazionistici possono segnalare, in determinate circostanze, il prodursi di squilibri o di bolle speculative nei mercati finanziari. Simili informazioni possono indicare, a uno stadio iniziale, l'accumularsi di forze destabilizzanti con implicazioni avverse per l'attività e, nel medio periodo, per i prezzi.

Un terzo filone di studi si è incentrato sulla conduzione di indagini empiriche basate su modelli della domanda di moneta. Questi ultimi consentono di quantificare la misura in cui la domanda di moneta reale è influenzata dalle sue determinanti fondamentali, fra cui figurano, in particolare, il PIL in termini reali e misure del costo opportunità di detenere moneta. Nel contempo, tali modelli possono essere utilizzati per isolare l'impatto quantitativo degli shock transitori riguardanti la preferenza per la liquidità e i temporanei elementi di instabilità nei meccanismi attraverso cui gli operatori adeguano i quantitativi di moneta detenuti alle condizioni di equilibrio definite dalle determinanti fondamentali. La stabilità a lungo termine della relazione fra i saldi monetari reali e le loro determinanti fondamentali di lungo periodo nell'area dell'euro è stata interpretata come una conferma dell'esistenza di una stabile relazione fra saldi monetari nominali e prezzi in un orizzonte a medio-lungo termine. Essa è stata inoltre ritenuta uno dei presupposti per l'annuncio di un tasso di riferimento per la crescita di M3.

1) *Cfr. per riferimenti specifici il documento Sintesi degli studi svolti ai fini della riflessione sulla strategia di politica monetaria della BCE, i contributi in esso citati e le altre pubblicazioni attinenti, reperibili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/pub/strategy/strategy.htm>).*

L'assetto dell'analisi monetaria si fonda sulle competenze della BCE riguardo alle caratteristiche istituzionali del settore finanziario e monetario. Nel tenere sotto osservazione le condizioni monetarie nell'area dell'euro, la BCE si avvale di una serie di modelli "in scala ridotta" di domanda di moneta e di indicatori monetari elaborati e pubblicati dagli esperti della BCE e da esponenti del mondo accademico. L'analisi monetaria comprende una valutazione completa delle condizioni di liquidità, che si basa sulle informazioni desunte dalle componenti e dalle contropartite di M3, in particolare dai prestiti al settore privato, e da diversi indicatori di *gap* monetario e di eccesso di liquidità. Un'analisi dettagliata della struttura della crescita di M3 contribuisce a ricavare dagli andamenti monetari un segnale rilevante per individuare il *trend* di più lungo periodo dell'inflazione. In tale contesto, le componenti più liquide di M3, ossia l'aggregato M1, ricevono particolare attenzione poiché riflettono meglio la finalità transattiva della moneta e, pertanto, sono più strettamente collegate alla spesa aggregata. Nel contempo, acquisire una comprensione completa dell'interdipendenza tra M3 e le sue contropartite nel bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è funzionale al discernere se le variazioni osservate nella crescita della moneta sono riconducibili a riallocazioni di portafoglio che, a loro volta, possono o meno comportare implicazioni per l'andamento tendenziale dei prezzi. L'analisi delle posizioni di bilancio del settore non finanziario, che contengono anche informazioni sulle attività detenute da soggetti diversi dalle IFM, si è rivelata particolarmente importante nell'individuare tali riallocazioni, che hanno inciso sugli andamenti monetari dalla metà del 2001.

Il valore di riferimento per la crescita di M3 indicato dalla BCE costituisce un *benchmark* per l'analisi del contenuto informativo degli andamenti monetari. In tal senso, esso ha rappresentato altresì uno strumento per la costruzione di indici quantitativi degli squilibri monetari di più lungo periodo, quali le misure del *gap* monetario, dimostratesi utili per la conduzione di un'analisi monetaria completa e orientata al medio termine. La BCE ha sempre rimarcato il fatto che, data la natura di medio-lungo termine della prospettiva monetaria, non vi è un legame diretto tra gli

andamenti della moneta nel breve periodo e le decisioni di politica monetaria. Pertanto quest'ultima non reagisce automaticamente alle deviazioni della crescita di M3 dal valore di riferimento. Tale valore svolge piuttosto un ruolo importante quale *benchmark* quantitativo di medio-lungo periodo per la valutazione degli andamenti monetari. Esso rammenta costantemente alla banca centrale il principio fondamentale che nel rispondere agli andamenti economici non si deve mai perdere di vista il fatto che su orizzonti temporali sufficientemente estesi il tasso di crescita della moneta deve essere coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Come è stato osservato, il Consiglio direttivo ha deciso di non sottoporre più a revisione annuale il valore di riferimento per M3. Finora esso ha effettuato al termine di ogni anno un riesame delle ipotesi relative al *trend* di crescita del prodotto potenziale nel medio termine e alla velocità di circolazione di M3 sottostante alla derivazione del valore di riferimento. Tuttavia, le ipotesi sulle tendenze di medio periodo non dovrebbero essere soggette a frequenti variazioni. Pertanto, la decisione di abbandonare questo esercizio annuale di revisione è maggiormente in linea con la natura di medio termine delle ipotesi che sottendono al calcolo del valore di riferimento. Inoltre, essa contribuisce a eliminare l'errata percezione, riscontrata occasionalmente, secondo la quale la prassi seguita sinora implicherebbe che il valore di riferimento sia specificatamente valido per l'anno successivo, come se si trattasse di un obiettivo. Il Consiglio direttivo, tuttavia, terrà sotto costante osservazione la validità delle condizioni e delle ipotesi sottostanti al valore di riferimento e comunicherà le eventuali modifiche di tali ipotesi, quando esse si dovessero rendere necessarie.

Una delle condizioni per fissare il valore di riferimento per la crescita di M3 è la stabilità di lungo periodo della domanda di moneta. Se da un lato, a partire dalla metà del 2001, M3 ha registrato una crescita sensibilmente più elevata rispetto a quanto implicato dai modelli di domanda di moneta disponibili¹⁰⁾, dall'altro non

10) Cfr. il riquadro *Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni*, nel *Bollettino mensile di maggio 2003*, alle pagg. 11-14.

si dispone a tutt'oggi di evidenze convincenti che questi andamenti possano avere alterato la relazione di lungo periodo tra la moneta e le sue determinanti.

I recenti andamenti della domanda di M3 sono riconducibili alla maggiore preferenza degli operatori per strumenti liquidi, indotta da una fase eccezionalmente prolungata di volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. Tale fenomeno avrebbe determinato riallocazioni di portafoglio dalle attività meno liquide (e più rischiose) agli strumenti inclusi in M3, percepiti come una più sicura riserva di valore. Tuttavia, si tratta probabilmente di un fenomeno temporaneo, poiché vi sono scarse evidenze di cambiamenti strutturali dell'economia dell'area tali da lasciar supporre che l'appetibilità relativa degli strumenti compresi in M3 rispetto ad altre attività finanziarie si sia modificata in modo sostanziale negli ultimi anni. Storicamente, le fasi più prolungate di instabilità della domanda di moneta sono da ricondurre principalmente a innovazioni finanziarie o a variazioni dell'imposizione fiscale che hanno influito sul costo opportunità di detenere attività monetarie. Tuttavia, in tempi recenti nessuno di questi fattori ha evidenziato mutamenti tali da giustificare attese di una perdurante instabilità della domanda di moneta nell'area dell'euro.

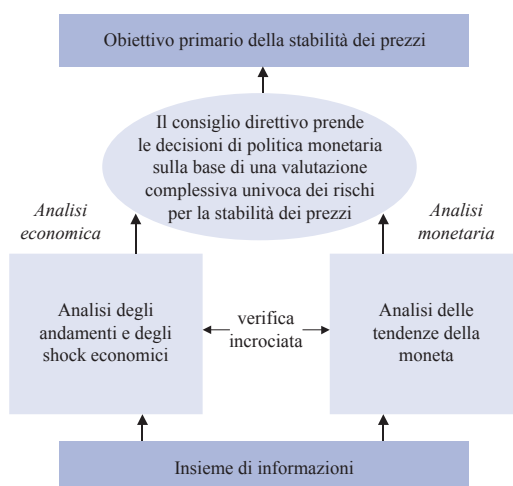
In prospettiva, vi sono due aspetti che occorrerà seguire da vicino: in primo luogo la durata dell'attuale periodo di volatilità nei mercati finanziari e, in secondo luogo, i cambiamenti strutturali che in futuro potrebbero interessare tali mercati, nonché la composizione della ricchezza a seguito della crescente complessità delle decisioni di investimento privato. Queste due fonti di incertezza rendono necessario che vengano tenute sotto attenta osservazione le proprietà di stabilità della domanda di moneta e che sia assicurata la definizione appropriata dell'aggregato monetario ampio. Ciò richiede, a sua volta, l'impiego sia di opportuni strumenti statistici, atti a rilevare e modellizzare questi andamenti, sia delle approfondite conoscenze dell'Eurosistema riguardo alle caratteristiche istituzionali del settore finanziario e monetario dell'area dell'euro.

La verifica incrociata

Ai fini della valutazione delle indicazioni circa l'orientamento adeguato di politica monetaria, l'approccio fondato sui due pilastri consente una verifica incrociata delle informazioni derivanti dall'analisi economica a breve termine e di quelle provenienti dall'analisi monetaria, incentrata principalmente sulle determinanti dell'inflazione di medio-lungo periodo. Come osservato in precedenza, la verifica incrociata assicura che la politica monetaria mantenga un saldo orientamento di medio periodo oltre il convenzionale orizzonte di proiezione, contribuendo a scoraggiare un eccessivo attivismo di politica monetaria e tentativi eccessivamente ambiziosi di "regolazione puntuale" degli andamenti economici.

La struttura a due pilastri non implica una separazione del complesso delle informazioni, né opera una rigida assegnazione degli indicatori a ciascuno di essi. Come in passato, si sfrutteranno tutte le relazioni di complementarità tra le variabili informative considerate nel quadro dei due pilastri; ciò rappresenta infatti il modo migliore per assicurare che tutte le indicazioni rilevanti ai fini della valutazione delle prospettive per gli andamenti dei prezzi vengano utilizzate in modo coerente ed efficace, agevolando in tal modo il processo decisionale e le comunicazioni al riguardo (cfr. figura 2).

Figura 2
La strategia di politica monetaria della BCE orientata alla stabilità



4 Conclusioni

Con l'annuncio dell'8 maggio 2003, il Consiglio direttivo ha confermato e precisato la strategia di politica monetaria della BCE. A tale proposito, la dichiarazione che la politica monetaria si prefigge di mantenere tassi di inflazione inferiori, ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo riflette piena continuità con la politica monetaria condotta gli anni scorsi. Nel contempo, le modifiche apportate alla presentazione dell'assetto analitico articolato nei due pilastri sono intese a illustrare in modo più

chiaro al pubblico la conduzione della politica monetaria e contribuiscono a eliminare qualsiasi incertezza residua nella comprensione di questo aspetto del quadro analitico.

Attraverso la decisione di riconfermare e chiarire gli elementi principali della sua politica monetaria orientata alla stabilità, la BCE ha inoltre assicurato che la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro sia mantenuta in maniera credibile e duratura.



Statistiche dell'area dell'euro



Statistiche

Tavola riassuntiva sull'area dell'euro	5*
I Statistiche sulla politica monetaria	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	6*
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	8*
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	8*
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria	10*
1.5 Posizione di liquidità del sistema bancario	11*
2 Andamenti monetari e fondi di investimento nell'area dell'euro	
2.1 Bilancio aggregato dell'Eurosistema	12*
2.2 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema	13*
2.3 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema	14*
2.4 Aggregati monetari e contropartite	16*
2.5 Prestiti delle IFM, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria	21*
2.6 Depositi presso le IFM, distinti per settore depositante e per tipo di strumento	24*
2.7 Principali attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	26*
2.8 Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro	28*
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	30*
2.10 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro distinti per strategia d'investimento	31*
2.11 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro distinti per tipologia di investitore	33*
3 Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro	
3.1 Tassi di interesse del mercato monetario	34*
3.2 Rendimenti dei titoli di Stato	35*
3.3 Indici del mercato azionario	36*
3.4 Tassi di interesse bancari al dettaglio	37*
3.5 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	38*
3.6 Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente	40*
3.7 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	46*
3.8 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	48*
4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro	
4.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	50*
4.2 Altri indicatori dei prezzi	51*
5 Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1 Conti nazionali	52*
5.2 Altri indicatori congiunturali	54*
5.3 Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese	55*
5.4 Indicatori del mercato del lavoro	56*
6 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento nell'area dell'euro	
6.1 Investimenti finanziari e fonti di finanziamento dei settori non finanziari	58*
6.2 Investimenti finanziari e finanziamento delle società di assicurazione e dei fondi pensione	62*
6.3 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	64*

1) Si rimanda al sito della BCE (www.ecb.int) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

7	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area	
7.1	Entrate, spese e disavanzo / avanzo	65*
7.2	Debito	66*
7.3	Variazione del debito	67*
8	Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve)	
8.1	Bilancia dei pagamenti: principali voci	68*
8.2	Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale	69*
8.3	Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi	70*
8.4	Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti	71*
8.5	Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio	72*
8.6	Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali	73*
8.7	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	75*
8.8	Posizione patrimoniale verso l'estero e riserve ufficiali	76*
9	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	78*
10	Tassi di cambio	80*
11	Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE	82*
12	Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	83*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	84*
	Note tecniche	85*
	Note generali	89*

Novità

La tavola 8.7 contiene la presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. Per una descrizione esauriente, cfr. Riquadro I del presente numero del Bollettino mensile. Una nota metodologica dettagliata in merito è altresì disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int).

Segni convenzionali nelle tavole

- "-" dati inesistenti / non applicabili
- "." dati non ancora disponibili
- "..." zero o valore trascurabile
- (p) dati provvisori
- dest. dati 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⁾		Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amm. pubbliche ¹⁾	Titoli emessi da imprese non finanziarie e da istituzioni 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	Media mobile centrata di tre mesi 4					5	6	7	8
2001	3,6	4,2	5,3	-	7,8	27,6	4,26	5,03
2002	7,3	6,5	7,2	-	5,3	22,0	3,32	4,92
2002 2° trim.	6,6	6,5	7,3	-	5,6	24,4	3,45	5,26
3° trim.	7,6	6,5	7,0	-	5,2	18,0	3,36	4,77
4° trim.	8,8	6,7	7,0	-	4,8	16,2	3,11	4,54
2003 1° trim.	10,1	7,0	7,5	-	4,9	16,4	2,69	4,16
2002 dic.	9,8	6,6	6,9	7,0	4,8	15,5	2,94	4,41
2003 gen.	9,4	6,5	7,2	7,3	4,9	15,4	2,83	4,27
feb.	10,3	7,3	7,9	7,7	5,1	16,7	2,69	4,06
mar.	11,7	7,9	7,9	8,2	4,7	18,5	2,53	4,13
apr.	11,1	7,9	8,7	.	4,6	.	2,54	4,23
mag.	.	.	.	.	.	.	2,41	3,92

2. Prezzi e indicatori congiunturali

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro (intera economia)	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'ind. manifatturiera (in perc.)	Occupazione (intera economia)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	9	10	11	12	13	14	15	16
2001	2,3	2,1	3,4	1,5	0,5	82,9	1,4	8,0
2002	2,3	0,0	3,5	0,8	-0,6	81,4	0,4	8,4
2002 2° trim.	2,1	-0,7	3,3	0,8	-0,7	81,4	0,5	8,3
3° trim.	2,1	0,0	3,4	1,0	0,0	81,5	0,3	8,4
4° trim.	2,3	1,2	3,5	1,2	1,2	81,5	0,2	8,5
2003 1° trim.	2,3	2,4	.	0,8	1,1	81,1	.	8,7
2002 dic.	2,3	1,6	-	-	-0,5	-	-	8,6
2003 gen.	2,1	2,2	-	-	1,2	81,3	-	8,7
feb.	2,4	2,6	-	-	2,1	-	-	8,7
mar.	2,4	2,4	-	-	0,2	-	-	8,8
apr.	2,1	1,7	-	-	.	80,8	-	8,8
mag.	1,9	.	-	-	.	-	-	.

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: gruppo ampio (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2001	-9,8	75,5	-102,8	64,7	392,7	91,0	87,7	0,896
2002	73,5	133,3	-45,5	110,6	366,1	95,6	91,7	0,946
2002 2° trim.	5,7	31,3	-9,2	72,2	367,0	93,9	90,2	0,919
3° trim.	25,3	38,5	-12,0	35,7	380,9	97,9	93,8	0,984
4° trim.	27,3	36,8	-8,3	38,4	366,1	99,4	94,9	0,999
2003 1° trim.	-0,3	14,3	-6,1	14,4	339,1	104,1	99,3	1,073
2002 dic.	10,0	10,7	-1,7	-2,6	366,1	100,4	96,0	1,018
2003 gen.	-4,4	0,8	-0,9	-5,5	363,4	103,0	98,1	1,062
feb.	2,3	8,9	2,8	-0,8	352,2	104,4	99,4	1,077
mar.	1,8	4,6	-8,0	20,7	339,1	105,1	100,2	1,081
apr.	.	.	.	.	332,4	105,2	100,3	1,085
mag.	.	.	.	.	.	109,1	103,7	1,158

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

Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole della sezione Statistiche dell'area dell'euro.

- 1) I tassi di crescita mensili si riferiscono alla fine di ciascun periodo, mentre quelli trimestrali e annuali sono calcolati come media nel periodo indicato. I tassi di crescita per M1, M2, M3 e per i prestiti sono calcolati sulla base di consistenze e flussi mensili destagionalizzati.
- 2) 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.

I Statistiche sulla politica monetaria

Tavola 1.1

Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	Oro e crediti in oro	Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanz. a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 27 dic.	130.858	248.634	19.881	4.020	236.589	191.501	45.000	0
2003 3 gen.	130.739	236.765	19.948	4.030	225.117	180.000	45.000	0
10	130.702	237.058	16.585	4.085	219.066	174.001	45.000	0
17	130.686	235.409	15.565	4.369	208.613	160.999	45.000	0
24	130.664	231.755	16.584	4.378	215.343	169.999	45.000	0
31	130.641	233.338	18.335	4.924	219.190	174.001	45.000	0
7 feb.	130.641	231.438	17.498	5.305	214.019	169.000	45.000	0
14	130.640	229.822	17.331	5.690	206.155	161.000	45.000	0
21	130.314	228.010	17.686	6.230	216.190	170.001	45.000	0
28	130.314	228.349	17.331	5.926	223.186	178.001	45.000	0
7 mar.	130.314	227.928	17.384	6.164	182.175	137.090	45.000	0
14	130.314	226.868	17.048	5.511	270.123	225.091	45.000	0
21	130.314	223.947	17.725	5.121	234.917	189.001	45.000	0
28	130.314	224.146	16.800	5.202	232.049	187.000	45.000	0
4 apr.	122.728	216.872	17.072	4.783	220.040	174.999	45.000	0
11	122.728	215.994	16.736	4.496	217.097	172.000	44.973	0
18	122.728	215.786	16.528	4.551	223.000	177.998	44.973	0
25	122.274	215.757	16.919	4.575	247.011	201.999	44.973	0
2 mag.	122.274	214.456	16.721	4.597	207.989	163.001	44.979	0
9	122.274	214.120	17.116	4.821	211.999	166.992	44.979	0
16	122.274	215.054	16.946	4.493	218.054	173.001	44.979	0
23	122.274	216.212	17.234	3.656	238.095	192.998	44.979	0

2. Passività

	Banconote in circolazione	Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight	Depositi a tempo determinato	Operazioni temporanee di fine tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia	Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	Certificati di debito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 27 dic.	374.600	129.305	129.146	159	0	0	0	15	2.029
2003 3 gen.	354.528	130.012	129.938	74	0	0	0	15	2.029
10	346.293	133.539	133.441	89	0	0	9	15	2.029
17	341.636	132.870	132.748	118	0	0	4	15	2.029
24	338.201	127.180	127.168	9	0	0	3	15	2.029
31	339.517	126.760	126.631	128	0	0	1	62	2.029
7 feb.	342.781	133.194	133.161	33	0	0	0	62	2.029
14	342.890	128.006	127.947	59	0	0	0	61	2.029
21	341.561	131.392	128.951	2.441	0	0	0	61	2.029
28	345.414	125.405	125.346	59	0	0	0	62	2.029
7 mar.	350.078	89.529	89.431	98	0	0	0	62	2.029
14	350.014	177.351	177.262	89	0	0	0	15	2.029
21	350.482	128.616	127.972	623	0	0	21	15	2.029
28	351.783	129.392	129.356	23	0	0	13	15	2.029
4 apr.	357.775	131.573	131.477	90	0	0	6	76	2.029
11	360.186	128.359	128.321	29	0	0	9	76	2.029
18	367.559	132.655	132.436	216	0	0	3	15	2.029
25	363.873	147.509	147.427	80	0	0	2	15	2.029
2 mag.	367.432	122.600	122.512	87	0	0	1	15	2.029
9	368.111	129.360	129.284	75	0	0	1	15	2.029
16	366.888	128.610	128.532	77	0	0	1	15	2.029
23	365.344	126.340	121.748	741	3.850	0	1	15	2.029

Fonte: BCE.

								Totale	
Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	Altre attività			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	40	48	109	33.098	66.306	93.062	832.558	2002	27 dic.
0	45	72	120	27.824	44.486	105.962	794.992	2003	3 gen.
0	10	55	103	27.919	44.475	106.625	786.619		10
0	2.575	39	174	28.016	44.485	105.949	773.267		17
0	299	45	238	28.522	44.485	106.893	778.863		24
0	170	19	296	29.054	44.485	106.466	786.730		31
0	3	16	330	30.675	44.436	107.701	782.044		7 feb.
0	110	45	326	31.685	44.355	109.365	775.370		14
0	1.145	44	250	32.602	44.355	109.171	784.809		21
0	148	37	552	33.484	44.355	107.151	790.649		28
0	50	35	938	33.495	44.340	107.218	749.960		7 mar.
0	2	30	473	36.694	44.342	107.546	838.923		14
0	889	27	276	37.823	44.345	107.801	802.273		21
0	10	39	275	38.149	44.344	107.391	798.674		28
0	3	38	289	38.760	44.318	109.563	774.429		4 apr.
0	109	15	164	39.658	44.322	109.351	770.550		11
0	14	15	134	39.785	44.279	109.666	776.461		18
0	30	9	116	40.185	44.273	109.529	800.643		25
0	1	8	111	40.295	44.273	109.631	760.351		2 mag.
0	0	28	195	40.543	44.274	109.789	765.135		9
0	53	21	197	40.996	44.270	109.580	771.868		16
0	90	28	158	42.348	44.266	109.647	793.894		23

								Totale		
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Contropartite dei DSP dell'FMI	Altre passività	Rivalutazioni	Capitale e riserve			
10	11	12	13	14	15	16	17	18		
55.085	8.810	1.232	20.067	6.567	64.121	106.307	64.420	832.558	2002	27 dic.
47.408	11.555	1.126	20.996	6.339	73.817	82.844	64.323	794.992	2003	3 gen.
48.541	8.278	1.147	19.714	6.339	73.640	82.844	64.240	786.619		10
42.522	8.346	1.136	17.259	6.339	74.025	82.844	64.246	773.267		17
58.993	8.872	1.125	14.978	6.339	74.217	82.844	64.070	778.863		24
65.146	9.426	1.054	15.759	6.339	73.719	82.848	64.071	786.730		31
52.197	8.473	1.017	15.776	6.339	73.256	82.848	64.072	782.044		7 feb.
51.338	8.543	1.017	15.195	6.339	72.734	82.848	64.370	775.370		14
58.968	8.421	1.025	14.113	6.339	74.543	82.840	63.517	784.809		21
70.147	8.704	1.024	14.054	6.339	70.187	82.840	64.444	790.649		28
60.226	8.659	1.050	14.772	6.339	69.932	82.840	64.444	749.960		7 mar.
60.064	8.607	1.054	16.093	6.339	70.055	82.840	64.462	838.923		14
72.700	8.441	1.076	14.706	6.339	70.565	82.840	64.464	802.273		21
73.624	8.395	1.071	14.490	6.339	64.227	82.840	64.469	798.674		28
53.949	8.858	1.081	15.366	6.168	65.081	68.005	64.468	774.429		4 apr.
51.602	8.717	1.005	14.572	6.168	65.227	68.005	64.604	770.550		11
44.996	9.172	1.045	14.304	6.168	65.907	68.005	64.606	776.461		18
59.278	8.455	1.048	14.132	6.168	65.475	68.005	64.656	800.643		25
40.143	9.506	1.048	12.990	6.168	65.853	67.910	64.657	760.351		2 mag.
37.661	8.904	1.032	13.626	6.168	65.634	67.910	64.685	765.135		9
46.332	8.803	1.029	13.644	6.168	65.729	67.910	64.711	771.868		16
69.296	9.551	987	16.002	6.168	65.231	67.910	65.021	793.894		23

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

Fonte: BCE.

- 1) 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.
- 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 la 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.

Tavola 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 ³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 7
			Tasso fisso 3	Tasso minimo di offerta 4	Tasso marginale ⁴⁾ 5	Tasso medio ponderato 6	
2003 8 gen.	133.781	82.000	-	2,75	2,83	2,84	14
15	120.349	79.000	-	2,75	2,80	2,81	14
22	123.705	91.000	-	2,75	2,80	2,81	14
29	114.931	83.000	-	2,75	2,79	2,81	14
5 feb.	115.836	86.000	-	2,75	2,78	2,79	14
12	100.544	75.000	-	2,75	2,76	2,78	14
19	125.104	95.000	-	2,75	2,77	2,78	13
26	110.698	83.000	-	2,75	2,75	2,76	14
4 mar.	54.090	54.090	-	2,75	2,75	2,75	15
12	126.251	106.000	-	2,50	2,57	2,63	13
12	75.870	65.000	-	2,50	2,55	2,64	7
19	129.827	83.000	-	2,50	2,58	2,59	14
25	115.518	104.000	-	2,50	2,53	2,55	15
2 apr.	112.031	71.000	-	2,50	2,53	2,54	14
9	133.547	101.000	-	2,50	2,53	2,53	14
16	126.889	77.000	-	2,50	2,53	2,54	14
23	156.979	125.000	-	2,50	2,54	2,55	14
30	106.071	38.000	-	2,50	2,55	2,55	14
7 mag.	120.843	76.000	-	2,50	2,53	2,54	14
7	67.356	53.000	-	2,50	2,53	2,54	7
14	145.595	97.000	-	2,50	2,53	2,54	14
21	157.067	96.000	-	2,50	2,57	2,58	14
28	184.856	106.000	-	2,50	2,59	2,61	12
4 giu.	72.372	72.372	-	2,50	2,50	2,50	14

2. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Data di regolamento	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni)
			Tasso fisso	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato		
1	2	3	4	5	6	7	8
2001 28 giu.	44.243	20.000	-	4,36	4,39	91	
26 lug.	39.369	20.000	-	4,39	4,42	91	
30 ago.	37.855	20.000	-	4,20	4,23	91	
27 set.	28.269	20.000	-	3,55	3,58	85	
25 ott.	42.308	20.000	-	3,50	3,52	98	
29 nov.	49.135	20.000	-	3,32	3,34	91	
21 dic.	38.178	20.000	-	3,29	3,31	97	
2002 31 gen.	44.547	20.000	-	3,31	3,33	84	
28 feb.	47.001	20.000	-	3,32	3,33	91	
28 mar.	39.976	20.000	-	3,40	3,42	91	
25 apr.	40.580	20.000	-	3,35	3,36	91	
30 mag.	37.602	20.000	-	3,45	3,47	91	
27 giu.	27.670	20.000	-	3,38	3,41	91	
25 lug.	28.791	15.000	-	3,35	3,37	98	
29 ago.	33.527	15.000	-	3,33	3,34	91	
26 set.	25.728	15.000	-	3,23	3,26	88	
31 ott.	27.820	15.000	-	3,22	3,24	91	
28 nov.	38.644	15.000	-	3,02	3,04	91	
23 dic.	42.305	15.000	-	2,93	2,95	94	
2003 30 gen.	31.716	15.000	-	2,78	2,80	90	
27 feb.	24.863	15.000	-	2,48	2,51	91	
27 mar.	33.367	15.000	-	2,49	2,51	91	
30 apr.	35.096	15.000	-	2,50	2,51	92	
29 mag.	30.218	15.000	-	2,25	2,27	91	

3. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	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	
2000 5 gen. ⁵⁾	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001 30 apr.	Operazione temporanea	105.377	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 set.	Operazione temporanea	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operazione temporanea	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1
28 nov.	Operazione temporanea	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 gen.	Operazione temporanea	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operazione temporanea	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 dic.	Operazione temporanea	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.850	3.850	2,50	-	-	-	3

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della tavola 1.1 (colonne da 6 a 8) per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr: tavola 1.3.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

Tavola 1.4

Statistiche sulla riserva obbligatoria

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva ^{1) 2)}

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

Periodo	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 ³⁾	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2002 apr.	11.076,4	6.176,1	404,9	1.355,1	699,1	2.441,2
mag.	11.111,6	6.150,4	410,5	1.355,8	741,7	2.453,2
giu.	11.009,1	6.083,3	407,5	1.355,3	699,2	2.463,9
lug.	10.999,6	6.069,3	408,6	1.368,0	691,0	2.462,7
ago.	10.952,0	6.010,3	401,5	1.359,7	703,2	2.477,2
set.	11.054,3	6.055,4	405,0	1.373,5	747,6	2.472,7
ott.	11.113,6	6.052,0	414,2	1.379,1	790,5	2.477,8
nov.	11.207,0	6.142,9	426,9	1.365,2	784,2	2.487,7
dic.	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003 gen.	11.100,8	6.048,5	426,0	1.385,7	773,9	2.466,7
feb.	11.214,2	6.092,6	434,0	1.396,4	808,2	2.483,0
mar.	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5
apr. ^(p)	11.292,8	6.152,3	429,1	1.404,9	813,2	2.493,4

Fonte: BCE.

- 1) 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. Tale 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.
- 2) I periodi di mantenimento decorrono dal giorno 24 di ciascun mese al giorno 23 del mese successivo; l'ammontare dell'obbligo di riserva è calcolato in base alle consistenze delle passività soggette a riserva alla fine del mese precedente.
- 3) Inclusi i titoli di mercato monetario. Per ulteriori dettagli cfr. le Note generali.

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva ¹⁾

(miliardi di euro; tassi di interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

Periodo di mantenimento terminante in:	Riserve dovute ²⁾	Riserve effettive ³⁾	Riserve in eccesso ⁴⁾	Inadempienze ⁵⁾	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria ⁶⁾
	1	2	3	4	5
2002 giu.	131,0	131,7	0,7	0,0	3,33
lug.	130,7	131,3	0,6	0,0	3,32
ago.	129,3	129,7	0,5	0,0	3,29
set.	129,0	129,5	0,5	0,0	3,28
ott.	127,7	128,2	0,5	0,0	3,28
nov.	128,7	129,2	0,5	0,0	3,28
dic.	128,8	129,4	0,7	0,0	3,06
2003 gen.	130,9	131,4	0,6	0,0	2,87
feb.	130,4	131,0	0,6	0,0	2,78
mar.	128,9	129,5	0,6	0,0	2,67
apr.	130,0	130,5	0,5	0,0	2,53
mag.	130,3	130,8	0,5	0,0	2,54
giu. ^(p)	131,2				

Fonte: BCE.

- 1) Questa tavola riporta tutti i dati per i periodi di mantenimento già terminati; riporta il solo ammontare dell'obbligo di riserva per il periodo in corso.
- 2) 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.
- 3) Depositi giornalieri medi detenuti dalle istituzioni creditizie soggette a un obbligo di riserva positivo sui propri conti di riserva durante il periodo di mantenimento.
- 4) Riserve medie effettive nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute, calcolate per le istituzioni creditizie che hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 5) Differenza media tra le riserve dovute nel periodo di mantenimento e quelle effettive, calcolata per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 6) Questo tasso 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. tavola 1.3).

Tavola 1.5

Posizione di liquidità del sistema bancario ¹⁾

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo indicato)

Periodo di mantenimento terminante in:	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) ³⁾				
	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 creazione di liquidità ²⁾				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ²⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002 apr.	395,4	112,7	60,0	0,4	0,0	0,2	0,0	285,9	55,9	95,3	131,2	417,3
mag.	397,7	110,6	60,0	0,1	0,0	0,3	0,0	293,7	49,2	93,5	131,7	425,6
giu.	396,2	112,6	60,0	0,5	0,0	0,4	0,0	300,8	45,1	91,2	131,8	433,0
lug.	369,1	130,4	60,0	0,2	0,0	0,2	0,0	313,4	54,4	60,3	131,4	445,0
ago.	360,0	139,2	55,2	0,1	0,0	0,1	0,0	322,8	50,9	50,8	129,9	452,8
set.	362,3	140,9	50,8	0,1	0,0	0,2	0,0	323,6	49,1	51,7	129,6	453,4
ott.	370,0	146,1	45,3	0,1	0,0	0,1	0,0	329,2	45,6	58,2	128,3	457,6
nov.	372,1	147,5	45,0	0,1	0,0	0,1	0,0	334,0	42,8	58,6	129,3	463,4
dic.	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003 gen.	360,9	176,3	45,0	0,5	0,0	0,3	0,0	353,9	43,7	53,3	131,6	485,8
feb.	356,4	168,6	45,0	0,3	0,0	0,3	0,0	340,7	50,2	48,0	131,1	472,2
mar.	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
apr.	337,4	179,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	358,5	52,1	20,5	130,6	489,3
mag. ¹⁾	333,1	177,1	45,0	0,4	0,0	0,2	0,1	366,2	42,6	15,5	130,9	497,3

Fonte: BCE.

- 1) La posizione di liquidità del sistema bancario è 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.
- 2) Esclude l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM.
- 3) Saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema.
- 4) Pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (voci da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (voci da 6 a 10).
- 5) Questa voce è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (voce 6), delle banconote e monete in circolazione (voce 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (voce 11).

2 Andamenti monetari e fondi di investimento nell'area dell'euro

Tavola 2.1

Bilancio aggregato dell'Eurosistema

(miliardi di euro (consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati))

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro		IFM ¹⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ²⁾			Altri residenti	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro		IFM	Altri residenti	Attività verso non residenti nell'area dell'euro ¹⁾	Capitale fisso	Altre attività	Totale
	1	2				3	4	5		6	7							8	9	10	11	12	13	14	15
2000	445,0	427,4	17,1	0,5	97,4	2,5	93,6	1,3	15,3	4,3	11,0	380,7	11,2	56,1	1.005,7		
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>																	
2001 2° trim.	426,0	398,2	27,2	0,6	105,8	3,1	101,5	1,2	14,2	4,6	9,6	414,7	11,9	54,5	1.027,2		
3° trim.	388,2	360,4	27,2	0,6	106,6	3,7	101,9	1,1	13,1	4,8	8,3	397,1	11,9	54,8	971,7		
4° trim.	412,7	386,4	25,7	0,6	107,0	3,8	101,8	1,3	13,8	4,6	9,2	399,0	11,9	54,3	998,6		
2002 1° trim.	381,3	354,9	25,8	0,6	106,5	4,1	101,0	1,4	13,8	4,7	9,1	414,4	11,9	101,5	1.029,4		
2002 apr.	344,2	317,8	25,8	0,6	107,5	5,0	101,4	1,1	13,5	4,7	8,8	401,2	12,0	103,3	981,7		
mag.	356,1	329,7	25,7	0,6	107,0	4,9	101,0	1,0	13,3	4,7	8,6	394,4	12,0	105,4	988,2		
giu.	387,7	361,3	25,7	0,6	107,9	4,9	101,6	1,4	12,9	4,7	8,2	372,7	12,0	108,8	1.001,9		
lug.	364,0	337,7	25,7	0,6	108,8	5,3	101,9	1,7	12,7	4,7	7,9	377,9	12,1	110,4	985,9		
ago.	363,4	337,5	25,3	0,6	110,8	5,4	103,3	2,1	12,8	4,8	8,0	377,9	12,1	110,8	987,8		
set.	365,6	339,6	25,3	0,6	112,5	5,8	104,6	2,2	12,3	4,8	7,5	386,0	12,1	112,4	1.000,9		
ott.	370,8	344,8	25,3	0,6	113,5	6,5	106,1	0,9	13,0	4,8	8,2	379,9	12,1	115,1	1.004,4		
nov.	377,3	351,3	25,3	0,6	115,0	7,0	107,1	0,9	13,5	4,8	8,6	379,0	9,8	119,2	1.013,8		
dic.	416,2	391,3	24,2	0,6	94,5	7,6	86,0	0,8	13,2	4,8	8,3	374,8	11,9	132,3	1.042,8		
2003 gen.	412,3	387,5	24,2	0,6	96,7	8,5	87,4	0,8	13,0	4,9	8,1	373,3	12,1	116,9	1.024,8		
feb.	410,2	385,4	24,1	0,6	100,7	9,1	90,8	0,8	12,9	5,0	7,9	363,3	12,0	121,1	1.020,5		
mar.	411,8	387,0	24,1	0,6	105,2	9,5	94,8	0,8	12,5	5,1	7,5	349,7	11,9	123,6	1.015,1		
apr. ^(p)	369,6	344,9	24,1	0,6	107,6	9,6	97,1	0,8	13,0	5,1	7,9	341,0	12,0	128,2	971,9		

2. Passività

	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro	IFM ¹⁾	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ¹⁾	Altre passività	Totale
2000	390,2	327,3	270,4	47,1	9,8	3,8	197,5	29,9	57,0	1.005,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 2° trim.	368,8	342,2	274,1	51,8	16,3	5,6	223,7	32,6	54,2	1.027,2
3° trim.	346,1	323,6	269,4	37,6	16,6	5,5	209,2	30,0	57,3	971,7
4° trim.	285,9	391,9	342,4	35,1	14,4	4,6	209,8	35,6	70,8	998,6
2002 1° trim.	309,1	355,1	282,4	56,3	16,4	4,6	217,8	36,9	105,9	1.029,4
2002 apr.	311,2	323,5	254,8	50,8	17,9	4,6	212,7	32,4	97,2	981,7
mag.	319,6	326,6	268,4	40,7	17,4	4,6	207,9	31,6	98,0	988,2
giu.	329,3	354,3	285,2	51,5	17,5	4,6	182,3	31,0	100,5	1.001,9
lug.	340,1	316,0	247,4	52,9	15,6	4,6	183,7	35,1	106,6	985,9
ago.	342,3	318,7	255,8	47,3	15,6	4,6	186,4	31,0	104,9	987,8
set.	347,0	317,6	258,9	41,7	17,0	4,6	190,2	32,5	109,1	1.000,9
ott.	355,3	313,5	254,4	40,8	18,3	4,6	187,9	31,4	111,9	1.004,4
nov.	360,8	319,3	255,2	46,2	17,9	3,6	185,7	31,5	112,9	1.013,8
dic.	392,9	328,4	283,3	29,5	15,6	3,6	165,9	32,9	119,1	1.042,8
2003 gen.	352,1	348,3	284,1	49,3	15,0	3,6	164,2	30,2	126,4	1.024,8
feb.	358,1	346,0	276,9	54,2	14,9	2,8	159,5	28,6	125,5	1.020,5
mar.	365,4	345,8	279,0	50,7	16,2	2,7	149,2	28,7	123,3	1.015,1
apr. ^(p)	378,7	292,1	233,2	42,0	16,9	2,7	144,6	27,6	126,1	971,9

Fonte: BCE.

- 1) A decorrere dalla fine di novembre 2000, i saldi derivanti dal funzionamento del sistema TARGET vengono compensati con frequenza giornaliera per novazione. Pertanto, le posizioni bilaterali di ciascuna banca centrale nazionale nei confronti della BCE e delle altre banche centrali nazionali sono state sostituite da una singola posizione bilaterale netta nei confronti della BCE. Per le posizioni lorde di fine mese nel 1999 e nei mesi da gennaio a ottobre 2000, cfr. le note corrispondenti nei Bollettini di febbraio 2000 e di dicembre 2000.
- 2) Inclusi i titoli di mercato monetario. Per ulteriori dettagli cfr. le Note generali.

Tavola 2.2

Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema

(miliardi di euro (consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati))

1. Attività

	Attività												Totale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2000	10.419,8	3.510,4	817,8	6.091,5	2.311,5	1.051,4	995,9	264,2	23,3	750,9	240,2	510,8	2.026,2	158,7	1.015,2	16.705,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>																
2001 2° trim.	10.894,4	3.698,3	808,5	6.387,6	2.529,2	1.123,3	1.104,9	300,9	32,9	799,3	251,3	548,0	2.290,1	163,5	1.128,3	17.837,7
3° trim.	10.953,2	3.729,3	802,6	6.421,3	2.543,2	1.123,5	1.093,3	326,4	36,1	771,6	245,1	526,4	2.300,6	165,7	1.115,8	17.886,2
4° trim.	11.134,7	3.794,0	822,0	6.518,7	2.535,9	1.122,9	1.077,4	335,6	38,5	810,8	251,9	559,0	2.408,8	168,1	1.129,5	18.226,3
2002 1° trim.	11.210,8	3.778,4	826,8	6.605,5	2.646,9	1.173,5	1.128,1	345,3	46,6	811,4	260,0	551,4	2.430,8	164,5	1.031,1	18.342,2
2002 apr.	11.264,9	3.817,7	806,7	6.640,6	2.653,2	1.183,6	1.127,8	341,8	47,5	825,4	267,5	557,9	2.425,3	164,2	1.011,2	18.391,8
mag.	11.329,0	3.866,4	803,4	6.659,1	2.673,9	1.188,7	1.141,2	343,9	50,8	826,0	265,7	560,3	2.451,4	164,4	984,6	18.480,1
giu.	11.334,7	3.839,8	804,4	6.690,5	2.675,0	1.195,9	1.137,5	341,7	58,3	819,0	263,4	555,6	2.358,6	164,3	1.002,3	18.412,2
lug.	11.339,5	3.844,7	802,8	6.691,9	2.671,9	1.192,8	1.135,5	343,6	60,5	808,1	266,9	541,2	2.378,8	164,6	1.025,6	18.449,0
ago.	11.321,2	3.836,8	792,7	6.691,7	2.657,6	1.187,0	1.131,7	338,9	60,9	816,7	265,5	551,1	2.367,3	165,6	1.011,0	18.400,2
set.	11.406,6	3.885,0	795,5	6.726,1	2.687,2	1.190,0	1.148,6	348,6	62,1	805,1	263,6	541,5	2.427,5	166,2	1.057,9	18.612,6
ott.	11.463,5	3.926,4	795,1	6.742,0	2.680,0	1.185,5	1.142,3	352,2	63,7	819,5	266,0	553,5	2.483,6	167,1	1.021,1	18.698,6
nov.	11.592,2	4.034,5	803,9	6.753,9	2.706,7	1.203,5	1.147,3	355,8	65,6	822,9	264,7	558,2	2.558,2	167,1	1.055,3	18.968,1
dic.	11.613,1	4.019,7	812,6	6.780,9	2.671,2	1.170,0	1.135,0	366,2	62,4	827,6	263,3	564,4	2.465,5	167,6	1.051,8	18.859,3
2003 gen.	11.657,8	4.049,0	804,7	6.804,1	2.780,7	1.218,6	1.188,2	373,9	65,3	815,5	256,0	559,5	2.478,6	164,2	1.015,5	18.977,9
feb.	11.734,1	4.099,3	804,1	6.830,6	2.815,9	1.227,8	1.207,8	380,3	66,4	812,1	255,9	556,2	2.545,6	162,9	1.042,1	19.179,2
mar.	11.725,7	4.064,8	805,6	6.855,4	2.831,2	1.235,5	1.213,3	382,3	66,8	815,3	258,7	556,6	2.544,9	161,0	1.032,6	19.177,5
apr. ^(p)	11.790,7	4.099,7	800,4	6.890,6	2.851,1	1.224,6	1.228,1	398,5	69,9	836,1	260,2	575,9	2.564,6	159,0	1.046,2	19.317,6

2. Passività

	Passività										Totale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2000	0,0	9.057,1	3.679,3	117,4	5.260,5	1.648,9	2.159,8	1.276,9	174,9	323,3	2.712,9	940,5	2.299,5	1.372,2	16.705,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>															
2001 2° trim.	0,0	9.424,1	3.805,6	113,7	5.504,8	1.715,9	2.236,6	1.330,8	221,5	390,2	2.861,3	998,1	2.713,8	1.450,1	17.837,7
3° trim.	0,0	9.484,8	3.839,0	110,2	5.535,5	1.733,7	2.233,5	1.342,6	225,7	417,3	2.875,5	1.011,1	2.613,4	1.484,1	17.886,2
4° trim.	0,0	9.696,6	3.829,6	103,9	5.763,1	1.882,1	2.257,5	1.405,0	218,5	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9	18.226,3
2002 1° trim.	0,0	9.695,4	3.852,1	101,2	5.742,1	1.823,1	2.266,3	1.423,0	229,6	477,9	2.966,1	1.057,6	2.754,4	1.390,7	18.342,2
2002 apr.	0,0	9.742,5	3.871,8	106,7	5.763,9	1.852,1	2.269,0	1.414,7	228,1	485,0	2.969,4	1.064,1	2.741,5	1.389,4	18.391,8
mag.	0,0	9.810,7	3.920,5	108,3	5.781,9	1.852,8	2.278,8	1.415,5	234,8	493,4	2.994,0	1.071,3	2.723,4	1.387,2	18.480,1
giu.	0,0	9.836,4	3.926,6	103,5	5.806,3	1.898,8	2.256,3	1.421,7	229,6	497,5	2.984,6	1.071,6	2.589,0	1.433,2	18.412,2
lug.	0,0	9.818,1	3.932,1	99,0	5.787,1	1.870,1	2.263,8	1.424,3	228,8	510,7	2.989,6	1.081,4	2.613,1	1.436,1	18.449,0
ago.	0,0	9.779,9	3.918,3	93,6	5.768,0	1.836,2	2.265,4	1.429,8	236,5	524,3	3.002,0	1.088,2	2.585,3	1.420,5	18.400,2
set.	0,0	9.870,6	3.960,8	104,6	5.805,2	1.891,3	2.242,8	1.432,8	238,3	522,5	3.004,3	1.094,1	2.642,2	1.478,9	18.612,6
ott.	0,0	9.942,0	4.020,2	111,0	5.810,8	1.873,5	2.263,8	1.438,1	235,6	526,4	3.010,4	1.097,0	2.666,5	1.456,3	18.698,6
nov.	0,0	10.092,3	4.127,2	101,3	5.863,8	1.925,7	2.259,8	1.448,7	229,6	542,8	3.038,1	1.100,1	2.706,2	1.488,6	18.968,1
dic.	0,0	10.198,9	4.136,5	106,9	5.955,5	1.984,6	2.264,5	1.479,6	226,9	532,9	2.992,7	1.108,8	2.594,3	1.431,7	18.859,3
2003 gen.	0,0	10.200,1	4.162,2	105,4	5.932,5	1.933,2	2.266,2	1.500,1	233,0	600,3	3.017,2	1.113,0	2.632,7	1.414,6	18.977,9
feb.	0,0	10.297,4	4.220,3	121,6	5.955,5	1.932,9	2.275,2	1.513,5	233,8	613,8	3.037,2	1.110,7	2.686,0	1.434,2	19.179,2
mar.	0,0	10.307,7	4.197,3	120,2	5.990,3	1.969,0	2.276,9	1.521,2	223,2	617,7	3.045,6	1.116,8	2.664,9	1.424,9	19.177,5
apr. ^(p)	0,0	10.340,0	4.196,7	113,9	6.029,4	1.987,5	2.282,0	1.527,4	232,6	633,4	3.066,3	1.117,8	2.687,0	1.473,1	19.317,6

Fonte: BCE.

1) Inclusi i titoli di mercato monetario. Per ulteriori dettagli cfr. le Note generali.

2) Detenute da residenti nell'area dell'euro; quelle detenute da non residenti nell'area sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

Tavola 2.3

Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema

(miliardi di euro (dati di fine periodo non destagionalizzati))

1. Attività: consistenze di fine periodo

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ²⁾	Altri titoli 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 ³⁾	Capitale fisso	Altre attività	Totale
	1	2	3		4	5						6
2001 ott.	7.278,8	827,2	6.451,6	1.516,6	1.186,8	329,9	543,7	2.742,5	178,3	1.164,2	13.424,2
nov.	7.345,2	843,3	6.501,9	1.524,1	1.191,0	333,1	544,6	2.827,6	179,1	1.153,9	13.574,5
dic.	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,1	1.179,2	336,9	568,1	2.807,8	180,0	1.137,6	13.576,7
2002 gen.	7.379,2	844,8	6.534,4	1.548,3	1.206,3	341,9	568,1	2.829,6	177,5	1.164,8	13.667,3
feb.	7.396,2	847,5	6.548,7	1.557,7	1.207,8	349,9	566,7	2.833,2	176,6	1.126,8	13.657,2
mar.	7.458,8	852,6	6.606,1	1.575,7	1.229,1	346,6	560,5	2.845,2	176,4	1.077,7	13.694,3
apr.	7.473,6	832,4	6.641,2	1.572,2	1.229,3	342,9	566,8	2.826,5	176,2	1.065,0	13.680,2
mag.	7.488,9	829,2	6.659,7	1.587,2	1.242,3	345,0	568,9	2.845,8	176,4	1.044,3	13.711,5
giu.	7.521,2	830,1	6.691,1	1.582,0	1.239,0	343,0	563,9	2.731,2	176,2	1.067,6	13.642,2
lug.	7.521,1	828,5	6.692,6	1.582,7	1.237,4	345,3	549,1	2.756,7	176,7	1.092,7	13.679,1
ago.	7.510,4	818,0	6.692,3	1.576,0	1.235,0	341,0	559,1	2.745,3	177,7	1.080,6	13.649,1
set.	7.547,5	820,8	6.726,8	1.603,9	1.253,2	350,8	549,1	2.813,5	178,3	1.130,0	13.822,2
ott.	7.563,1	820,4	6.742,7	1.601,6	1.248,5	353,1	561,6	2.863,5	179,3	1.094,8	13.863,9
nov.	7.583,7	829,2	6.754,5	1.611,1	1.254,4	356,7	566,9	2.937,2	177,0	1.135,1	14.010,9
dic.	7.618,3	836,8	6.781,5	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.840,3	179,5	1.132,2	13.931,1
2003 gen.	7.633,6	828,9	6.804,7	1.650,3	1.275,5	374,8	567,5	2.851,9	176,3	1.092,5	13.972,8
feb.	7.659,5	828,3	6.831,3	1.679,7	1.298,6	381,1	564,1	2.908,9	174,9	1.124,4	14.112,0
mar.	7.685,7	829,7	6.856,0	1.691,3	1.308,1	383,2	564,1	2.894,6	172,9	1.117,9	14.127,0
apr. ⁴⁾	7.715,7	824,5	6.891,2	1.724,5	1.325,2	399,3	583,8	2.905,7	171,0	1.131,9	14.233,1

2. Passività: consistenze di fine periodo

	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amm.ni centrali	Depositi di altre Amm.ni pubb./altri residenti nell'area dell'euro	Altre passività				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
				A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine							
2001 ott.	295,5	153,3	5.574,8	1.750,3	2.237,6	1.351,9	235,1	392,3	1.767,9	981,1	2.665,2	1.588,7	5,5	13.424,2
nov.	279,7	150,2	5.628,1	1.798,1	2.239,2	1.365,0	225,9	400,8	1.760,3	982,6	2.729,9	1.632,4	10,4	13.574,5
dic.	239,7	139,0	5.777,6	1.896,2	2.257,9	1.405,0	218,5	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5	13.576,7
2002 gen.	246,5	148,9	5.736,9	1.847,8	2.254,1	1.418,8	216,2	416,6	1.775,9	1.007,5	2.759,4	1.573,6	2,0	13.667,3
feb.	240,3	155,7	5.736,7	1.843,3	2.251,4	1.420,9	221,1	427,0	1.778,2	1.011,5	2.768,0	1.538,8	1,1	13.657,2
mar.	254,3	157,5	5.758,5	1.839,1	2.266,7	1.423,0	229,6	431,2	1.793,1	1.010,7	2.791,3	1.496,6	1,3	13.694,3
apr.	261,7	157,5	5.781,8	1.869,7	2.269,3	1.414,7	228,1	437,5	1.785,5	1.004,6	2.774,0	1.486,6	-8,9	13.680,2
mag.	273,8	149,0	5.799,3	1.869,8	2.279,1	1.415,5	234,8	442,6	1.805,0	1.008,8	2.755,1	1.485,2	-7,3	13.711,5
giu.	285,8	155,0	5.823,9	1.916,0	2.256,6	1.421,7	229,6	439,2	1.788,3	985,8	2.619,9	1.533,6	10,7	13.642,2
lug.	296,8	151,9	5.802,6	1.885,4	2.264,1	1.424,3	228,8	450,3	1.796,1	993,4	2.648,1	1.542,7	-2,9	13.679,1
ago.	301,1	141,0	5.783,6	1.851,6	2.265,7	1.429,8	236,5	463,4	1.814,3	1.004,3	2.616,3	1.525,4	-0,2	13.649,1
set.	306,7	146,3	5.822,2	1.908,0	2.243,1	1.432,8	238,3	460,4	1.813,0	1.015,9	2.674,8	1.588,0	-5,0	13.822,2
ott.	313,9	151,8	5.829,1	1.891,4	2.264,1	1.438,1	235,6	462,7	1.823,0	1.014,0	2.697,9	1.568,2	3,3	13.863,9
nov.	321,4	147,5	5.881,7	1.943,2	2.260,2	1.448,7	229,6	477,1	1.831,1	1.016,2	2.737,8	1.601,5	-3,4	14.010,9
dic.	341,2	136,4	5.971,1	1.999,8	2.264,8	1.479,6	226,9	470,6	1.818,6	1.006,5	2.627,2	1.550,8	8,8	13.931,1
2003 gen.	312,1	154,7	5.947,4	1.947,9	2.266,5	1.500,1	233,0	535,0	1.793,6	1.016,3	2.662,9	1.541,1	9,7	13.972,8
feb.	319,3	175,8	5.970,4	1.947,5	2.275,5	1.513,5	233,8	547,3	1.803,0	1.009,3	2.714,5	1.559,8	12,5	14.112,0
mar.	327,1	170,9	6.006,4	1.984,9	2.277,1	1.521,2	223,2	550,8	1.803,3	1.002,2	2.693,6	1.548,2	24,4	14.127,0
apr. ⁴⁾	336,2	155,9	6.046,4	2.004,1	2.282,3	1.527,4	232,6	563,5	1.834,9	997,2	2.714,6	1.599,2	-14,7	14.233,1

Fonte: BCE.

- 1) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e qualsiasi altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 2) Inclusi i titoli di mercato monetario. Per ulteriori dettagli cfr. le Note generali.
- 3) Cfr. tavola 2.1, nota 1.
- 4) Detenute da residenti nell'area dell'euro; quelle detenute da non residenti nell'area sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

3. Attività: flussi ¹⁾

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ²⁾	Altri residenti		Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Capitale fisso	Altre attività	Totale
	1	2	3		4	5						6
2001 nov.	65,7	16,0	49,7	9,9	7,9	2,1	-3,2	65,9	1,1	5,9	145,5
dic.	25,6	3,7	21,9	-8,4	-10,3	2,0	22,1	-25,8	1,1	-17,1	-2,5
2002 gen.	9,4	-3,1	12,6	27,1	21,9	5,2	-0,3	-0,2	-2,5	26,6	60,1
feb.	19,0	2,7	16,2	9,2	1,2	8,0	0,6	0,3	-0,9	-39,3	-11,1
mar.	64,2	5,2	59,0	14,1	16,9	-2,9	-7,6	19,8	0,0	-48,1	42,4
apr.	21,7	-20,0	41,6	-1,9	1,5	-3,3	6,3	17,8	-0,2	-13,1	30,6
mag.	25,3	-2,8	28,1	12,7	9,7	3,0	0,9	73,3	0,2	-20,8	91,6
giu.	40,7	1,4	39,3	-3,0	-1,3	-1,7	-5,1	-27,1	-0,2	23,7	28,9
lug.	-4,6	-1,8	-2,8	-2,5	-2,0	-0,5	-11,7	-1,8	0,5	23,9	3,8
ago.	-10,7	-10,9	0,2	-5,7	-3,1	-2,6	9,4	-10,7	1,0	-12,1	-28,8
set.	38,3	2,8	35,4	20,8	11,5	9,3	-4,4	65,7	0,6	47,8	168,7
ott.	18,2	-0,4	18,6	-0,4	-2,6	2,2	10,3	54,9	0,9	-35,8	48,1
nov.	25,7	9,0	16,7	9,4	6,1	3,4	1,9	84,7	-2,3	39,6	159,0
dic.	50,0	8,0	42,0	-3,9	-14,1	10,2	4,7	-33,5	1,7	-12,8	6,2
2003 gen.	25,9	1,3	24,6	24,1	20,0	4,1	-0,6	17,8	-2,0	-25,8	40,0
feb.	28,4	-2,4	30,8	24,5	17,8	6,7	-2,3	66,3	-1,5	28,9	144,2
mar.	34,1	1,5	32,6	14,2	11,8	2,4	0,6	6,5	0,0	-17,1	38,4
apr. ⁴⁾	36,8	-5,0	41,8	29,2	17,9	11,3	15,4	39,8	-1,9	11,0	130,2

4. Passività: flussi ¹⁾

	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amm.ni centrali	Depositi di altre Amm.ni pubb./altri residenti nell'area dell'euro	Altri residenti				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ^{3),4)}	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le 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	12	13	14
2001 nov.	-15,7	-3,0	51,4	47,1	0,3	13,1	-9,2	9,7	23,8	2,9	38,6	33,2	4,6	145,5
dic.	-40,0	-11,2	149,4	98,4	18,4	40,0	-7,4	-1,3	-0,5	13,6	-16,9	-76,1	-19,5	-2,5
2002 gen.	6,8	10,4	-42,5	-49,5	-3,1	12,4	-2,3	19,5	10,4	14,2	14,1	15,8	11,3	60,1
feb.	-6,2	6,9	0,2	-4,3	-2,5	2,1	4,9	10,4	4,8	-0,8	11,2	-36,8	-0,7	-11,1
mar.	14,0	1,7	22,8	-3,8	16,1	2,2	8,4	3,3	18,4	2,7	25,5	-55,3	9,3	42,4
apr.	7,4	0,0	27,6	32,0	5,2	-8,2	-1,5	7,9	-1,7	-5,2	20,3	-16,2	-9,6	30,6
mag.	12,2	-8,5	24,5	2,3	14,3	1,1	6,7	4,0	29,5	3,7	34,0	-9,2	1,5	91,6
giu.	12,0	6,0	31,1	48,1	-17,4	6,4	-6,1	-7,2	1,4	-17,1	-68,2	55,4	15,6	28,9
lug.	11,0	-3,1	-24,5	-31,7	5,5	2,5	-0,7	12,0	5,5	9,6	-4,2	10,9	-13,5	3,8
ago.	4,4	-11,0	-4,7	-33,6	15,7	5,5	7,7	12,3	4,0	9,0	-25,1	-20,5	2,8	-28,8
set.	5,6	1,6	39,5	56,4	-22,3	3,0	2,4	-2,7	15,8	9,3	47,6	53,9	-1,9	168,7
ott.	7,2	5,5	7,8	-16,4	21,7	5,3	-2,8	2,1	11,3	0,0	25,4	-20,5	9,4	48,1
nov.	7,5	-4,3	54,8	52,2	-3,6	10,6	-4,4	14,7	11,5	2,0	49,3	29,3	-5,9	159,0
dic.	19,8	-11,0	86,3	49,2	8,6	31,2	-2,8	-6,1	-6,1	8,9	-55,4	-42,4	12,3	6,2
2003 gen.	-7,4	15,2	-16,5	-50,4	-1,4	20,6	14,7	19,4	12,3	11,0	10,5	-9,4	4,9	40,0
feb.	7,2	18,6	22,9	-0,5	9,1	13,5	0,9	12,2	9,7	-4,3	55,4	17,1	5,4	144,2
mar.	7,8	-5,0	38,0	38,1	2,7	7,8	-10,7	4,2	1,4	-2,8	-8,3	-8,8	11,9	38,4
apr. ⁴⁾	9,1	-15,0	43,4	20,4	7,2	6,3	9,5	12,2	31,8	-1,1	44,3	43,9	-38,5	130,2

Tavola 2.4

Aggregati monetari ¹⁾ e contropartite

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali sui dodici mesi, salvo diversa indicazione)

1. Aggregati monetari: consistenze di fine periodo

	M1				Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	M2	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾			Totale	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾
2001 ott.	295,5	1.816,1	2.111,6	95,66	1.074,7	1.311,6	4.497,9	96,46
nov.	279,7	1.864,6	2.144,3	97,11	1.077,6	1.326,4	4.548,2	97,50
dic.	239,7	1.968,2	2.207,9	100,00	1.088,8	1.367,9	4.664,6	100,00
2002 gen.	246,5	1.921,9	2.168,4	98,16	1.080,9	1.390,4	4.639,7	99,44
feb.	240,3	1.917,1	2.157,4	97,67	1.076,7	1.394,5	4.628,6	99,21
mar.	254,3	1.914,2	2.168,5	98,19	1.088,5	1.397,9	4.654,8	99,79
apr.	261,7	1.945,5	2.207,2	100,01	1.092,0	1.391,9	4.691,1	100,64
mag.	273,8	1.945,4	2.219,2	100,65	1.099,6	1.394,0	4.712,8	101,23
giu.	285,8	1.992,1	2.277,9	103,40	1.074,8	1.400,0	4.752,7	102,23
lug.	296,8	1.959,3	2.256,1	102,37	1.083,7	1.403,0	4.742,8	101,89
ago.	301,1	1.927,4	2.228,5	101,12	1.096,8	1.408,9	4.734,3	101,72
set.	306,7	1.984,3	2.291,0	103,96	1.073,6	1.411,1	4.775,6	102,60
ott.	313,9	1.968,3	2.282,2	103,57	1.093,6	1.417,7	4.793,5	103,00
nov.	321,4	2.020,9	2.342,3	106,31	1.086,2	1.428,8	4.857,2	104,38
dic.	341,2	2.082,7	2.423,8	109,68	1.075,3	1.460,7	4.959,8	106,50
2003 gen.	312,1	2.028,7	2.340,8	106,97	1.077,4	1.485,4	4.903,6	105,82
feb.	319,3	2.029,0	2.348,4	107,31	1.079,5	1.500,9	4.928,7	106,36
mar.	327,1	2.067,4	2.394,6	109,46	1.072,8	1.512,6	4.980,0	107,50
apr. ^(p)	336,2	2.087,2	2.423,4	110,83	1.081,4	1.521,8	5.026,6	108,57

2. Aggregati monetari: flussi ⁵⁾

	M1				Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	M2	
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi ³⁾			Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi ³⁾
2001 nov.	-15,7	47,8	32,0	5,5	1,9	14,8	48,7	5,9
dic.	-40,0	103,9	63,9	5,1	11,1	41,5	116,4	6,1
2002 gen.	6,8	-47,4	-40,6	6,7	-6,7	21,1	-26,2	6,7
feb.	-6,2	-4,6	-10,8	6,3	-4,0	4,1	-10,7	6,3
mar.	14,0	-2,6	11,4	6,3	12,3	3,4	27,1	6,4
apr.	7,4	32,8	40,2	6,6	5,4	-5,8	39,7	6,4
mag.	12,2	2,0	14,2	6,4	10,9	2,3	27,4	6,7
giu.	12,0	48,6	60,6	7,3	-20,6	6,3	46,2	6,6
lug.	11,0	-33,8	-22,8	7,3	4,2	2,8	-15,8	6,4
ago.	4,4	-31,7	-27,3	8,0	13,5	6,0	-7,9	6,6
set.	5,6	56,9	62,5	8,0	-23,3	2,2	41,4	6,4
ott.	7,2	-15,8	-8,6	8,3	20,4	6,7	18,4	6,8
nov.	7,5	53,0	60,5	9,5	-7,3	11,1	64,3	7,1
dic.	19,8	54,3	74,2	9,7	-7,9	32,1	98,4	6,5
2003 gen.	-7,4	-52,4	-59,9	9,0	3,3	24,9	-31,7	6,4
feb.	7,2	0,3	7,5	9,9	2,1	15,5	25,1	7,2
mar.	7,8	39,1	46,9	11,5	-5,8	11,8	52,9	7,7
apr. ^(p)	9,1	21,0	30,1	10,8	10,1	9,3	49,6	7,9

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.
- 2) 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.

M3 ²⁾						
Operazioni pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni ³⁾	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾		
9	10	11	12	13		
235,1	392,3	149,5	5.274,7	97,16	2001 ott.	
225,9	400,8	152,2	5.327,1	98,16	nov.	
218,5	398,0	145,9	5.427,0	100,00	dic.	
216,2	416,6	141,8	5.414,4	99,83	2002 gen.	
221,1	427,0	138,8	5.415,5	99,84	feb.	
229,6	431,2	137,2	5.453,0	100,56	mar.	
228,1	437,5	134,7	5.491,4	101,35	apr.	
234,8	442,6	144,0	5.534,2	102,23	mag.	
229,6	439,2	132,9	5.554,3	102,71	giu.	
228,8	450,3	125,5	5.547,4	102,46	lug.	
236,5	463,4	126,5	5.560,7	102,71	ago.	
238,3	460,4	131,3	5.605,7	103,53	set.	
235,6	462,7	133,7	5.625,4	103,91	ott.	
229,6	477,1	131,1	5.695,1	105,23	nov.	
226,9	470,6	127,7	5.784,9	106,82	dic.	
233,0	535,0	108,3	5.779,8	106,98	2003 gen.	
233,8	547,3	108,8	5.818,7	107,69	feb.	
223,2	550,8	101,0	5.855,0	108,39	mar.	
232,6	563,5	125,8	5.948,5	110,09	apr. ⁴⁾	

M3 ²⁾						
Operazioni pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni ⁵⁾	Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi ³⁾		
9	10	11	12	13		
-9,2	9,7	5,1	54,3	7,6	2001 nov.	
-7,4	-1,3	-7,8	99,9	7,6	dic.	
-2,3	19,5	-0,3	-9,2	7,7	2002 gen.	
4,9	10,4	-3,9	0,7	7,3	feb.	
8,4	3,3	0,2	39,0	7,3	mar.	
-1,5	7,9	-3,4	42,7	7,2	apr.	
6,7	4,0	9,8	47,9	7,5	mag.	
-6,1	-7,2	-7,4	25,6	7,2	giu.	
-0,7	12,0	-8,7	-13,2	6,9	lug.	
7,7	12,3	1,1	13,2	7,1	ago.	
2,4	-2,7	3,6	44,7	7,0	set.	
-2,8	2,1	2,5	20,2	6,9	ott.	
-4,4	14,7	-2,7	71,9	7,2	nov.	
-2,8	-6,1	-3,9	85,7	6,8	dic.	
14,7	19,4	6,2	8,6	7,2	2003 gen.	
0,9	12,2	0,2	38,4	7,9	feb.	
-10,7	4,2	-8,6	37,9	7,8	mar.	
9,5	12,2	20,6	91,9	8,6	apr. ⁴⁾	

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

4) Calcolata sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

5) Inclusi i titoli di mercato monetario. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

Tavola 2.4 (segue)

Aggregati monetari ¹⁾ e contropartite

(miliardi di euro e variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

3. Consistenze di fine periodo destagionalizzate

	M2							
	M1				Altri depositi a breve ⁵⁾		Totale	Indice ⁴⁾
	Banconote e monete in circolazione 1	Depositi a vista 2	Totale	Indice ⁴⁾	Totale	Indice ⁴⁾		
			3	4	5	6	7	8
2001 ott.	297,2	1.841,8	2.139,0	96,90	2.406,3	98,00	4.545,3	97,48
nov.	279,8	1.870,3	2.150,0	97,37	2.421,1	98,56	4.571,1	97,99
dic.	233,3	1.917,8	2.151,1	97,43	2.447,8	99,64	4.598,9	98,59
2002 gen.	251,7	1.924,5	2.176,2	98,52	2.452,9	99,83	4.629,1	99,21
feb.	244,8	1.932,3	2.177,1	98,56	2.449,6	99,71	4.626,7	99,17
mar.	254,1	1.921,7	2.175,8	98,52	2.471,8	100,64	4.647,6	99,64
apr.	263,4	1.939,2	2.202,6	99,80	2.477,4	100,95	4.680,0	100,41
mag.	272,5	1.945,4	2.217,9	100,59	2.481,1	101,24	4.699,0	100,94
giu.	281,8	1.948,2	2.230,1	101,23	2.486,5	101,64	4.716,6	101,45
lug.	292,3	1.959,4	2.251,7	102,17	2.497,1	101,88	4.748,8	102,02
ago.	299,1	1.970,9	2.270,0	103,01	2.503,4	102,15	4.773,4	102,56
set.	307,5	1.988,5	2.296,0	104,19	2.511,1	102,47	4.807,1	103,28
ott.	315,7	1.996,0	2.311,6	104,90	2.531,8	103,33	4.843,5	104,08
nov.	321,9	2.017,8	2.339,6	106,19	2.532,7	103,37	4.872,4	104,71
dic.	332,7	2.031,8	2.364,5	106,99	2.529,4	103,37	4.894,0	105,08
2003 gen.	317,4	2.040,2	2.357,6	107,73	2.538,6	103,80	4.896,2	105,66
feb.	323,6	2.055,7	2.379,4	108,73	2.551,9	104,35	4.931,3	106,41
mar.	332,4	2.074,2	2.406,6	110,00	2.572,5	105,23	4.979,1	107,48
apr. ⁶⁾	338,6	2.085,6	2.424,3	110,87	2.592,5	106,12	5.016,8	108,36

4. Flussi destagionalizzati ⁷⁾

	M2										
	M1					Altri depositi a breve ⁵⁾			Totale	Variazioni percentuali sul mese precedente ⁴⁾	Variazioni percentuali sui dodici mesi ⁴⁾
	Banconote e monete in circolazione 1	Depositi a vista 2	Totale	Variazioni percentuali sul mese precedente ⁴⁾	Variazioni percentuali sui dodici mesi ⁴⁾	Totale	Variazioni percentuali sul mese precedente ⁴⁾	Variazioni percentuali sui dodici mesi ⁴⁾			
			3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001 nov.	-17,4	27,8	10,3	0,5	5,9	13,8	0,6	5,9	24,1	0,5	5,9
dic.	-46,4	47,8	1,3	0,1	5,4	26,6	1,1	7,2	27,9	0,6	6,4
2002 gen.	18,4	5,7	24,1	1,1	6,6	4,8	0,2	6,9	28,8	0,6	6,8
feb.	-6,9	8,0	1,0	0,0	6,2	-3,0	-0,1	6,5	-2,0	0,0	6,3
mar.	9,3	-10,2	-0,9	0,0	6,0	22,8	0,9	6,6	21,9	0,5	6,3
apr.	9,3	19,0	28,3	1,3	6,7	7,6	0,3	6,2	35,9	0,8	6,4
mag.	9,1	8,3	17,4	0,8	6,8	7,3	0,3	6,6	24,7	0,5	6,7
giu.	9,3	4,8	14,1	0,6	6,9	9,8	0,4	6,0	23,9	0,5	6,4
lug.	10,5	10,1	20,6	0,9	7,6	5,8	0,2	5,5	26,4	0,6	6,5
ago.	6,8	11,8	18,6	0,8	7,7	6,6	0,3	5,4	25,2	0,5	6,5
set.	8,4	17,6	26,0	1,1	8,1	7,8	0,3	5,1	33,7	0,7	6,5
ott.	8,2	7,6	15,8	0,7	8,3	21,1	0,8	5,4	37,0	0,8	6,8
nov.	6,2	22,2	28,4	1,2	9,1	1,0	0,0	4,9	29,4	0,6	6,9
dic.	10,8	6,8	17,7	0,8	9,8	0,0	0,0	3,7	17,7	0,4	6,6
2003 gen.	6,6	9,7	16,4	0,7	9,4	10,5	0,4	4,0	26,9	0,5	6,5
feb.	6,3	15,4	21,7	0,9	10,3	13,3	0,5	4,6	35,1	0,7	7,3
mar.	8,7	19,2	27,9	1,2	11,7	21,6	0,8	4,6	49,5	1,0	7,9
apr. ⁶⁾	6,3	12,6	18,9	0,8	11,1	21,7	0,8	5,1	40,6	0,8	7,9

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 dall'Amministrazione centrale.
- 2) 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.
- 3) I dati non destagionalizzati sui prestiti e sulle altre componenti del credito sono riportati a pagina 20*.
- 4) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

M3 ²⁾				Prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro (escluse le Amministrazioni pubbliche) ³⁾		
Strumenti negoziabili ⁶⁾		Totale	Indice ⁴⁾	Totale	Indice ⁴⁾	
Totale	Indice ⁴⁾					
9	10	11	12	13	14	
783,6	102,32	5.329,0	98,16	6.466,8	99,14	2001 ott.
784,0	102,85	5.355,1	98,68	6.511,5	99,81	nov.
789,1	103,50	5.388,0	99,28	6.513,1	99,91	dic.
778,5	102,73	5.407,5	99,70	6.534,3	100,19	2002 gen.
780,9	102,95	5.407,6	99,70	6.558,6	100,59	feb.
784,5	103,49	5.432,1	100,18	6.595,8	101,19	mar.
787,6	104,00	5.467,6	100,91	6.625,1	101,74	apr.
800,8	105,67	5.499,7	101,60	6.661,8	102,45	mag.
802,2	105,75	5.518,8	102,05	6.660,8	102,55	giu.
809,9	106,70	5.558,7	102,67	6.680,5	102,79	lug.
824,0	108,45	5.597,4	103,38	6.718,4	103,38	ago.
838,3	110,30	5.645,4	104,27	6.737,2	103,69	set.
838,6	110,33	5.682,0	104,95	6.757,2	104,04	ott.
843,6	111,22	5.716,0	105,62	6.764,4	104,22	nov.
853,7	112,55	5.747,7	106,13	6.778,5	104,67	dic.
879,3	114,50	5.775,5	106,90	6.806,3	105,12	2003 gen.
883,2	114,94	5.814,5	107,61	6.842,2	105,74	feb.
859,7	111,87	5.838,8	108,09	6.844,5	105,90	mar.
908,1	117,59	5.924,9	109,65	6.873,4	106,45	apr. ⁶⁾

M3 ²⁾							Prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro (escluse le Amministrazioni pubbliche) ³⁾			
Strumenti negoziabili ⁶⁾			Totale	Variazioni percentuali sul mese precedente ⁴⁾	Variazioni percentuali sui dodici mesi ⁴⁾	Media mobile centrata di tre mesi	Totale	Variazioni percentuali sul mese precedente ⁴⁾	Variazioni percentuali sui dodici mesi ⁴⁾	
Totale	Variazioni percentuali sul mese precedente ⁴⁾	Variazioni percentuali sui dodici mesi ⁴⁾								
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
4,0	0,5	19,4	28,1	0,5	7,7	7,6	44,1	0,7	6,6	2001 nov.
5,0	0,6	17,5	32,9	0,6	7,9	7,8	6,0	0,1	6,1	dic.
-5,9	-0,7	13,9	23,0	0,4	7,7	7,6	18,7	0,3	5,7	2002 gen.
1,7	0,2	13,4	-0,3	0,0	7,3	7,4	26,2	0,4	5,6	feb.
4,1	0,5	12,8	26,0	0,5	7,2	7,2	38,7	0,6	5,5	mar.
3,9	0,5	12,6	39,7	0,7	7,3	7,3	35,9	0,5	5,5	apr.
12,6	1,6	12,9	37,2	0,7	7,6	7,3	46,3	0,7	5,7	mag.
0,6	0,1	10,9	24,5	0,4	7,1	7,2	6,8	0,1	5,4	giu.
7,2	0,9	10,2	33,6	0,6	7,0	7,0	15,4	0,2	5,1	lug.
13,3	1,6	9,9	38,5	0,7	7,0	7,0	38,4	0,6	5,4	ago.
14,1	1,7	10,8	47,8	0,9	7,1	7,0	19,9	0,3	5,1	set.
0,2	0,0	7,8	37,1	0,7	6,9	7,0	22,6	0,3	4,9	ott.
6,8	0,8	8,1	36,2	0,6	7,0	7,0	12,0	0,2	4,4	nov.
10,1	1,2	8,7	27,7	0,5	6,9	7,0	29,1	0,4	4,8	dic.
14,8	1,7	11,5	41,7	0,7	7,2	7,3	29,2	0,4	4,9	2003 gen.
3,4	0,4	11,6	38,5	0,7	7,9	7,7	40,2	0,6	5,1	feb.
-23,6	-2,7	8,1	25,9	0,4	7,9	8,2	10,1	0,1	4,7	mar.
43,9	5,1	13,1	84,6	1,4	8,7	.	35,5	0,5	4,6	apr. ⁶⁾

- 5) Gli "altri depositi a breve" comprendono i depositi con durata prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.
- 6) Gli strumenti negoziabili comprendono le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni.
- 7) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

Tavola 2.4 (segue)
Aggregati monetari ¹⁾ e contropartite
(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)
5. Principali contropartite di M3: consistenze di fine periodo

	Passività a lungo termine delle IFM				Credito ²⁾				Attività nette sull'estero	Capitale fisso
	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	Credito alle Amm. pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Di cui			
							prestiti	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001 ott.	1.162,9	116,9	1.617,0	981,1	2.014,0	7.325,2	6.451,6	98,90	77,3	178,3
nov.	1.161,6	115,8	1.606,6	982,6	2.034,3	7.379,6	6.501,9	99,66	97,7	179,1
dic.	1.169,1	115,8	1.613,6	995,2	2.026,9	7.424,4	6.519,3	100,00	84,7	180,0
2002 gen.	1.173,2	112,3	1.632,9	1.007,5	2.051,1	7.444,4	6.534,4	100,19	70,1	177,5
feb.	1.174,7	111,2	1.638,8	1.011,5	2.055,3	7.465,4	6.548,7	100,44	65,2	176,6
mar.	1.178,2	109,9	1.655,8	1.010,7	2.081,7	7.513,2	6.606,1	101,35	54,0	176,4
apr.	1.177,3	108,0	1.650,2	1.004,6	2.061,7	7.550,9	6.641,2	101,98	52,5	176,2
mag.	1.179,6	106,8	1.660,6	1.008,8	2.071,5	7.573,6	6.659,7	102,42	90,8	176,4
giu.	1.181,7	106,6	1.655,2	985,8	2.069,1	7.598,0	6.691,1	103,02	111,3	176,2
lug.	1.180,4	106,6	1.670,1	993,4	2.065,9	7.587,0	6.692,6	102,98	108,5	176,7
ago.	1.168,9	106,8	1.687,0	1.004,3	2.053,0	7.592,5	6.692,3	102,98	129,0	177,7
set.	1.169,5	107,2	1.680,8	1.015,9	2.073,9	7.626,6	6.726,8	103,53	138,7	178,3
ott.	1.170,5	106,2	1.688,7	1.014,0	2.068,8	7.657,4	6.742,7	103,81	165,6	179,3
nov.	1.174,0	105,7	1.698,5	1.016,2	2.083,6	7.678,1	6.754,5	104,07	199,4	177,0
dic.	1.189,5	105,8	1.689,7	1.006,5	2.057,8	7.721,2	6.781,5	104,72	213,1	179,5
2003 gen.	1.189,1	106,3	1.684,5	1.016,3	2.104,4	7.747,0	6.804,7	105,10	189,0	176,3
feb.	1.196,0	105,0	1.693,7	1.009,3	2.126,8	7.776,5	6.831,3	105,57	194,4	174,9
mar.	1.204,3	100,9	1.701,5	1.002,2	2.137,8	7.803,2	6.856,0	106,08	201,0	172,9
apr. ⁴⁾	1.200,9	98,3	1.708,2	997,2	2.149,6	7.874,4	6.891,2	106,72	191,0	171,0

6. Principali contropartite di M3: flussi ⁴⁾

	Passività a lungo termine delle IFM				Credito ²⁾				Attività nette sull'estero	Capitale fisso
	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	Credito alle Amm. pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Di cui			
							prestiti	Variazione percentuale sui dodici mesi ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001 nov.	-1,6	-1,1	18,6	2,9	23,8	48,6	49,7	6,6	27,3	1,1
dic.	7,3	0,1	7,5	13,6	-6,6	46,0	21,9	6,0	-8,9	1,1
2002 gen.	3,6	-3,6	10,8	14,2	18,7	17,5	12,6	5,7	-14,3	-2,5
feb.	1,6	-1,0	9,2	-0,8	3,9	24,9	16,2	5,6	-10,9	-0,9
mar.	3,7	-1,3	18,8	2,7	22,1	48,5	59,0	5,5	-5,6	0,0
apr.	-0,2	-1,9	1,3	-5,2	-18,5	44,6	41,6	5,5	-2,5	-0,2
mag.	3,5	-1,2	19,7	3,7	6,9	32,1	28,1	5,8	39,3	0,2
giu.	3,3	-0,2	8,9	-17,1	0,1	32,4	39,3	5,4	41,1	-0,2
lug.	1,3	0,0	14,0	9,6	-3,8	-15,0	-2,8	5,1	2,4	0,5
ago.	2,2	0,2	2,7	9,0	-14,0	7,0	0,2	5,4	14,4	1,0
set.	1,0	0,4	12,0	9,3	14,3	40,3	35,4	5,1	18,1	0,6
ott.	1,3	-1,0	9,0	0,0	-3,0	31,1	18,6	5,0	29,5	0,9
nov.	3,7	-0,5	13,3	2,0	15,1	21,9	16,7	4,4	35,4	-2,3
dic.	16,5	0,1	-1,9	8,9	-6,1	56,9	42,0	4,7	22,0	1,7
2003 gen.	-4,6	0,5	6,5	11,0	21,3	28,1	24,6	4,9	7,3	-2,0
feb.	6,9	-1,2	9,8	-4,3	15,5	35,1	30,8	5,1	10,9	-1,5
mar.	8,5	-4,1	9,6	-2,8	13,4	35,6	32,6	4,7	14,8	0,0
apr. ⁴⁾	-2,9	-2,6	11,3	-1,1	12,9	68,5	41,8	4,6	-4,5	-1,9

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 dall'Amministrazione centrale.

2) Il credito comprende i prestiti a residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e le disponibilità in titoli emessi da residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

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

4) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

Tavola 2.5

Prestiti delle IFM, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria ¹⁾

(miliardi di euro (dati non stagionalizzati) e tassi percentuali di crescita, salvo diversa indicazione)

1. Prestiti a società finanziarie non monetarie e al settore pubblico: consistenze di fine periodo

	Intermediari finanziari non monetari, escluse società di assicurazione e fondi pensione			Società di assicurazione e fondi pensione			Amministrazioni pubbliche							
	Totale	fino a 1 anno	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾	Totale	fino a 1 anno	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾	Amministrazioni centrali ³⁾	Altre Amministrazioni pubbliche				Totale	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾	
								Amministrazioni statali ⁴⁾	oltre 5 anni	Amministrazioni locali	oltre 5 anni			Enti di previdenza
	1	2	3	4	5	6	7					8	9		10	11	12	13	14
2001 3° tr.	409,0	256,8	93,7	37,4	26,9	107,3	167,3	293,9	254,1	349,7	312,0	18,9	829,8	98,0
4° tr.	434,4	276,0	100,0	34,9	24,8	100,0	170,1	298,3	252,0	362,9	322,3	16,4	847,7	100,0
2002 1° tr.	459,4	305,3	105,9	38,9	28,3	111,3	180,3	294,0	248,2	361,8	317,9	16,4	852,6	100,6
2° tr.	461,1	303,4	106,3	42,5	30,5	120,8	163,0	280,9	245,8	366,6	314,5	19,5	830,1	98,0
3° tr.	452,4	288,0	104,3	42,1	30,1	113,6	156,4	274,7	241,6	367,8	315,6	21,9	820,8	96,9
4° tr.	453,9	288,0	105,4	33,0	19,7	88,9	155,2	277,7	237,0	382,8	327,1	21,2	836,8	98,8
2003 1° tr. ^(p)	470,6	301,2	107,1	42,1	29,8	118,5	158,7	267,2	229,2	382,2	330,0	21,1	829,1	97,8

2. Prestiti a società finanziarie non monetarie e al settore pubblico: flussi ⁵⁾

	Intermediari finanziari non monetari, escluse società di assicurazione e fondi pensione			Società di assicurazione e fondi pensione			Amministrazioni pubbliche							
	Totale	fino a 1 anno	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾	Totale	fino a 1 anno	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾	Amministrazioni centrali ³⁾	Altre Amministrazioni pubbliche				Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾	
								Amministrazioni statali ⁴⁾	oltre 5 anni	Amministrazioni locali	oltre 5 anni			Enti di previdenza
	1	2	3	4	5	6	7					8	9		10	11	12	13	14
2001 4° tr.	27,5	21,3	12,0	-2,5	-2,1	11,5	1,9	4,4	-2,1	13,2	10,3	-2,5	16,9	-0,9
2002 1° tr.	25,6	29,8	10,5	3,9	3,5	7,5	10,1	-4,3	-3,8	-1,1	-4,4	0,1	4,8	0,0
2° tr.	1,6	-1,8	9,0	3,3	2,1	17,4	-16,2	-13,1	-2,4	4,8	-3,5	3,1	-21,4	-0,6
3° tr.	-8,7	-15,4	11,3	-2,5	-0,4	5,9	-6,7	-6,8	-4,7	1,2	1,1	2,4	-9,9	-1,1
4° tr.	4,7	3,4	5,4	-9,2	-10,5	-11,1	-0,8	3,1	-4,6	15,0	11,5	-0,7	16,6	-1,2
2003 1° tr. ^(p)	7,3	4,1	1,1	10,9	10,2	6,5	2,2	-10,5	-7,9	-0,6	3,2	-0,1	-9,0	-2,8

Fonte: BCE.

- 1) La corrispondente classificazione dei settori nel SEC 95 è la seguente: società non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie: S15; intermediari finanziari non monetari, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione (corrispondenti agli "altri intermediari finanziari" nel SEC 95): S123 (inclusi gli ausiliari finanziari: S124); imprese di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.
- 2) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.
- 3) Per i prestiti alle Amministrazioni centrali non si dispone di una scomposizione per scadenza.
- 4) Per i paesi a struttura federale.
- 5) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine trimestre, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

Tavola 2.5 (segue)
Prestiti delle IFM, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria ¹⁾
(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e tassi percentuali di crescita, salvo diversa indicazione)
3. Prestiti al settore privato non finanziario: consistenze di fine periodo

	Società non finanziarie					Credito al consumo ³⁾				
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 3° trim.	1.027,2	467,3	1.372,1	2.866,6	98,7	100,6	170,7	221,7	493,1	99,3
4° trim.	1.019,0	489,8	1.394,5	2.903,3	100,0	102,5	170,4	224,2	497,1	100,0
2002 1° trim.	1.018,8	494,8	1.418,9	2.932,5	100,8	99,3	170,5	226,5	496,2	99,8
2° trim.	1.008,4	502,7	1.434,1	2.945,2	102,1	102,2	173,6	230,1	505,9	101,3
3° trim.	992,9	505,4	1.450,4	2.948,8	102,2	104,1	175,6	233,8	513,5	102,4
4° trim.	980,7	514,8	1.477,3	2.972,8	103,6	102,2	179,1	236,4	517,8	103,8
2003 1° trim. ⁴⁾	1.027,6	501,1	1.464,5	2.993,2	104,8	112,2	173,2	208,7	494,1	102,8

4. Prestiti al settore privato non finanziario: flussi ⁴⁾

	Società non finanziarie					Credito al consumo ³⁾				
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001 4° trim.	-9,1	23,2	22,4	36,5	7,8	1,8	-0,7	2,4	3,5	4,2
2002 1° trim.	-2,1	4,7	20,3	22,8	5,0	-4,2	1,2	2,3	-0,7	3,7
2° trim.	-2,3	13,3	27,5	38,6	4,4	2,9	0,7	3,7	7,3	3,0
3° trim.	-13,1	0,2	14,9	2,0	3,5	1,9	0,0	3,7	5,6	3,2
4° trim.	-8,5	13,3	34,9	39,8	3,6	2,5	3,0	1,5	7,0	3,8
2003 1° trim. ⁴⁾	50,8	-9,1	-4,9	36,7	4,0	9,4	-7,6	-7,0	-5,2	2,9

Fonte: BCE.

- 1) La corrispondente classificazione dei settori nel SEC 95 è la seguente: società non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie: S15; intermediari finanziari non monetari, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione (corrispondenti agli "altri intermediari finanziari" nel SEC 95): S123 (inclusi gli ausiliari finanziari: S124); imprese di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.
- 2) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

Famiglie												
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾					Altri prestiti ⁵⁾					Totale	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾	
fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ²⁾			
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
22,5	61,1	1.905,3	1.988,9	98,4	153,4	104,2	368,6	626,2	99,4	3.108,2	98,8	2001 3° tr.
22,7	61,0	1.937,0	2.020,6	100,0	152,8	105,3	370,3	628,3	100,0	3.146,0	100,0	4° tr.
23,1	60,7	1.975,0	2.058,7	101,9	150,6	104,7	364,5	619,8	99,5	3.174,7	101,1	2002 1° tr.
23,7	60,7	2.019,1	2.103,5	104,1	157,6	107,2	367,5	632,3	101,7	3.241,7	103,2	2° tr.
24,6	60,7	2.059,1	2.144,4	106,1	151,3	103,7	370,0	625,0	101,1	3.282,8	104,5	3° tr.
25,8	64,9	2.087,3	2.177,9	107,7	157,1	98,9	370,0	626,0	101,7	3.321,7	105,9	4° tr.
16,3	69,2	2.124,5	2.210,0	109,2	145,6	94,9	405,1	645,6	102,8	3.350,1	106,9	2003 1° tr. ^(p)

Famiglie												
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾					Altri prestiti ⁵⁾					Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾	
fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ²⁾			
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
0,1	-0,1	31,4	31,5	7,5	-0,6	2,2	2,3	4,0	1,7	39,0	5,8	2001 4° tr.
0,4	-0,4	38,1	38,1	7,3	-1,7	-0,3	-1,2	-3,1	0,6	34,2	5,3	2002 1° tr.
0,6	0,0	44,2	44,8	7,8	7,1	2,8	3,7	13,7	1,4	65,8	5,7	2° tr.
0,9	0,0	39,6	40,5	7,8	-6,3	-1,5	3,8	-4,0	1,7	42,1	5,8	3° tr.
1,2	2,3	27,8	31,3	7,7	2,4	0,3	1,4	4,1	1,7	42,4	5,9	4° tr.
-9,4	4,3	36,6	31,6	7,2	-9,3	-1,3	17,2	6,5	3,3	33,2	5,8	2003 1° tr. ^(p)

3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non coincidono del tutto tra i diversi paesi dell'area dell'euro.

4) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine trimestre, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

5) Include i prestiti alle istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

Tavola 2.6

Depositi presso le IFM, distinti per settore depositante e per tipo di strumento ¹⁾

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e tassi percentuali di crescita, salvo diversa indicazione)

1. Depositi di società finanziarie non monetarie e del settore pubblico: consistenze di fine periodo

	Intermediari finanziari non monetari, escluse società di assicurazione e fondi pensione					Società di assicurazione e fondi pensione					Amministrazioni pubbliche					
	Totale ²⁾				Indice (dic. 01 = 100) ³⁾	Totale ²⁾				Indice (dic. 01 = 100) ³⁾	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾
	A vista	Con durata prestabilita	Oper. pronti contro termine			A vista	Con durata prestabilita	Oper. pronti contro termine				Amministrazioni statali ⁴⁾	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	455,3	162,7	201,8	85,6	98,8	487,8	39,3	426,9	17,9	98,5	147,8	33,3	67,4	60,4	308,9	103,3
4° tr.	465,8	157,9	217,3	85,3	100,0	495,4	48,0	427,5	16,4	100,0	139,0	30,0	68,9	61,0	299,0	100,0
2002 1° tr.	485,5	157,8	228,8	92,8	103,8	498,6	43,9	433,0	17,7	100,6	157,5	31,0	64,2	61,8	314,5	105,4
2° tr.	492,4	164,0	229,9	93,0	104,8	503,9	48,4	432,9	19,0	101,7	155,0	34,2	65,7	59,8	314,7	105,4
3° tr.	488,5	158,2	219,4	105,2	106,4	506,3	50,1	437,9	14,4	102,2	146,3	34,3	63,8	55,0	299,4	99,1
4° tr.	483,4	153,7	226,0	97,1	105,5	522,8	55,9	445,6	17,9	105,5	136,4	31,7	69,2	52,4	289,8	95,9
2003 1° tr. ^(p)	524,7	166,3	250,7	99,5	116,2	535,2	59,5	453,8	18,2	107,8	170,9	32,2	65,9	53,1	322,1	104,7

2. Depositi di società finanziarie non monetarie e del settore pubblico: flussi ⁵⁾

	Intermediari finanziari non monetari, escluse società di assicurazione e fondi pensione					Società di assicurazione e fondi pensione					Amministrazione pubblica					
	Totale ²⁾				Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Totale ²⁾				Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾
	A vista	Con durata prestabilita	Oper. pronti contro termine			A vista	Con durata prestabilita	Oper. pronti contro termine				Amministrazioni statali ⁴⁾	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 4° tr.	5,7	-4,7	10,5	-0,2	4,2	7,6	8,8	0,6	-1,4	3,8	-8,8	-3,4	1,5	0,7	-10,0	-6,9
2002 1° tr.	17,7	0,0	9,6	7,4	5,5	3,0	-4,2	5,3	1,3	3,1	19,0	1,0	-4,7	0,7	16,1	3,8
2° tr.	4,8	5,8	1,4	-0,4	4,2	5,3	4,5	-0,1	1,2	3,6	-2,5	3,3	1,5	-2,1	0,2	-2,9
3° tr.	7,3	-6,2	1,2	12,2	7,7	2,5	1,7	5,1	-4,6	3,8	-12,5	0,1	-1,9	-4,7	-19,0	-4,1
4° tr.	-3,9	-4,5	6,1	-6,5	5,5	16,5	5,8	7,7	3,5	5,5	-9,9	-2,6	5,5	-2,6	-9,5	-4,1
2003 1° tr. ^(p)	48,9	12,6	23,7	10,9	12,0	11,6	3,7	7,4	0,4	7,2	28,9	0,5	-3,3	0,6	26,7	-0,6

Fonte: BCE.

- 1) La corrispondente classificazione dei settori nel SEC 95 è la seguente: società non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie: S15; intermediari finanziari non monetari, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione (corrispondenti agli "altri intermediari finanziari" nel SEC 95): S123 (inclusi gli ausiliari finanziari: S124); imprese di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.
- 2) Compresi i depositi rimborsabili con preavviso.
- 3) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.
- 4) Per i paesi a struttura federale.
- 5) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine trimestre, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

3. Depositi del settore privato non finanziario: consistenze di fine periodo

	Società non finanziarie						Famiglie ²⁾					
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	Indice (dic. 01 = 100) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 3° tr.	514,8	318,4	25,4	32,0	890,7	91,5	963,6	1.203,8	1.305,3	84,6	3.557,3	96,5
4° tr.	577,1	335,2	27,5	36,2	976,0	100,0	1.043,5	1.194,6	1.365,7	76,6	3.680,4	100,0
2002 1° tr.	529,1	344,5	27,5	33,8	934,9	95,7	1.039,1	1.180,1	1.382,6	80,6	3.682,4	100,1
2° tr.	555,7	337,5	27,7	37,0	957,9	99,9	1.076,3	1.174,7	1.382,0	77,0	3.710,0	100,9
3° tr.	562,3	337,9	28,7	36,4	965,3	100,7	1.066,7	1.172,2	1.391,8	78,4	3.709,0	100,9
4° tr.	596,9	340,3	30,5	34,7	1.002,4	105,6	1.117,7	1.180,8	1.435,9	74,7	3.809,0	103,3
2003 1° tr. ^(p)	561,8	331,8	34,4	31,6	959,7	101,8	1.125,8	1.167,7	1.471,5	70,6	3.835,7	104,0

4. Depositi del settore privato non finanziario: flussi⁴⁾

	Società non finanziarie						Famiglie ²⁾					
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 4° tr.	62,1	14,5	2,0	4,3	82,8	12,4	80,1	-4,1	60,3	-8,0	128,3	10,4
2002 1° tr.	-48,5	9,2	0,0	-2,5	-41,8	8,0	-4,5	-10,1	15,1	4,0	4,5	6,5
2° tr.	33,0	4,6	0,2	3,0	40,8	10,3	36,9	-5,1	1,6	-3,7	29,7	5,7
3° tr.	5,6	1,4	0,9	0,0	8,0	10,1	-9,2	-2,8	9,7	1,4	-0,8	4,5
4° tr.	38,3	7,7	2,8	-1,7	47,1	5,6	40,5	8,6	43,4	-3,7	88,8	3,3
2003 1° tr. ^(p)	-32,9	-4,9	3,9	-3,0	-36,9	6,3	8,1	-16,7	35,9	-4,1	23,2	3,8

Fonte: BCE.

- 1) La corrispondente classificazione dei settori nel SEC 95 è la seguente: società non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie: S15; intermediari finanziari non monetari, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione (corrispondenti agli "altri intermediari finanziari" nel SEC 95): S123 (inclusi gli ausiliari finanziari: S124); imprese di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.
- 2) Comprende le famiglie (S14) e le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).
- 3) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.
- 4) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine trimestre, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

Tavola 2.7

Principali attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro (dati non stagionalizzati) e tassi percentuali di crescita, salvo diversa indicazione)

1. Consistenze di fine periodo

	Prestiti a non residenti								Titoli non azionari emessi da non residenti							
	Banche ¹⁾²⁾		Non banche				Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	Banche ¹⁾		Non banche				Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾
	Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾			Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	1.084,7	97,4	75,1	527,4	602,5	99,0	1.687,2	97,9	206,7	88,8	273,8	213,1	486,9	97,1	693,6	94,5
4° tr.	1.119,7	100,0	75,2	543,3	618,6	100,0	1.738,3	100,0	236,6	100,0	290,2	218,0	508,2	100,0	744,8	100,0
2002 1° tr.	1.104,8	98,5	76,8	556,1	633,0	102,5	1.737,8	99,9	262,9	110,8	275,9	217,8	493,7	97,3	756,6	101,6
2° tr.	1.083,4	102,9	73,2	529,6	602,9	104,8	1.686,3	103,6	244,0	109,2	244,5	214,6	459,2	96,0	703,2	100,2
3° tr.	1.122,2	105,6	76,3	540,1	616,3	106,3	1.738,5	105,9	249,8	110,2	253,1	231,8	484,9	99,9	734,7	103,2
4° tr.	1.183,4	114,2	72,0	520,0	592,0	105,5	1.775,4	111,2	244,2	110,9	248,2	229,1	477,3	101,3	721,5	104,4
2003 1° tr. ^(p)	1.220,2	119,6	63,1	527,8	590,9	107,6	1.811,1	115,4	261,5	117,3	239,1	245,4	484,6	102,6	746,0	107,3

2. Flussi ⁴⁾

	Prestiti a non residenti								Titoli non azionari emessi da non residenti							
	Banche ¹⁾²⁾		Non banche				Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Banche ¹⁾		Non banche				Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾
	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾			Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 4° tr.	29,2	14,0	0,1	6,1	6,2	16,0	35,4	14,7	26,0	33,3	16,7	-2,1	14,6	7,3	40,6	14,3
2002 1° tr.	-17,3	4,4	3,6	11,8	15,4	6,3	-2,0	5,1	25,6	35,7	-10,9	-2,8	-13,7	0,9	11,9	10,7
2° tr.	50,2	9,1	-3,6	18,1	14,5	10,6	64,7	9,7	-3,8	24,7	-34,1	27,5	-6,6	-1,2	-10,4	6,5
3° tr.	28,4	8,5	3,0	5,3	8,3	7,4	36,7	8,1	2,3	24,1	4,6	14,0	18,6	2,9	20,9	9,2
4° tr.	91,6	14,2	-4,3	-0,2	-4,5	5,5	87,1	11,2	1,4	10,9	-5,2	12,1	6,9	1,3	8,3	4,4
2003 1° tr. ^(p)	55,6	21,5	-8,9	20,5	11,6	5,0	67,2	15,5	14,1	5,8	-9,7	15,9	6,2	5,5	20,3	5,6

Fonte: BCE.

1) 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) Include i depositi di IFM presso banche situate al di fuori dell'area dell'euro.

Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti ⁵⁾						Depositi di non residenti								
Banche ¹⁾		Altri		Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	Banche ¹⁾		Non banche				Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	
Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾			Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	Indice (dic. 01 =100) ³⁾			
17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
63,6	90,9	89,9	99,2	153,5	95,6	1.710,8	100,7	93,0	588,5	681,5	97,2	2.392,3	99,7	2001 3° tr.
73,1	100,0	89,8	100,0	162,9	100,0	1.718,4	100,0	95,3	615,0	710,3	100,0	2.428,8	100,0	4° tr.
77,1	104,5	98,5	110,9	175,6	108,0	1.740,4	100,4	99,0	636,8	735,9	103,3	2.476,3	101,3	2002 1° tr.
77,0	104,2	100,9	113,4	177,9	109,3	1.605,9	98,9	96,2	607,6	703,8	104,6	2.309,7	100,6	2° tr.
79,5	107,6	94,3	105,9	173,9	106,7	1.644,0	99,3	102,5	613,5	715,9	105,8	2.359,9	101,2	3° tr.
78,7	107,4	98,7	113,2	177,4	110,6	1.607,9	99,9	98,7	591,2	689,9	104,5	2.297,8	101,2	4° tr.
-	-	-	-	-	-	1.611,1	101,8	98,4	604,4	702,8	108,4	2.313,9	103,7	2003 1° tr. ^(p)

Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti ⁵⁾						Depositi di non residenti								
Banche ¹⁾		Altri		Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Banche ¹⁾		Non banche				Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	
Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾			Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	Tasso di crescita sui dodici mesi (in perc.) ³⁾			
17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
6,3	11,8	0,8	12,9	7,1	12,4	-12,0	8,7	2,3	17,5	19,8	18,0	7,8	11,2	2001 4° tr.
3,3	12,0	9,8	6,1	13,0	8,4	7,6	-2,9	4,2	19,0	23,2	9,9	30,8	0,6	2002 1° tr.
-0,2	19,1	2,3	5,5	2,1	10,6	-26,1	-4,2	-2,8	12,3	9,5	10,9	-16,6	-0,1	2° tr.
2,5	18,4	-6,7	6,8	-4,1	11,7	5,8	-1,4	6,1	2,2	8,2	8,9	14,1	1,5	3° tr.
-0,1	7,4	6,5	13,2	6,3	10,6	9,9	-0,1	-3,7	-5,1	-8,9	4,5	1,0	1,2	4° tr.
-	-	-	-	-	-	31,0	1,4	-0,3	26,2	25,9	5,0	56,8	2,5	2003 1° tr. ^(p)

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

4) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine trimestre, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

5) Scomposizione non più effettuata con l'entrata in vigore del Regolamento BCE/2001/13.

Tavola 2.8

Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro (consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati))

Passività

1. Depositi detenuti da residenti nell'area dell'euro

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	Valute non UE			
					USD	JPY	CHF	Altre					USD	JPY	CHF	Altre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	4.108,4	3.628,3	48,9	431,2	300,6	41,7	71,0	17,9	5.700,0	5.503,7	28,2	168,1	125,7	19,4	10,8	12,2
4° tr.	4.171,9	3.699,5	46,6	425,9	307,6	33,5	67,2	17,6	5.916,6	5.715,8	26,0	174,8	127,4	23,9	10,5	13,0
2002 1° tr.	4.134,6	3.645,4	46,1	443,0	315,8	40,6	65,6	21,0	5.915,9	5.712,5	28,8	174,6	126,8	22,4	10,7	14,6
2° tr.	4.211,9	3.771,7	41,3	398,8	276,4	40,8	62,8	18,8	5.978,9	5.791,1	26,7	161,0	115,0	22,3	10,9	12,8
3° tr.	4.219,7	3.799,3	38,8	381,6	266,0	37,1	58,1	20,4	5.968,5	5.782,3	27,3	158,9	115,6	20,8	9,5	13,0
4° tr.	4.419,8	4.014,2	36,6	369,0	252,9	33,2	60,3	22,6	6.107,4	5.929,8	24,2	153,4	109,0	20,1	11,3	13,0
2003 1° tr. ^(p)	4.476,2	4.076,4	38,8	361,0	251,8	32,1	58,6	18,5	6.177,3	5.999,5	25,6	152,2	107,4	20,9	11,7	12,2

2. Depositi detenuti da non residenti nell'area dell'euro

	Banche ³⁾								Non banche							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	Valute non UE			
					USD	JPY	CHF	Altre					USD	JPY	CHF	Altre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	1.710,8	664,3	140,3	906,2	745,2	53,5	76,3	31,2	681,5	297,7	69,2	314,5	263,0	18,4	17,1	16,0
4° tr.	1.718,4	631,1	132,3	955,1	799,1	48,5	75,3	32,1	710,3	308,1	60,8	341,4	293,9	16,8	18,1	12,6
2002 1° tr.	1.740,4	661,8	144,8	933,8	781,0	44,4	74,6	33,8	735,9	312,7	66,6	356,6	302,8	20,0	18,9	14,8
2° tr.	1.605,9	648,9	141,6	815,4	665,8	40,5	73,4	35,7	703,8	322,4	63,3	318,1	268,7	19,4	17,8	12,2
3° tr.	1.644,0	703,2	147,8	793,0	649,0	37,7	73,0	33,3	715,9	335,7	68,2	312,1	261,7	17,7	16,4	16,4
4° tr.	1.607,9	701,0	140,7	766,2	634,9	33,5	68,8	29,0	689,9	332,5	71,9	285,5	242,9	15,5	13,2	13,9
2003 1° tr. ^(p)	1.611,1	740,9	133,8	736,3	598,7	33,9	70,6	33,1	702,8	363,4	66,6	272,8	224,8	17,6	14,0	16,4

3. Obbligazioni e titoli di mercato monetario emessi da IFM dell'area dell'euro ⁴⁾

	Obbligazioni e titoli di mercato monetario							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	Valute non UE			
					USD	JPY	CHF	Altre
1	2	3	4	5	6	7	8	
2001 3° trim.	3.016,5	2.602,6	56,8	357,1	223,5	71,7	41,3	20,7
4° trim.	3.034,8	2.582,7	73,8	378,3	247,6	66,6	42,8	21,3
2002 1° trim.	3.119,5	2.654,8	76,8	387,8	256,6	58,8	45,9	26,5
2° trim.	3.136,0	2.682,1	75,1	378,9	247,4	56,6	46,8	28,1
3° trim.	3.149,5	2.692,4	79,1	378,0	243,6	54,4	50,8	29,2
4° trim.	3.142,4	2.683,3	80,1	378,9	241,0	57,1	50,8	30,0
2003 1° trim. ^(p)	3.195,3	2.726,8	75,1	393,4	258,0	55,1	51,8	28,6

Fonte: BCE.

1) Consistenze di fine periodo. I dati sono parzialmente stimati. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note tecniche.

2) Inclusi strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

3) 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.

4) Comprende i titoli di mercato monetario. Per ulteriori dettagli cfr. le Note generali.

Attività

4. Prestiti a residenti nell'area dell'euro

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	4.089,7	-	-	-	-	-	-	-	7.251,7	6.907,3	30,9	313,5	178,2	52,1	77,3	5,8
4° tr.	4.180,4	-	-	-	-	-	-	-	7.367,0	7.025,2	29,8	312,0	181,6	47,8	77,5	5,1
2002 1° tr.	4.133,3	-	-	-	-	-	-	-	7.458,8	7.106,7	30,5	321,5	187,4	51,0	76,8	6,3
2° tr.	4.201,2	-	-	-	-	-	-	-	7.521,2	7.209,0	28,9	283,3	152,5	46,7	78,3	5,8
3° tr.	4.224,7	-	-	-	-	-	-	-	7.547,5	7.238,6	28,4	280,5	148,1	45,4	81,2	5,8
4° tr.	4.411,0	-	-	-	-	-	-	-	7.618,3	7.327,4	28,1	262,8	133,7	40,3	83,3	5,5
2003 1° tr. ^(p)	4.451,8	-	-	-	-	-	-	-	7.685,7	7.394,0	27,5	264,2	136,3	36,9	83,9	7,1

5. Disponibilità in titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro

	Emessi da IFM								Emessi da non IFM							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	1.127,2	1.073,9	256,3	226,6	203,8	9,1	6,8	1.522,6	1.483,6	4,2	34,8	20,4	12,6	1,2	0,6	
4° tr.	1.126,7	1.071,6	24,1	50,8	37,9	9,0	1,8	1.516,1	1.478,6	3,6	33,9	20,1	12,1	1,1	0,6	
2002 1° tr.	1.177,7	1.117,0	29,5	54,0	35,5	14,5	1,9	1.575,7	1.539,1	3,7	32,9	19,5	11,7	1,1	0,6	
2° tr.	1.200,8	1.140,8	30,2	51,8	33,3	13,8	2,8	1.582,0	1.547,8	4,5	29,8	15,5	12,2	1,2	0,8	
3° tr.	1.195,8	1.136,9	35,2	46,2	27,5	14,0	2,6	1.603,9	1.568,9	5,1	29,8	15,9	11,7	1,4	0,7	
4° tr.	1.177,7	1.126,8	29,7	37,6	27,2	6,7	1,9	1.588,1	1.552,6	6,2	29,2	15,9	11,1	1,5	0,7	
2003 1° tr. ^(p)	1.245,0	1.181,3	27,7	36,0	23,0	8,0	2,4	1.691,3	1.652,7	4,6	34,0	21,9	10,2	1,1	0,8	

6. Prestiti a non residenti nell'area dell'euro

	Banche ³⁾								Non banche							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	1.084,7	488,3	101,5	494,8	378,6	42,0	40,3	33,9	602,5	201,5	46,8	354,2	307,5	12,7	24,9	9,0
4° tr.	1.119,7	452,2	114,7	552,9	435,9	45,2	37,9	33,8	618,6	202,3	46,8	369,5	323,4	12,0	25,7	8,4
2002 1° tr.	1.104,8	432,2	131,1	541,6	424,4	45,6	37,3	34,3	633,0	199,4	49,9	383,7	331,2	16,4	26,9	9,2
2° tr.	1.083,4	457,7	129,9	495,9	375,0	61,4	36,1	23,4	602,9	205,7	46,6	350,5	300,8	12,8	28,1	8,8
3° tr.	1.122,2	495,3	143,8	483,0	369,9	55,8	33,4	23,9	616,3	219,8	46,2	350,3	297,0	15,4	29,0	8,9
4° tr.	1.183,4	554,3	119,7	509,4	401,0	55,1	31,7	21,8	592,0	212,6	45,0	334,5	283,3	14,2	27,8	9,1
2003 1° tr. ^(p)	1.220,2	598,7	114,0	507,5	399,0	53,3	32,2	23,0	590,9	222,5	44,4	324,1	276,2	11,7	27,4	8,8

7. Disponibilità in titoli non azionari emessi da non residenti nell'area dell'euro

	Emessi da banche ³⁾								Emessi da non banche							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001 3° tr.	206,7	76,5	27,0	103,2	93,1	4,7	2,1	3,4	486,9	129,1	27,1	330,7	292,7	27,1	3,9	7,1
4° tr.	236,6	80,7	27,6	128,3	118,1	4,2	2,7	3,3	508,2	131,5	27,1	349,6	306,4	30,3	4,2	8,7
2002 1° tr.	262,9	87,1	33,5	142,4	130,5	4,4	2,9	4,5	493,7	127,9	26,9	339,0	298,6	24,6	5,0	10,8
2° tr.	244,0	87,5	32,6	123,9	111,8	4,0	2,3	5,9	459,2	132,4	25,0	301,7	260,7	24,3	5,0	11,7
3° tr.	249,8	90,9	38,7	120,1	111,6	4,0	1,4	3,2	484,9	136,3	31,6	316,9	273,8	26,2	5,4	11,6
4° tr.	244,2	89,2	34,8	120,1	111,8	4,1	1,4	2,9	477,3	133,9	33,6	309,8	268,2	25,4	5,8	10,4
2003 1° tr. ^(p)	261,5	101,0	42,2	118,3	97,6	9,6	8,6	2,5	484,6	152,1	34,5	298,0	245,2	36,6	3,6	12,6

Tavola 2.9

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati di fine periodo)

1. Attività

									Totale
	Depositi	Titoli non azionari		Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi di investimento	Capitale fisso	Altre attività		
		1	2						3	4	5	6	7	8
			fino a 1 anno	oltre 1 anno					9
2001 2° trim.	248,7	1.293,6	62,0	1.231,7	1.340,4	211,9	104,3	92,2	3.291,3
3° trim.	242,4	1.293,9	62,6	1.231,4	1.053,9	192,4	105,0	90,4	2.977,9
4° trim.	244,6	1.309,9	63,5	1.246,5	1.219,1	209,6	108,9	98,7	3.190,8
2002 1° trim.	253,6	1.308,7	70,7	1.238,0	1.263,3	224,6	111,0	98,0	3.259,2
2° trim.	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,8	3.034,4
3° trim.	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	103,2	2.846,5
4° trim. ^(p)	242,0	1.336,6	72,5	1.264,1	853,6	203,4	123,5	106,8	2.865,9

2. Passività

				Totale	
	Depositi e prestiti ricevuti		Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4	
2001 2° trim.		39,3	3.164,2	87,8	3.291,3
3° trim.		41,5	2.858,8	77,6	2.977,9
4° trim.		41,1	3.075,6	74,1	3.190,8
2002 1° trim.		42,6	3.137,7	78,8	3.259,2
2° trim.		39,1	2.919,8	75,5	3.034,4
3° trim.		38,9	2.732,3	75,3	2.846,5
4° trim. ^(p)		40,1	2.748,6	77,2	2.865,9

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

								Totale
	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
	Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2001 2° trim.	947,5	1.019,3	857,1	123,6	343,8	2.510,3	781,0	3.291,3
3° trim.	738,2	1.019,1	756,0	127,0	337,7	2.241,8	736,1	2.977,9
4° trim.	839,6	1.031,7	810,3	134,0	375,2	2.408,1	782,7	3.190,8
2002 1° trim.	862,4	1.039,3	820,3	142,3	394,8	2.464,2	794,9	3.259,2
2° trim.	728,7	1.037,0	762,6	139,2	366,9	2.262,4	772,0	3.034,4
3° trim.	585,2	1.063,2	699,9	145,6	352,6	2.092,3	754,2	2.846,5
4° trim. ^(p)	593,5	1.068,1	701,7	150,8	351,7	2.091,0	774,9	2.865,9

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. I dati si riferiscono ai paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

Tavola 2.10

Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro distinti per strategia d'investimento

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati di fine periodo)

1. Attività dei fondi azionari

	Totale							8
	Depositi 1	Titoli non azionari		Azioni e altri titoli di capitale 5	Quote di fondi di investimento 6	Altre attività 7		
		fino a 1 anno 3	oltre 1 anno 4					
2001 2° trim.	48,8	34,7	4,5	30,2	830,5	21,0	12,6	947,5
3° trim.	41,2	30,6	4,2	26,4	636,1	16,7	13,6	738,2
4° trim.	39,5	29,0	3,0	26,1	735,2	19,4	16,5	839,6
2002 1° trim.	39,3	28,7	2,9	25,8	759,1	20,6	14,7	862,4
2° trim.	34,0	27,4	4,0	23,4	630,0	22,2	15,0	728,7
3° trim.	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	14,1	585,2
4° trim. ^(p)	26,7	28,2	3,1	25,1	505,6	18,3	14,9	593,5

2. Passività dei fondi azionari

	Totale			4
	Depositi e prestiti ricevuti 1	Quote di fondi di investimento 2	Altre passività 3	
2001 2° trim.	3,2	936,4	8,0	947,5
3° trim.	4,1	727,9	6,1	738,2
4° trim.	2,6	831,4	5,6	839,6
2002 1° trim.	3,5	852,7	6,1	862,4
2° trim.	4,4	718,7	5,6	728,7
3° trim.	4,1	576,0	5,1	585,2
4° trim. ^(p)	3,9	586,0	3,6	593,5

3. Attività dei fondi obbligazionari

	Totale							8
	Depositi 1	Titoli non azionari		Azioni e altri titoli di capitale 5	Quote di fondi di investimento 6	Altre attività 7		
		fino a 1 anno 3	oltre 1 anno 4					
2001 2° trim.	78,6	858,5	29,4	829,1	36,4	12,3	33,6	1.019,3
3° trim.	74,9	865,5	32,2	833,3	34,3	12,7	31,6	1.019,1
4° trim.	73,2	875,5	33,2	842,3	38,5	11,2	33,4	1.031,7
2002 1° trim.	77,9	874,0	37,3	836,7	42,9	11,5	33,0	1.039,3
2° trim.	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	34,9	1.037,0
3° trim.	78,3	902,1	37,2	865,0	32,6	11,6	38,5	1.063,2
4° trim. ^(p)	83,9	902,5	36,9	865,6	32,0	12,3	37,5	1.068,1

4. Passività dei fondi obbligazionari

	Totale			4
	Depositi e prestiti ricevuti 1	Quote di fondi di investimento 2	Altre passività 3	
2001 2° trim.	7,3	984,5	27,5	1.019,3
3° trim.	8,1	991,2	19,8	1.019,1
4° trim.	8,4	1.007,3	16,0	1.031,7
2002 1° trim.	8,5	1.013,2	17,7	1.039,3
2° trim.	7,9	1.011,5	17,6	1.037,0
3° trim.	7,0	1.039,2	17,0	1.063,2
4° trim. ^(p)	7,7	1.044,0	16,5	1.068,1

Fonte: BCE.

Tavola 2.10 (segue)
Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro distinti per strategia d'investimento
(miliardi di euro; dati non destagionalizzati di fine periodo)
5. Attività dei fondi misti

									Totale
	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi di investimento	Capitale fisso	Altre attività	
			fino a 1 anno	oltre 1 anno					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2001 2° trim.	55,8	296,3	18,0	278,3	382,8	93,8	2,6	25,9	857,1
3° trim.	55,2	290,4	16,4	274,0	297,5	85,7	2,5	24,8	756,0
4° trim.	56,9	286,5	17,0	269,5	347,5	92,7	2,4	24,3	810,3
2002 1° trim.	52,6	283,8	18,1	265,7	357,0	100,3	2,3	24,4	820,3
2° trim.	54,2	286,9	20,6	266,3	298,8	94,6	2,1	26,0	762,6
3° trim.	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7	699,9
4° trim. ^(p)	53,9	295,4	21,4	274,0	233,0	87,8	3,4	28,2	701,7

6. Passività dei fondi misti

				Totale	
	Depositi e prestiti ricevuti		Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4	
2001 2° trim.		3,4	834,1	19,6	857,1
3° trim.		3,3	734,4	18,3	756,0
4° trim.		2,9	790,9	16,5	810,3
2002 1° trim.		2,9	799,4	18,0	820,3
2° trim.		3,1	741,3	18,2	762,6
3° trim.		3,5	676,9	19,5	699,9
4° trim. ^(p)		3,0	677,3	21,5	701,7

7. Attività dei fondi immobiliari

									Totale
	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi di investimento	Capitale fisso	Altre attività	
			fino a 1 anno	oltre 1 anno					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2001 2° trim.	6,6	8,7	0,5	8,2	1,0	1,3	101,5	4,4	123,6
3° trim.	9,8	7,6	0,5	7,1	0,9	1,5	102,3	4,9	127,0
4° trim.	8,6	10,7	0,5	10,1	1,0	2,0	106,1	5,7	134,0
2002 1° trim.	11,5	12,9	0,6	12,3	1,1	2,1	108,3	6,4	142,3
2° trim.	13,5	9,8	0,6	9,2	0,9	3,9	105,1	6,0	139,2
3° trim.	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2	145,6
4° trim. ^(p)	10,9	9,5	0,5	8,9	0,8	7,0	115,7	6,9	150,8

8. Passività dei fondi immobiliari

				Totale	
	Depositi e prestiti ricevuti		Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4	
2001 2° trim.		24,1	95,0	4,5	123,6
3° trim.		24,8	97,9	4,4	127,0
4° trim.		25,9	103,3	4,8	134,0
2002 1° trim.		26,7	110,7	4,9	142,3
2° trim.		22,3	112,1	4,8	139,2
3° trim.		22,9	117,7	5,0	145,6
4° trim. ^(p)		24,5	120,9	5,4	150,8

Fonte: BCE.

Tavola 2.11

Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro distinti per tipologia di investitore

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati di fine periodo)

1. Attività dei fondi aperti al pubblico

							Totale
	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi di investimento	Capitale fisso	Altre attività	
	1	2	3	4	5	6	7
2001 2° trim.	209,3	919,1	1.047,7	170,4	96,5	67,4	2.510,3
3° trim.	196,4	912,1	820,2	151,6	96,4	65,1	2.241,8
4° trim.	201,0	928,7	949,2	167,0	99,1	63,2	2.408,1
2002 1° trim.	213,3	921,8	984,8	176,8	100,6	66,9	2.464,2
2° trim.	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,3	2.262,4
3° trim.	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,5	2.092,3
4° trim. ^(p)	190,7	905,4	663,0	153,1	108,9	69,9	2.091,0

2. Passività dei fondi aperti al pubblico

				Totale
	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4
2001 2° trim.	35,7	2.397,4	77,3	2.510,3
3° trim.	37,4	2.137,4	67,0	2.241,8
4° trim.	36,4	2.312,9	58,8	2.408,1
2002 1° trim.	38,1	2.360,2	65,9	2.464,2
2° trim.	34,0	2.166,0	62,4	2.262,4
3° trim.	33,0	1.997,8	61,5	2.092,3
4° trim. ^(p)	33,6	1.995,7	61,7	2.091,0

3. Attività dei fondi riservati a speciali categorie di investitori

							Totale
	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi di investimento	Capitale fisso	Altre attività	
	1	2	3	4	5	6	7
2001 2° trim.	39,4	374,6	292,7	41,5	7,8	24,9	781,0
3° trim.	46,0	381,8	233,7	40,7	8,6	25,3	736,1
4° trim.	43,6	381,2	270,0	42,6	9,8	35,6	782,7
2002 1° trim.	40,3	386,9	278,4	47,8	10,3	31,2	794,9
2° trim.	43,6	396,9	237,7	48,5	11,9	33,5	772,0
3° trim.	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7	754,2
4° trim. ^(p)	51,3	431,2	190,6	50,3	14,7	36,9	774,9

4. Passività dei fondi riservati a speciali categorie di investitori

				Totale
	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4
2001 2° trim.	3,6	766,8	10,6	781,0
3° trim.	4,2	721,4	10,5	736,1
4° trim.	4,6	762,8	15,3	782,7
2002 1° trim.	4,5	777,5	12,9	794,9
2° trim.	5,1	753,8	13,1	772,0
3° trim.	5,9	734,5	13,8	754,2
4° trim. ^(p)	6,5	753,0	15,4	774,9

Fonte: BCE.

3 Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro

Tavola 3.1

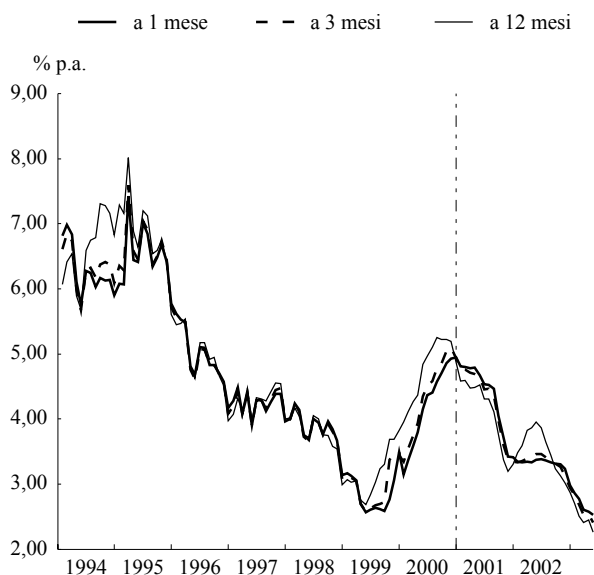
Tassi di interesse del mercato monetario ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro ⁴⁾					Stati Uniti ⁶⁾	Giappone ⁶⁾
	Depositi overnight ²⁾³⁾ 1	Depositi a 1 mese ⁵⁾ 2	Depositi a 3 mesi ⁵⁾ 3	Depositi a 6 mesi ⁵⁾ 4	Depositi a 12 mesi ⁵⁾ 5	Depositi a 3 mesi 6	Depositi a 3 mesi 7
1998	3,09	3,84	3,83	3,78	3,77	5,57	0,66
1999	2,74	2,86	2,96	3,06	3,19	5,42	0,22
2000	4,12	4,24	4,40	4,55	4,78	6,53	0,28
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>							
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2002 mag.	3,31	3,37	3,46	3,62	3,95	1,91	0,08
giu.	3,35	3,38	3,46	3,59	3,87	1,88	0,07
lug.	3,30	3,36	3,41	3,48	3,64	1,85	0,07
ago.	3,29	3,33	3,35	3,38	3,44	1,78	0,07
set.	3,32	3,32	3,31	3,27	3,24	1,80	0,07
ott.	3,30	3,31	3,26	3,17	3,13	1,78	0,07
nov.	3,30	3,23	3,12	3,04	3,02	1,46	0,07
dic.	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,41	0,06
2003 gen.	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,37	0,06
feb.	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,34	0,06
mar.	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,29	0,06
apr.	2,56	2,58	2,54	2,47	2,45	1,30	0,06
mag.	2,56	2,52	2,41	2,32	2,26	1,28	0,06
2003 2 mag.	2,55	2,57	2,50	2,41	2,36	1,29	0,06
9	2,55	2,58	2,47	2,40	2,35	1,29	0,06
16	2,56	2,58	2,41	2,30	2,26	1,29	0,06
23	2,21	2,47	2,35	2,25	2,19	1,28	0,06
30	2,65	2,39	2,27	2,21	2,14	1,28	0,06

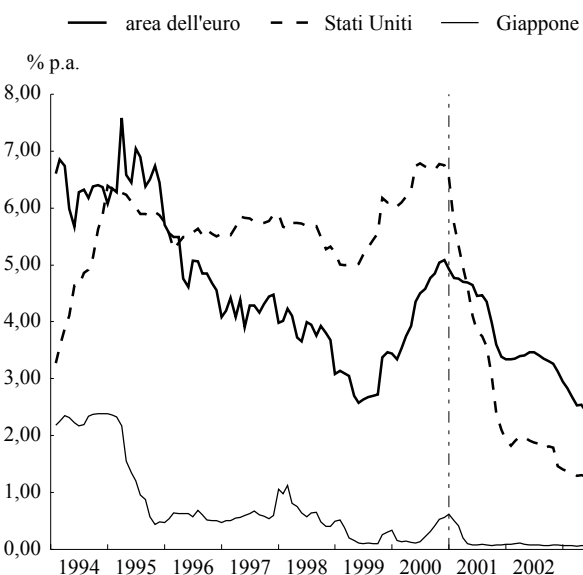
Tassi del mercato monetario dell'area dell'euro

(dati mensili)



Tassi del mercato monetario a 3 mesi

(dati mensili)

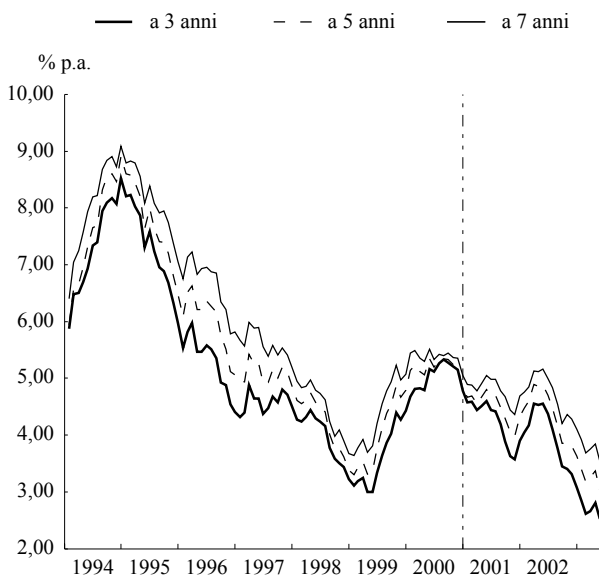
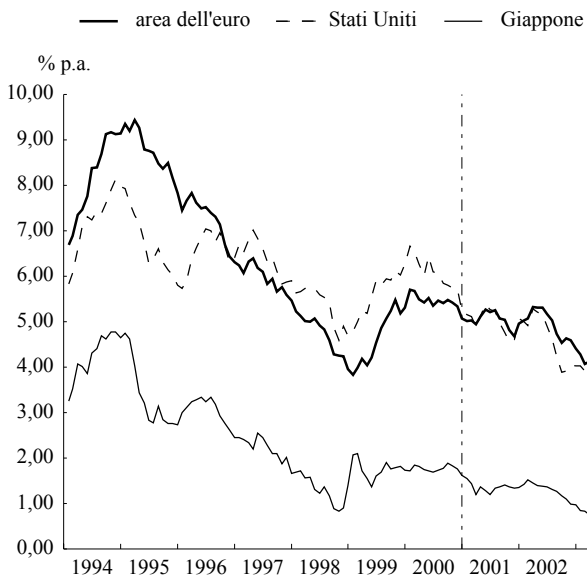


Fonti: Reuters e BCE.

- 1) Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili e annuali sono medie nel periodo indicato.
- 2) Tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA).
- 3) Dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi.
- 4) 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.
- 5) Dal gennaio 1999, tassi interbancari lettera (EURIBOR). Fino al dicembre 1998, tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili.
- 6) Tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR).

Tavola 3.2
Rendimenti dei titoli di Stato ¹⁾
(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro ²⁾					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
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1999	3,38	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
2000	4,90	5,03	5,19	5,37	5,44	6,03	1,76
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>							
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2002 mag.	4,25	4,55	4,89	5,16	5,30	5,15	1,38
giu.	4,10	4,37	4,70	4,99	5,16	4,90	1,36
lug.	3,83	4,10	4,48	4,84	5,03	4,62	1,30
ago.	3,47	3,76	4,15	4,54	4,73	4,24	1,26
set.	3,19	3,46	3,85	4,20	4,52	3,88	1,16
ott.	3,13	3,41	3,86	4,36	4,62	3,91	1,09
nov.	3,04	3,31	3,81	4,28	4,59	4,04	0,99
dic.	2,84	3,08	3,63	4,10	4,41	4,03	0,97
2003 gen.	2,64	2,85	3,40	3,93	4,27	4,02	0,84
feb.	2,45	2,61	3,18	3,68	4,06	3,90	0,83
mar.	2,50	2,66	3,26	3,76	4,13	3,79	0,74
apr.	2,59	2,81	3,38	3,85	4,23	3,94	0,66
mag.	2,31	2,53	3,02	3,54	3,92	3,56	0,57
2003 2 mag.	2,49	2,75	3,27	3,79	4,16	3,90	0,61
9	2,38	2,61	3,10	3,61	3,99	3,70	0,58
16	2,28	2,49	2,98	3,50	3,89	3,48	0,58
23	2,17	2,38	2,85	3,34	3,72	3,32	0,57
30	2,20	2,41	2,89	3,40	3,80	3,39	0,53

Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro
(dati mensili)

Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni
(dati mensili)


Fonti: Reuters, BCE, Federal Reserve e Banca del Giappone.

- 1) Fino al dicembre 1998 i rendimenti a 2, 3, 5 e 7 anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a 10 anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato.
- 2) 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.

Tavola 3.3

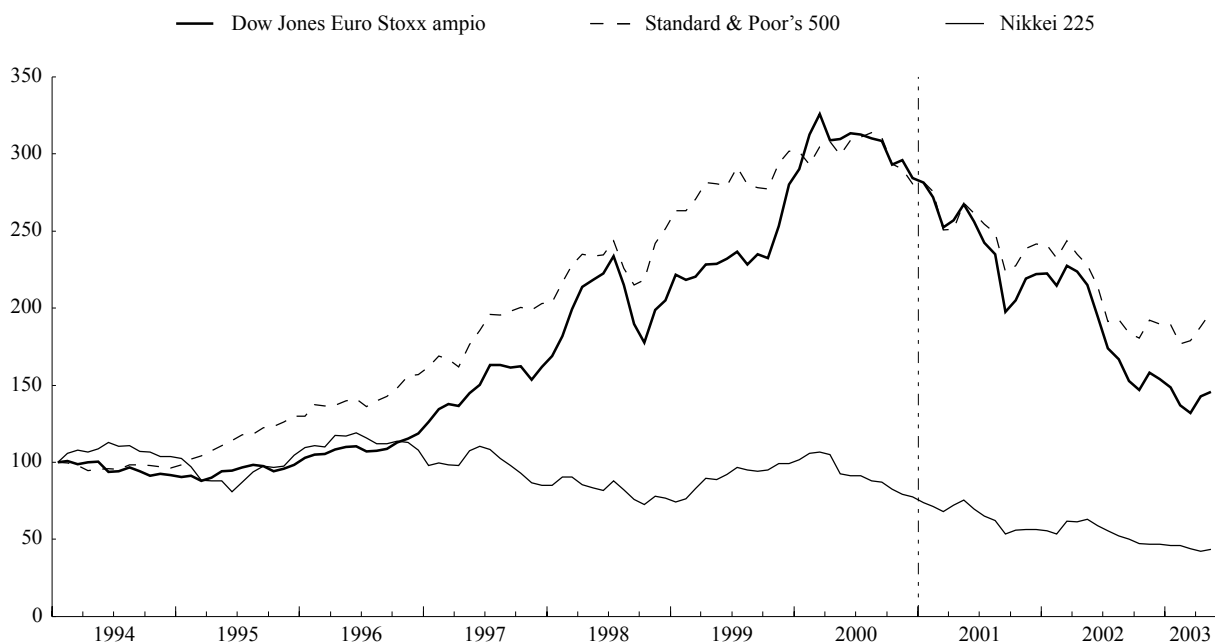
Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti)¹⁾

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici settoriali											
	Definizione ampia 1	Primi 50 titoli 2	Materie prime 3	Beni di consumo ciclici 4	Beni di consumo non ciclici 5	Energetici 6	Finanziari 7	Industriali 8	Alta tecnologia 9	Servizi pubblici 10	Telecomunicazioni 11	Servizi sanitari 12	Standard & Poor's 500 13	Nikkei 225 14
1998	280,5	3.076,3	257,9	245,0	295,5	249,3	281,3	218,4	333,6	282,4	488,1	348,9	1.085,3	15.338,4
1999	325,8	3.787,3	279,2	262,9	327,7	286,0	295,7	285,1	470,4	306,2	717,7	392,6	1.327,8	16.829,9
2000	423,9	5.075,5	299,1	292,9	324,3	342,3	350,7	378,0	963,1	341,7	1.072,5	476,0	1.426,7	17.162,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2002 mag.	298,2	3.503,5	306,9	204,3	300,7	347,3	293,7	296,7	378,3	290,6	355,9	460,8	1.079,9	11.695,8
giu.	269,8	3.143,1	293,1	187,5	282,1	324,6	263,8	275,3	312,4	273,0	302,4	408,1	1.014,0	10.965,9
lug.	241,2	2.810,6	267,8	160,9	252,1	298,6	229,2	248,8	282,1	244,0	300,4	370,6	905,5	10.352,3
ago.	231,3	2.697,4	243,6	152,9	250,1	290,9	217,4	227,9	258,8	236,7	310,0	376,6	912,6	9.751,2
set.	211,8	2.450,2	227,2	140,6	241,2	274,0	193,1	215,3	229,0	221,2	283,1	337,0	870,1	9.354,8
ott.	204,0	2.384,7	214,4	135,3	236,5	272,1	177,8	193,6	235,8	209,6	286,8	345,4	854,6	8.781,1
nov.	219,5	2.559,0	224,2	145,4	234,8	272,4	197,0	208,8	289,6	215,2	324,5	347,1	910,1	8.699,6
dic.	213,6	2.475,1	225,3	139,4	226,5	268,8	194,2	205,2	270,4	207,3	322,5	324,4	899,1	8.674,8
2003 gen.	206,3	2.377,4	213,0	130,9	220,2	262,4	186,5	198,5	250,2	210,0	330,0	313,8	896,0	8.567,4
feb.	189,8	2.170,9	185,8	121,5	196,5	245,1	172,2	186,0	226,5	198,1	309,4	274,3	836,6	8.535,8
mar.	183,0	2.086,5	176,1	115,4	188,4	241,1	164,5	181,2	228,2	185,6	292,8	275,2	846,6	8.171,0
apr.	197,9	2.278,2	193,4	122,5	203,9	250,0	181,0	192,0	251,6	201,0	324,8	288,7	889,6	7.895,7
mag.	202,0	2.303,0	196,4	124,9	202,3	249,6	187,4	198,5	258,2	208,3	324,9	304,2	935,8	8.122,1
2003 2 mag.	202,9	2.321,9	202,0	125,9	203,2	244,9	189,0	198,7	263,1	205,8	326,3	303,7	930,1	7.907,2
9	202,8	2.314,1	198,3	125,8	203,1	251,2	188,2	200,7	260,2	208,0	321,5	305,0	933,4	8.152,2
16	205,5	2.349,1	201,8	126,9	202,4	252,7	192,5	200,3	263,6	212,1	326,4	309,6	944,3	8.117,3
23	198,0	2.246,6	189,2	122,2	200,6	248,8	182,6	194,5	245,6	206,6	322,3	302,4	931,9	8.184,8
30	204,9	2.330,1	194,2	127,5	201,0	252,1	189,8	201,0	265,4	212,3	336,2	307,6	963,6	8.424,5

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

(base: gennaio 1994 = 100; dati mensili)



Fonte: Reuters.

1) I valori mensili e annuali sono medie nel periodo indicato.

Tavola 3.4

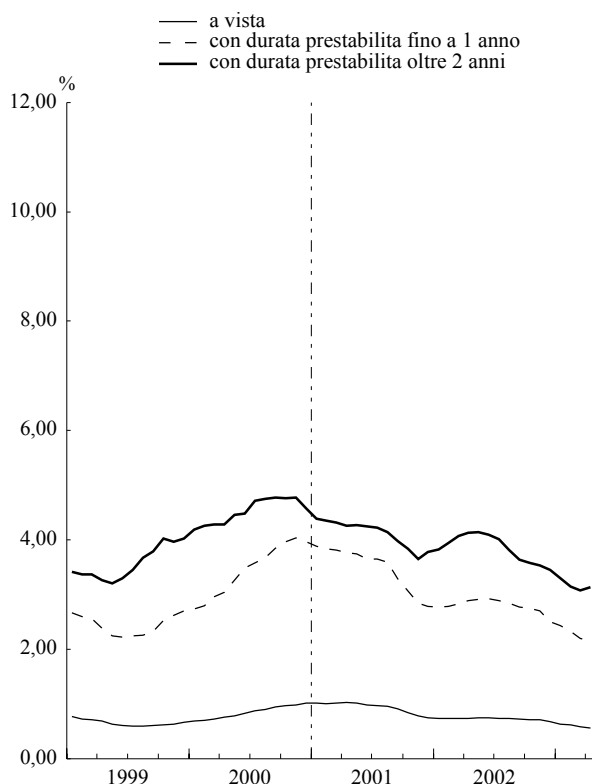
Tassi di interesse bancari al dettaglio

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

	Tassi di interesse sui depositi						Tassi di interesse sui prestiti			
	A vista	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso		Alle imprese		Alle famiglie	
		1	fino a 1 anno 2	fino a 2 anni 3	oltre 2 anni 4	fino a 3 mesi 5	oltre 3 mesi 6	fino a 1 anno 7	oltre 1 anno 8	Prestiti al consumo 9	Mutui per l'acquisto di abitazioni 10
2000	0,85	3,45	3,45	4,52	2,25	3,79	6,60	6,23	9,87	6,34
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	0,94	3,49	3,49	4,12	2,40	3,59	6,83	6,15	10,12	5,97
2002	0,73	2,80	2,80	3,85	2,13	2,85	6,13	5,71	9,78	5,54
2002 apr.	0,74	2,89	2,90	4,13	2,14	3,07	6,17	5,95	9,83	5,81
mag.	0,74	2,91	2,92	4,15	2,15	3,08	6,20	5,98	9,87	5,82
giu.	0,74	2,93	2,94	4,09	2,13	3,08	6,18	5,92	9,83	5,77
lug.	0,74	2,89	2,90	4,02	2,13	3,02	6,16	5,79	9,78	5,68
ago.	0,73	2,84	2,85	3,81	2,12	2,94	6,15	5,71	9,79	5,53
set.	0,73	2,77	2,77	3,64	2,13	2,73	6,12	5,61	9,85	5,38
ott.	0,72	2,74	2,74	3,58	2,11	2,63	6,13	5,54	9,72	5,26
nov.	0,71	2,70	2,69	3,53	2,11	2,55	6,10	5,50	9,70	5,21
dic.	0,68	2,51	2,51	3,45	2,05	2,41	5,98	5,34	9,58	5,10
2003 gen.	0,63	2,43	2,43	3,30	2,04	2,34	5,85	5,30	9,50	4,92
feb.	0,62	2,32	2,32	3,15	2,02	2,12	5,79	5,21	9,42	4,78
mar.	0,59	2,20	2,19	3,08	1,97	2,05	5,65	5,19	9,30	4,70
apr.	0,56	2,15	2,14	3,14	1,93	2,05	5,51	5,18	9,30	4,75

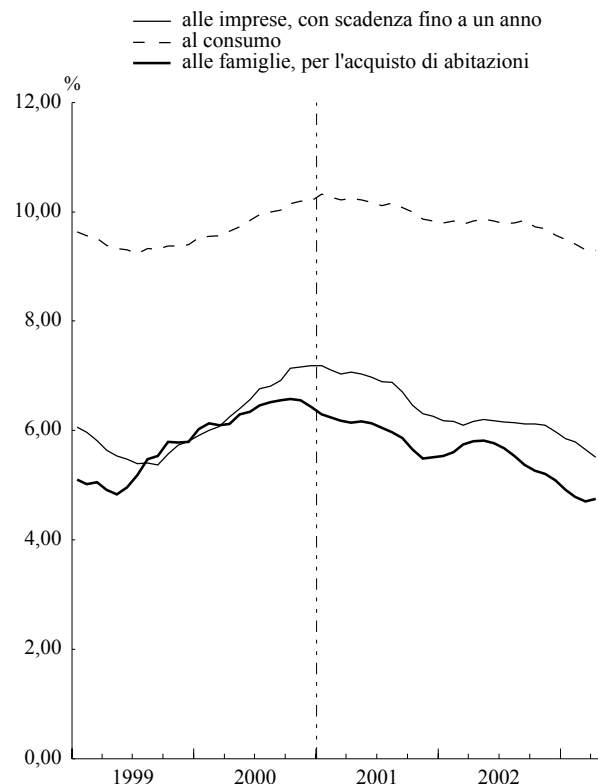
Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



Fonte: BCE.

Questi tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro dovrebbero essere usati con prudenza e solo a fini statistici, principalmente per analizzare il loro andamento nel tempo piuttosto che il loro livello. I valori corrispondono alla media ponderata dei tassi di interesse nazionali comunicati dalle banche centrali nazionali sulla base dei dati attualmente disponibili, giudicati corrispondenti alle categorie previste. Questi tassi nazionali sono stati aggregati per ottenere un'informazione riferita all'area dell'euro, in qualche caso sulla base di approssimazioni e stime a causa dell'eterogeneità degli strumenti finanziari negli Stati membri dell'Unione monetaria. Inoltre, i tassi di interesse non sono armonizzati in termini di copertura (tassi sui flussi e/o sulle consistenze), natura dei dati (tassi nominali o effettivi) o metodo di compilazione. I pesi dei paesi per il calcolo dei tassi di interesse bancari al dettaglio dell'area dell'euro sono tratti dalle statistiche mensili dei bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie o da aggregati simili. I pesi tengono conto della diversa importanza che i vari strumenti hanno in ciascun paese dell'area dell'euro, misurata in termini di consistenze. I pesi sono aggiornati mensilmente: di conseguenza, tassi di interesse e pesi si riferiscono sempre allo stesso mese.

Tavola 3.5

**Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria,
residenza dell'emittente e valuta di denominazione**
(miliardi di euro; flussi mensili e consistenze di fine periodo; valori nominali)
1. A breve termine

	Residenti nell'area dell'euro									
					In euro ¹⁾				In altre	
	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 mar.	422,5	404,5	17,9	753,4	400,6	383,5	17,1	666,3	21,9	21,0
apr.	403,4	407,0	-3,6	749,3	377,3	384,4	-7,1	659,1	26,1	22,7
mag.	402,1	379,9	22,2	770,3	378,2	358,7	19,5	677,5	23,9	21,2
giu.	337,8	342,2	-4,4	766,2	317,0	319,1	-2,1	676,8	20,9	23,1
lug.	406,0	392,2	13,7	772,6	382,4	371,4	11,0	685,0	23,5	20,9
ago.	384,5	378,1	6,4	775,6	366,2	356,8	9,4	693,1	18,3	21,3
set.	414,9	400,6	14,3	792,6	392,1	381,0	11,0	706,7	22,8	19,6
ott.	468,3	456,4	11,9	806,0	441,8	433,3	8,5	715,4	26,5	23,1
nov.	435,5	413,0	22,4	830,5	413,5	388,9	24,6	740,1	22,0	24,2
dic.	406,1	451,6	-45,5	783,4	386,8	429,9	-43,1	696,0	19,3	21,7
2003 gen.	545,1	487,4	57,7	840,7	518,6	462,7	55,9	750,9	26,5	24,7
feb.	455,2	428,4	26,8	864,5	432,7	408,3	24,3	774,7	22,6	20,1
mar.	450,8	440,5	10,3	873,7	431,9	422,9	9,0	783,6	18,9	17,6

2. A lungo termine

	Residenti nell'area dell'euro									
					In euro ¹⁾				In altre	
	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 mar.	164,4	101,2	63,2	7.189,0	142,9	90,2	52,8	6.539,2	21,5	11,1
apr.	126,0	79,5	46,5	7.225,7	114,9	74,4	40,5	6.580,3	11,1	5,1
mag.	149,3	87,7	61,7	7.274,0	126,8	75,8	51,0	6.632,5	22,5	11,9
giu.	133,2	94,9	38,3	7.289,4	123,3	87,2	36,1	6.665,0	10,0	7,8
lug.	131,1	113,6	17,5	7.318,5	114,3	104,3	10,0	6.678,7	16,8	9,3
ago.	68,7	64,2	4,5	7.320,5	59,1	54,7	4,4	6.682,7	9,6	9,5
set.	140,1	86,1	54,0	7.374,0	121,3	74,4	46,8	6.728,8	18,8	11,7
ott.	122,9	92,0	30,9	7.404,4	105,5	81,4	24,1	6.753,3	17,4	10,6
nov.	132,4	96,8	35,6	7.437,2	118,9	90,8	28,1	6.781,4	13,4	6,0
dic.	139,8	173,5	-33,7	7.384,3	128,3	160,5	-32,2	6.748,1	11,5	13,0
2003 gen.	177,5	133,9	43,6	7.415,7	154,9	125,0	29,9	6.778,5	22,6	8,9
feb.	163,2	110,1	53,1	7.476,5	146,0	102,3	43,7	6.824,4	17,2	7,8
mar.	155,3	98,0	57,3	7.529,7	141,3	90,2	51,1	6.875,7	14,1	7,8

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro									
					In euro ¹⁾				In altre	
	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 mar.	586,9	505,8	81,1	7.942,4	543,6	473,7	69,9	7.205,5	43,3	32,1
apr.	529,5	486,5	42,9	7.975,0	492,2	458,8	33,5	7.239,4	37,2	27,8
mag.	551,4	467,6	83,8	8.044,3	505,0	434,5	70,5	7.310,1	46,4	33,1
giu.	471,1	437,1	33,9	8.055,7	440,2	406,3	33,9	7.341,8	30,9	30,9
lug.	537,1	505,8	31,3	8.091,1	496,7	475,7	21,1	7.363,7	40,4	30,2
ago.	453,2	442,3	10,9	8.096,1	425,3	411,5	13,7	7.375,8	27,9	30,8
set.	555,0	486,7	68,3	8.166,7	513,3	455,4	57,9	7.435,5	41,7	31,3
ott.	591,3	548,4	42,9	8.210,4	547,3	514,6	32,7	7.468,6	43,9	33,7
nov.	567,9	509,8	58,0	8.267,7	532,4	479,7	52,8	7.521,5	35,4	30,2
dic.	545,9	625,1	-79,2	8.167,7	515,1	590,3	-75,3	7.444,1	30,8	34,8
2003 gen.	722,6	621,4	101,2	8.256,4	673,5	587,7	85,8	7.529,4	49,1	33,7
feb.	618,5	538,5	80,0	8.341,0	578,7	510,7	68,0	7.599,1	39,8	27,8
mar.	606,2	538,6	67,6	8.403,3	573,2	513,1	60,1	7.659,3	33,0	25,5

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).
1) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro ¹⁾				Totale in euro ¹⁾				
Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,8	87,1	24,3	7,9	16,4	59,7	424,9	391,4	33,5	726,0	2002 mar.
3,4	90,2	9,7	28,1	-18,4	41,3	387,0	412,5	-25,5	700,3	apr.
2,6	92,8	13,7	13,4	0,3	41,5	391,9	372,1	19,8	719,1	mag.
-2,2	89,5	20,9	8,0	12,9	54,4	337,9	327,1	10,7	731,2	giu.
2,7	87,6	14,7	24,8	-10,1	44,4	397,1	396,2	1,0	729,4	lug.
-3,0	82,5	12,1	11,5	0,6	44,9	378,3	368,4	9,9	738,0	ago.
3,3	85,9	31,7	7,7	24,0	68,9	423,8	388,7	35,1	775,7	set.
3,4	90,7	17,1	31,3	-14,2	54,7	458,9	464,5	-5,6	770,1	ott.
-2,2	90,3	14,6	16,9	-2,3	52,4	428,0	405,7	22,3	792,5	nov.
-2,4	87,4	23,8	10,6	13,2	65,6	410,6	440,5	-29,9	761,6	dic.
1,8	89,8	16,3	34,5	-18,2	47,4	534,9	497,2	37,7	798,3	2003 gen.
2,5	89,7	20,1	14,1	5,9	53,3	452,7	422,5	30,3	828,1	feb.
1,2	90,0	33,2	9,7	23,5	76,9	465,1	432,6	32,6	860,5	mar.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro ¹⁾				Totale in euro ¹⁾				
Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
10,4	649,8	25,5	12,0	13,5	908,5	168,4	102,1	66,3	7.447,7	2002 mar.
6,0	645,4	23,0	7,6	15,4	924,1	137,9	82,0	55,9	7.504,5	apr.
10,7	641,5	26,3	8,2	18,0	942,3	153,1	84,1	69,0	7.574,9	mag.
2,2	624,4	29,3	11,0	18,3	960,5	152,6	98,2	54,3	7.625,5	giu.
7,5	639,8	11,6	8,2	3,4	964,0	125,9	112,5	13,4	7.642,7	lug.
0,1	637,8	7,0	8,1	-1,1	962,8	66,1	62,8	3,3	7.645,5	ago.
7,1	645,2	24,3	11,4	12,9	975,8	145,6	85,8	59,8	7.704,6	set.
6,8	651,1	13,2	13,1	0,1	975,9	118,7	94,5	24,2	7.729,2	ott.
7,4	655,9	13,6	12,1	1,6	977,5	132,6	102,9	29,7	7.758,9	nov.
-1,6	636,2	18,3	10,9	7,4	984,9	146,6	171,4	-24,7	7.733,0	dic.
13,6	637,2	23,8	7,2	16,6	1.001,6	178,7	132,2	46,6	7.780,1	2003 gen.
9,5	652,1	26,5	17,7	8,8	1.010,4	172,5	120,0	52,5	7.834,8	feb.
6,3	653,9	28,7	9,6	19,2	1.029,5	170,0	99,8	70,2	7.905,2	mar.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro ¹⁾				Totale in euro ¹⁾				
Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
11,3	736,9	49,8	19,9	30,0	968,2	593,4	493,6	99,8	8.173,7	2002 mar.
9,5	735,6	32,7	35,7	-3,0	965,4	524,9	494,5	30,4	8.204,8	apr.
13,3	734,3	39,9	21,6	18,3	983,9	545,0	456,1	88,8	8.293,9	mag.
0,0	713,9	50,2	19,1	31,2	1.014,9	490,4	425,4	65,1	8.356,7	giu.
10,2	727,4	26,4	33,0	-6,7	1.008,3	523,1	508,7	14,4	8.372,1	lug.
-2,9	720,3	19,1	19,7	-0,6	1.007,7	444,4	431,2	13,2	8.383,5	ago.
10,4	731,1	56,0	19,1	37,0	1.044,7	569,4	474,5	94,9	8.480,2	set.
10,2	741,8	30,3	44,3	-14,1	1.030,6	577,6	559,0	18,6	8.499,3	ott.
5,3	746,2	28,2	29,0	-0,8	1.029,9	560,6	508,6	52,0	8.551,4	nov.
-4,0	723,6	42,1	21,5	20,6	1.050,5	557,2	611,8	-54,7	8.494,6	dic.
15,4	726,9	40,1	41,7	-1,6	1.049,0	713,6	629,4	84,2	8.578,4	2003 gen.
11,9	741,9	46,6	31,8	14,7	1.063,7	625,3	542,5	82,8	8.662,9	feb.
7,5	744,0	61,9	19,2	42,7	1.106,3	635,1	532,3	102,8	8.765,7	mar.

Tavola 3.6

Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente ¹⁾

(miliardi di euro; dati di fine periodo; valori nominali)

Consistenze

1. A breve termine

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) 8	Società finanziarie non monetarie 9	Società non finanziarie 10
2002 mar.	666,3	262,5	4,3	97,1	299,0	3,3	59,7	26,4	26,4	6,4
apr.	659,1	260,2	4,5	92,6	298,8	3,0	41,3	18,2	18,6	3,8
mag.	677,5	266,7	3,7	89,9	314,3	3,0	41,5	18,3	19,2	3,5
giu.	676,8	265,4	3,8	82,0	322,5	3,0	54,4	21,3	28,0	4,4
lug.	685,0	269,7	4,1	86,2	321,7	3,4	44,4	18,3	22,8	2,8
ago.	693,1	269,9	4,3	86,7	328,8	3,3	44,9	18,1	23,9	2,6
set.	706,7	276,6	4,1	87,7	335,7	2,6	68,9	26,8	37,3	4,0
ott.	715,4	284,0	4,2	88,5	335,6	3,0	54,7	20,9	28,1	3,5
nov.	740,1	304,7	4,7	89,9	337,8	3,1	52,4	18,2	28,1	3,7
dic.	696,0	281,4	4,3	85,3	321,8	3,2	65,6	20,5	37,9	4,6
2003 gen.	750,9	313,3	4,5	92,6	337,9	2,6	47,4	18,1	26,4	2,4
feb.	774,7	318,6	6,0	95,9	351,2	3,2	53,3	21,4	28,9	2,5
mar.	783,6	313,7	6,3	98,4	362,0	3,2	76,9	27,6	44,5	3,3

2. A lungo termine

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) 8	Società finanziarie non monetarie 9	Società non finanziarie 10
2002 mar.	6.539,2	2.368,5	380,6	358,2	3.294,3	137,6	908,5	232,3	350,2	108,2
apr.	6.580,3	2.377,4	390,7	363,7	3.306,3	142,2	924,1	235,0	360,7	108,7
mag.	6.632,5	2.391,5	401,9	369,0	3.322,4	147,7	942,3	238,6	367,5	111,5
giu.	6.665,0	2.401,6	406,5	372,5	3.334,1	150,2	960,5	246,0	381,0	111,0
lug.	6.678,7	2.400,2	413,3	374,9	3.331,1	159,2	964,0	246,0	385,3	110,7
ago.	6.682,7	2.399,1	413,6	373,0	3.337,0	160,1	962,8	245,4	385,0	110,8
set.	6.728,8	2.420,6	422,0	375,7	3.348,7	161,8	975,8	246,2	394,3	109,3
ott.	6.753,3	2.416,7	428,3	374,9	3.367,8	165,5	975,9	247,0	395,9	109,0
nov.	6.781,4	2.413,5	441,4	378,3	3.381,2	167,0	977,5	249,3	398,2	108,4
dic.	6.748,1	2.399,0	472,3	379,8	3.328,2	168,7	984,9	251,9	402,9	109,5
2003 gen.	6.778,5	2.394,1	474,0	386,3	3.351,3	172,7	1.001,6	258,0	412,1	111,0
feb.	6.824,4	2.406,6	483,5	390,4	3.365,8	178,1	1.010,4	264,5	414,1	112,3
mar.	6.875,7	2.416,3	493,4	398,5	3.386,5	181,1	1.029,5	274,6	417,8	112,2

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) 8	Società finanziarie non monetarie 9	Società non finanziarie 10
2002 mar.	7.205,5	2.631,1	384,9	455,4	3.593,3	140,9	968,2	258,7	376,6	114,6
apr.	7.239,4	2.637,6	395,2	456,3	3.605,1	145,2	965,4	253,2	379,4	112,5
mag.	7.310,1	2.658,1	405,6	458,9	3.636,7	150,7	983,9	256,9	386,7	115,0
giu.	7.341,8	2.667,0	410,4	454,5	3.656,7	153,2	1.014,9	267,3	408,9	115,4
lug.	7.363,7	2.669,8	417,5	461,1	3.652,8	162,6	1.008,3	264,3	408,0	113,5
ago.	7.375,8	2.669,0	417,9	459,6	3.665,8	163,4	1.007,7	263,5	408,9	113,4
set.	7.435,5	2.697,1	426,1	463,5	3.684,4	164,4	1.044,7	272,9	431,6	113,3
ott.	7.468,6	2.700,7	432,6	463,5	3.703,4	168,5	1.030,6	267,9	424,0	112,5
nov.	7.521,5	2.718,2	446,1	468,2	3.718,9	170,1	1.029,9	267,5	426,4	112,1
dic.	7.444,1	2.680,5	476,5	465,1	3.650,1	171,9	1.050,5	272,4	440,8	114,1
2003 gen.	7.529,4	2.707,4	478,5	478,9	3.689,3	175,3	1.049,0	276,1	438,5	113,4
feb.	7.599,1	2.725,1	489,4	486,2	3.717,0	181,4	1.063,7	285,9	443,0	114,8
mar.	7.659,3	2.730,0	499,6	496,9	3.748,6	184,3	1.106,3	302,2	462,3	115,5

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (include banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni inter- nazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,1	0,1	0,4	726,0	288,9	30,7	103,5	299,2	3,4	0,4	2002 mar.
0,1	0,1	0,5	700,3	278,4	23,1	96,4	298,9	3,1	0,5	apr.
0,1	0,1	0,4	719,1	285,0	22,9	93,4	314,4	3,1	0,4	mag.
0,2	0,1	0,5	731,2	286,7	31,8	86,4	322,7	3,1	0,5	giu.
0,2	0,0	0,2	729,4	288,0	26,9	89,0	321,9	3,4	0,2	lug.
0,1	0,0	0,1	738,0	288,0	28,2	89,3	329,0	3,4	0,1	ago.
0,2	0,0	0,6	775,7	303,3	41,4	91,8	335,9	2,7	0,6	set.
0,1	0,2	1,8	770,1	304,9	32,4	92,1	335,7	3,2	1,8	ott.
0,1	0,2	2,0	792,5	322,9	32,9	93,6	337,8	3,3	2,0	nov.
0,0	0,2	2,4	761,6	302,0	42,2	89,8	321,9	3,4	2,4	dic.
0,0	0,1	0,4	798,3	331,4	30,9	95,0	338,0	2,7	0,4	2003 gen.
0,0	0,1	0,4	828,1	339,9	34,9	98,3	351,2	3,4	0,4	feb.
0,0	0,2	1,2	860,5	341,3	50,8	101,7	362,0	3,4	1,2	mar.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (include banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni inter- nazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
92,2	14,6	111,1	7.447,7	2.600,8	730,8	466,5	3.386,4	152,1	111,1	2002 mar.
94,1	14,6	111,0	7.504,5	2.612,4	751,4	472,4	3.400,4	156,8	111,0	apr.
95,1	14,6	115,1	7.574,9	2.630,0	769,4	480,5	3.417,5	162,3	115,1	mag.
93,2	14,6	114,7	7.625,5	2.647,6	787,5	483,5	3.427,3	164,8	114,7	giu.
93,1	14,6	114,3	7.642,7	2.646,1	798,6	485,6	3.424,2	173,8	114,3	lug.
93,4	14,6	113,6	7.645,5	2.644,4	798,6	483,8	3.430,4	174,7	113,6	ago.
94,1	14,7	117,3	7.704,6	2.666,8	816,3	485,0	3.442,8	176,5	117,3	set.
93,6	14,6	115,9	7.729,2	2.663,7	824,2	484,0	3.461,4	180,1	115,9	ott.
93,1	14,6	113,8	7.758,9	2.662,8	839,6	486,7	3.474,3	181,6	113,8	nov.
92,7	14,3	113,6	7.733,0	2.650,9	875,2	489,4	3.420,9	183,0	113,6	dic.
92,2	14,0	114,4	7.780,1	2.652,1	886,1	497,2	3.443,5	186,7	114,4	2003 gen.
92,7	14,9	111,8	7.834,8	2.671,1	897,6	502,7	3.458,6	193,0	111,8	feb.
92,7	15,4	116,9	7.905,2	2.690,9	911,2	510,7	3.479,2	196,4	116,9	mar.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (include banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni inter- nazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
92,3	14,6	111,5	8.173,7	2.889,7	761,4	570,0	3.685,6	155,5	111,5	2002 mar.
94,2	14,6	111,5	8.204,8	2.890,8	774,6	568,8	3.699,3	159,9	111,5	apr.
95,2	14,6	115,5	8.293,9	2.915,0	792,3	573,9	3.731,9	165,4	115,5	mag.
93,4	14,7	115,2	8.356,7	2.934,3	819,3	569,9	3.750,0	167,9	115,2	giu.
93,3	14,7	114,5	8.372,1	2.934,1	825,5	574,6	3.746,1	177,3	114,5	lug.
93,5	14,7	113,7	8.383,5	2.932,5	826,8	573,1	3.759,4	178,1	113,7	ago.
94,3	14,7	117,9	8.480,2	2.970,1	857,7	576,8	3.778,7	179,1	117,9	set.
93,7	14,8	117,7	8.499,3	2.968,6	856,6	576,0	3.797,2	183,2	117,7	ott.
93,2	14,8	115,9	8.551,4	2.985,7	872,5	580,3	3.812,1	184,9	115,9	nov.
92,7	14,5	116,0	8.494,6	2.952,9	917,3	579,2	3.742,8	186,3	116,0	dic.
92,2	14,1	114,8	8.578,4	2.983,5	917,0	592,2	3.781,5	189,4	114,8	2003 gen.
92,8	15,0	112,2	8.662,9	3.011,0	932,5	601,0	3.809,8	196,4	112,2	feb.
92,7	15,5	118,1	8.765,7	3.032,2	962,0	612,4	3.841,2	199,8	118,1	mar.

Tavola 3.6 (segue)
Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente ¹⁾
(miliardi di euro; transazioni nel corso del mese; valori nominali)
Emissioni lorde
1. A breve termine

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) 8	Società finanziarie non monetarie 9	Società non finanziarie 10
2002 mar.	400,6	287,4	2,2	60,2	49,0	1,8	24,3	10,7	10,1	3,3
apr.	377,3	255,9	2,5	63,3	53,8	1,8	9,7	4,4	4,1	0,9
mag.	378,2	255,0	2,1	62,5	57,0	1,6	13,7	5,2	7,1	1,2
giu.	317,0	208,1	2,5	51,7	52,5	2,2	20,9	6,3	12,6	1,8
lug.	382,4	260,2	1,8	65,6	52,6	2,2	14,7	5,9	8,2	0,6
ago.	366,2	257,8	1,8	50,9	53,9	1,8	12,1	4,5	6,8	0,6
set.	392,1	278,4	1,9	56,8	53,0	2,0	31,7	11,1	18,0	2,0
ott.	441,8	319,5	2,2	64,7	53,1	2,3	17,1	5,0	9,0	1,3
nov.	413,5	302,9	2,4	58,2	47,7	2,3	14,6	4,7	8,4	1,2
dic.	386,8	291,3	2,2	46,4	44,3	2,6	23,8	6,3	15,6	1,3
2003 gen.	518,6	375,7	2,1	66,0	72,9	1,9	16,3	6,3	9,4	0,3
feb.	432,7	308,0	2,2	56,6	63,6	2,1	20,1	7,2	11,6	1,0
mar.	431,9	300,5	2,3	62,9	63,7	2,6	33,2	10,2	20,6	1,4

2. A lungo termine

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) 8	Società finanziarie non monetarie 9	Società non finanziarie 10
2002 mar.	142,9	56,9	9,1	2,9	68,8	5,3	25,5	8,6	12,4	3,3
apr.	114,9	44,1	12,6	8,2	45,2	4,9	23,0	5,1	12,8	1,1
mag.	126,8	41,5	16,0	7,4	55,3	6,6	26,3	5,7	10,1	3,2
giu.	123,3	48,2	13,5	7,4	51,3	2,9	29,3	9,9	17,7	0,7
lug.	114,3	37,9	12,7	6,2	48,2	9,4	11,6	2,9	6,9	0,4
ago.	59,1	28,1	2,4	2,1	25,2	1,3	7,0	3,1	2,7	0,3
set.	121,3	52,4	11,5	4,4	50,4	2,6	24,3	5,2	12,6	0,2
ott.	105,5	39,0	9,1	0,9	52,1	4,4	13,2	4,6	6,7	0,3
nov.	118,9	48,1	15,8	3,5	48,0	3,6	13,6	5,6	6,6	0,8
dic.	128,3	45,5	36,8	7,9	34,4	3,7	18,3	6,1	8,8	2,2
2003 gen.	154,9	57,9	6,1	8,9	75,8	6,3	23,8	7,9	12,4	1,7
feb.	146,0	55,5	12,4	8,6	63,2	6,3	26,5	10,8	6,7	3,5
mar.	141,3	50,2	13,9	10,4	63,1	3,7	28,7	13,2	8,2	0,6

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) 8	Società finanziarie non monetarie 9	Società non finanziarie 10
2002 mar.	543,6	344,2	11,3	63,1	117,8	7,1	49,8	19,3	22,5	6,6
apr.	492,2	300,0	15,1	71,5	99,0	6,7	32,7	9,5	16,9	2,0
mag.	505,0	296,4	18,1	69,9	112,3	8,2	39,9	10,9	17,2	4,4
giu.	440,2	256,2	16,0	59,1	103,8	5,2	50,2	16,3	30,3	2,5
lug.	496,7	298,1	14,5	71,8	100,8	11,6	26,4	8,8	15,1	1,0
ago.	425,3	285,8	4,2	53,1	79,1	3,2	19,1	7,7	9,6	0,9
set.	513,3	330,8	13,4	61,1	103,5	4,6	56,0	16,3	30,7	2,1
ott.	547,3	358,5	11,3	65,6	105,2	6,7	30,3	9,6	15,8	1,6
nov.	532,4	351,0	18,2	61,7	95,7	5,8	28,2	10,3	15,0	2,0
dic.	515,1	336,8	38,9	54,3	78,7	6,4	42,1	12,4	24,4	3,5
2003 gen.	673,5	433,6	8,1	74,9	148,7	8,2	40,1	14,2	21,9	2,1
feb.	578,7	363,5	14,6	65,2	126,9	8,4	46,6	18,1	18,4	4,5
mar.	573,2	350,7	16,2	73,3	126,7	6,3	61,9	23,5	28,9	2,0

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).
1) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali	Totale	Banche (include banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni inter- nazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	0,1	424,9	298,0	12,4	63,6	49,0	1,8	0,1	2002 mar.
0,1	0,0	0,2	387,0	260,3	6,6	64,2	53,9	1,8	0,2	apr.
0,0	0,0	0,1	391,9	260,2	9,2	63,8	57,0	1,6	0,1	mag.
0,0	0,0	0,1	337,9	214,4	15,1	53,5	52,5	2,2	0,1	giu.
0,0	0,0	0,0	397,1	266,1	10,0	66,2	52,7	2,2	0,0	lug.
0,0	0,0	0,1	378,3	262,3	8,6	51,5	53,9	1,8	0,1	ago.
0,1	0,0	0,5	423,8	289,5	19,9	58,7	53,1	2,0	0,5	set.
0,0	0,1	1,6	458,9	324,5	11,2	66,0	53,1	2,5	1,6	ott.
0,0	0,0	0,2	428,0	307,6	10,8	59,4	47,7	2,3	0,2	nov.
0,0	0,0	0,5	410,6	297,5	17,8	47,7	44,3	2,7	0,5	dic.
0,0	0,1	0,1	534,9	382,0	11,5	66,3	72,9	2,0	0,1	2003 gen.
0,0	0,0	0,2	452,7	315,2	13,9	57,6	63,6	2,1	0,2	feb.
0,0	0,0	0,9	465,1	310,7	22,9	64,3	63,7	2,6	0,9	mar.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali	Totale	Banche (include banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni inter- nazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,8	0,2	0,3	168,4	65,5	21,5	6,1	69,5	5,5	0,3	2002 mar.
3,3	0,0	0,7	137,9	49,1	25,3	9,3	48,5	4,9	0,7	apr.
2,0	0,0	5,3	153,1	47,2	26,1	10,6	57,2	6,6	5,3	mag.
0,1	0,1	0,7	152,6	58,1	31,3	8,1	51,4	3,0	0,7	giu.
0,9	0,1	0,3	125,9	40,8	19,6	6,6	49,1	9,5	0,3	lug.
0,3	0,1	0,5	66,1	31,2	5,1	2,4	25,5	1,4	0,5	ago.
0,7	0,2	5,5	145,6	57,5	24,1	4,6	51,1	2,7	5,5	set.
0,2	0,0	1,3	118,7	43,7	15,8	1,2	52,2	4,4	1,3	ott.
0,0	0,0	0,5	132,6	53,7	22,5	4,3	48,0	3,6	0,5	nov.
0,4	0,0	0,8	146,6	51,6	45,6	10,0	34,8	3,7	0,8	dic.
0,5	0,0	1,3	178,7	65,8	18,5	10,6	76,3	6,3	1,3	2003 gen.
3,3	1,0	1,1	172,5	66,3	19,1	12,1	66,5	7,4	1,1	feb.
0,4	0,6	5,7	170,0	63,4	22,1	11,0	63,5	4,3	5,7	mar.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali	Totale	Banche (include banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni inter- nazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,8	0,2	0,4	593,4	363,6	33,9	69,7	118,6	7,3	0,4	2002 mar.
3,3	0,0	0,9	524,9	309,5	31,9	73,5	102,3	6,7	0,9	apr.
2,0	0,0	5,5	545,0	307,4	35,3	74,3	114,3	8,2	5,5	mag.
0,2	0,1	0,9	490,4	272,5	46,3	61,6	103,9	5,3	0,9	giu.
1,0	0,1	0,4	523,1	306,8	29,6	72,8	101,8	11,7	0,4	lug.
0,3	0,1	0,6	444,4	293,5	13,7	54,0	79,4	3,3	0,6	ago.
0,8	0,2	6,0	569,4	347,0	44,0	63,3	104,3	4,8	6,0	set.
0,2	0,1	2,9	577,6	368,2	27,0	67,2	105,3	6,9	2,9	ott.
0,0	0,0	0,7	560,6	361,3	33,3	63,7	95,7	5,9	0,7	nov.
0,4	0,0	1,3	557,2	349,2	63,4	57,8	79,1	6,4	1,3	dic.
0,5	0,1	1,4	713,6	447,8	30,0	76,9	149,2	8,3	1,4	2003 gen.
3,3	1,0	1,3	625,3	381,6	33,0	69,7	130,2	9,5	1,3	feb.
0,4	0,6	6,6	635,1	374,2	45,0	75,3	127,2	6,9	6,6	mar.

Tavola 3.6 (segue)
Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente ¹⁾
(miliardi di euro; transazioni nel corso del mese; valori nominali)
Emissioni nette
1. A breve termine

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (includere banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 mar.	17,1	5,7	0,4	-1,1	12,4	-0,2	16,4	6,5	7,1	2,8
apr.	-7,1	-2,2	0,2	-4,5	-0,3	-0,3	-18,4	-8,1	-7,7	-2,6
mag.	19,5	7,6	-0,8	-2,7	15,5	0,0	0,3	0,1	0,5	-0,3
giu.	-2,1	-2,5	0,1	-8,1	8,3	0,0	12,9	3,0	8,8	1,0
lug.	11,0	7,2	0,3	4,1	-0,8	0,3	-10,1	-3,0	-5,2	-1,6
ago.	9,4	1,5	0,2	0,5	7,2	0,0	0,6	-0,2	1,1	-0,2
set.	11,0	4,1	-0,3	1,1	6,9	-0,7	24,0	8,6	13,5	1,4
ott.	8,5	7,5	0,2	0,8	-0,3	0,3	-14,2	-5,8	-9,1	-0,5
nov.	24,6	20,5	0,5	1,4	2,2	0,1	-2,3	-2,7	0,0	0,2
dic.	-43,1	-22,2	-0,4	-4,7	-15,9	0,1	13,2	2,3	9,8	0,9
2003 gen.	55,9	32,8	0,3	7,3	16,1	-0,6	-18,2	-2,5	-11,6	-2,1
feb.	24,3	5,8	1,4	3,3	13,2	0,6	5,9	3,3	2,6	0,0
mar.	9,0	-4,7	0,3	2,5	10,9	0,0	23,5	6,2	15,6	0,8

2. A lungo termine

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (includere banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 mar.	52,8	23,0	6,1	0,4	18,7	4,6	13,5	2,4	10,8	1,7
apr.	40,5	8,3	10,1	5,5	12,0	4,6	15,4	2,7	10,5	0,5
mag.	51,0	12,9	11,2	5,3	16,1	5,5	18,0	3,6	6,7	2,8
giu.	36,1	13,8	4,6	3,5	11,7	2,5	18,3	7,4	13,5	-0,6
lug.	10,0	-5,0	6,8	2,4	-3,0	8,9	3,4	0,0	4,3	-0,3
ago.	4,4	-0,8	0,3	-1,9	5,9	0,9	-1,1	-0,6	-0,2	0,1
set.	46,8	22,4	8,4	2,6	11,7	1,7	12,9	0,8	9,3	-1,5
ott.	24,1	-4,4	6,3	-0,8	19,3	3,7	0,1	0,8	1,5	-0,3
nov.	28,1	-0,5	13,0	0,8	13,3	1,5	1,6	2,3	2,4	-0,6
dic.	-32,2	-14,6	31,0	2,6	-52,9	1,7	7,4	2,6	4,7	1,1
2003 gen.	29,9	-5,5	1,7	6,6	23,1	4,0	16,6	6,1	9,2	1,4
feb.	43,7	10,2	9,5	4,1	14,5	5,4	8,8	6,5	2,0	1,4
mar.	51,1	8,9	10,4	8,3	20,5	2,9	19,2	10,1	3,7	-0,1

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (includere banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 mar.	69,9	28,7	6,5	-0,7	31,1	4,3	30,0	8,9	17,9	4,5
apr.	33,5	6,1	10,3	1,0	11,8	4,4	-3,0	-5,4	2,8	-2,1
mag.	70,5	20,4	10,4	2,6	31,6	5,5	18,3	3,7	7,2	2,5
giu.	33,9	11,3	4,7	-4,6	20,0	2,5	31,2	10,4	22,4	0,4
lug.	21,1	2,1	7,1	6,5	-3,9	9,2	-6,7	-3,0	-1,0	-1,9
ago.	13,7	0,8	0,5	-1,4	13,0	0,8	-0,6	-0,8	0,9	-0,1
set.	57,9	26,5	8,1	3,7	18,6	1,0	37,0	9,4	22,7	-0,1
ott.	32,7	3,1	6,5	0,0	19,1	4,0	-14,1	-5,0	-7,6	-0,8
nov.	52,8	20,0	13,5	2,2	15,5	1,6	-0,8	-0,4	2,4	-0,4
dic.	-75,3	-36,8	30,6	-2,0	-68,9	1,8	20,6	4,9	14,4	2,0
2003 gen.	85,8	27,2	2,0	13,9	39,2	3,4	-1,6	3,6	-2,3	-0,7
feb.	68,0	16,0	10,9	7,4	27,7	6,0	14,7	9,8	4,6	1,4
mar.	60,1	4,2	10,7	10,8	31,4	2,9	42,7	16,3	19,3	0,7

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).
1) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (incluse banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	0,0	0,0	33,5	12,2	7,5	1,7	12,4	-0,2	0,0	2002 mar.
-0,1	0,0	0,1	-25,5	-10,3	-7,5	-7,1	-0,3	-0,3	0,1	apr.
0,0	0,0	-0,1	19,8	7,7	-0,3	-3,0	15,5	0,0	-0,1	mag.
0,0	0,0	0,1	10,7	0,5	8,9	-7,1	8,3	0,0	0,1	giu.
0,0	0,0	-0,2	1,0	4,2	-4,9	2,5	-0,8	0,3	-0,2	lug.
0,0	0,0	-0,1	9,9	1,3	9,0	0,3	7,1	0,0	-0,1	ago.
0,1	0,0	0,5	35,1	12,7	13,2	2,5	6,9	-0,7	0,5	set.
-0,1	0,1	1,2	-5,6	1,7	-9,0	0,3	-0,3	0,5	1,2	ott.
0,0	0,0	0,2	22,3	17,8	0,5	1,5	2,1	0,1	0,2	nov.
-0,1	0,0	0,3	-29,9	-20,0	9,4	-3,8	-16,0	0,1	0,3	dic.
0,0	-0,1	-2,0	37,7	30,3	-11,3	5,2	16,1	-0,7	-2,0	2003 gen.
0,0	0,0	0,0	30,3	9,1	4,0	3,3	13,2	0,7	0,0	feb.
0,0	0,0	0,8	32,6	1,6	16,0	3,4	10,8	0,0	0,8	mar.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (incluse banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,1	0,0	-1,4	66,3	25,4	16,9	2,1	18,8	4,5	-1,4	2002 mar.
1,8	0,0	-0,1	55,9	10,9	20,6	6,0	13,9	4,7	-0,1	apr.
0,9	0,0	4,1	69,0	16,4	17,9	8,1	17,0	5,5	4,1	mag.
-1,9	0,0	-0,3	54,3	21,2	18,2	3,0	9,8	2,5	-0,3	giu.
-0,1	0,0	-0,5	13,4	-5,0	11,1	2,1	-3,1	8,9	-0,5	lug.
0,3	0,0	-0,7	3,3	-1,4	0,0	-1,7	6,2	0,9	-0,7	ago.
0,7	0,0	3,7	59,8	23,3	17,7	1,1	12,4	1,7	3,7	set.
-0,5	-0,1	-1,4	24,2	-3,6	7,9	-1,1	18,8	3,6	-1,4	ott.
-0,5	0,0	-2,0	29,7	1,8	15,4	0,2	12,9	1,5	-2,0	nov.
-0,4	-0,3	-0,3	-24,7	-11,9	35,7	3,7	-53,4	1,4	-0,3	dic.
-0,5	-0,3	0,7	46,6	0,5	11,0	8,0	22,6	3,7	0,7	2003 gen.
0,6	0,9	-2,6	52,5	16,7	11,5	5,5	15,1	6,3	-2,6	feb.
-0,1	0,5	5,1	70,2	19,0	14,1	8,2	20,5	3,4	5,1	mar.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (incluse banche centrali)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,1	0,0	-1,4	99,8	37,6	24,4	3,7	31,2	4,3	-1,4	2002 mar.
1,8	0,0	0,0	30,4	0,6	13,1	-1,2	13,5	4,4	0,0	apr.
0,9	0,0	4,0	88,8	24,1	17,7	5,0	32,5	5,5	4,0	mag.
-1,8	0,0	-0,3	65,1	21,7	27,1	-4,2	18,2	2,6	-0,3	giu.
-0,1	0,0	-0,7	14,4	-0,8	6,2	4,5	-3,9	9,2	-0,7	lug.
0,3	0,0	-0,8	13,2	0,0	1,3	-1,4	13,3	0,8	-0,8	ago.
0,8	0,0	4,2	94,9	35,9	30,8	3,6	19,3	1,0	4,2	set.
-0,6	0,1	-0,2	18,6	-1,9	-1,1	-0,8	18,5	4,1	-0,2	ott.
-0,5	0,0	-1,8	52,0	19,6	15,8	1,7	15,0	1,6	-1,8	nov.
-0,5	-0,3	0,1	-54,7	-31,9	45,1	0,0	-69,4	1,5	0,1	dic.
-0,5	-0,4	-1,2	84,2	30,9	-0,3	13,2	38,7	3,1	-1,2	2003 gen.
0,6	0,9	-2,6	82,8	25,8	15,5	8,8	28,3	7,0	-2,6	feb.
-0,1	0,5	5,9	102,8	20,6	30,0	11,6	31,3	3,4	5,9	mar.

Tavola 3.7
Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾
(variazioni percentuali)
1. A breve termine

	Tutte le valute						
	Totale		IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	Indice (dic. 01 = 100) 2						3	4	5	6	7
2002 mar.	2,3	107,4	-2,5	-16,3	4,1	7,5	48,8
apr.	0,5	106,9	-3,0	-18,0	1,3	4,4	36,1
mag.	3,8	110,0	2,1	-32,8	-8,3	10,5	27,8
giu.	4,5	109,4	0,4	-25,1	-15,2	16,7	50,8
lug.	5,3	111,4	3,8	-16,4	-14,0	14,6	-3,1
ago.	5,4	112,3	4,8	0,6	-18,0	15,2	-1,3
set.	7,7	114,4	8,9	0,8	-17,0	16,3	-19,4
ott.	8,9	116,1	10,5	14,9	-18,5	17,9	-0,9
nov.	12,3	119,3	18,6	23,3	-14,6	15,6	-5,3
dic.	12,8	112,8	14,8	30,4	-10,4	19,3	-14,3
2003 gen.	15,3	121,1	17,6	28,9	-7,3	21,1	-16,0
feb.	19,2	124,9	22,4	60,4	-1,7	22,7	-0,2
mar.	17,7	126,4	19,1	53,1	2,0	21,2	4,9

2. A lungo termine

	Tutte le valute						
	Totale		IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	Indice (dic. 01 = 100) 2						3	4	5	6	7
2002 mar.	7,8	102,2	7,5	30,6	15,8	4,0	23,7
apr.	7,9	102,9	7,5	32,1	16,3	3,8	25,4
mag.	7,9	103,7	8,0	32,7	14,5	3,5	29,6
giu.	7,5	104,3	7,7	30,2	12,9	3,1	31,7
lug.	7,0	104,5	6,7	27,2	11,7	3,1	36,7
ago.	6,8	104,6	6,5	26,6	8,9	3,3	34,3
set.	7,3	105,4	7,0	27,4	11,7	3,6	31,2
ott.	7,2	105,8	6,2	26,6	12,3	3,9	30,0
nov.	6,9	106,3	5,7	26,8	7,8	4,3	29,3
dic.	5,8	105,8	4,9	24,8	6,9	2,9	29,7
2003 gen.	5,6	106,5	4,6	23,7	7,2	2,7	30,2
feb.	5,8	107,2	4,3	25,0	7,6	3,0	34,6
mar.	5,7	108,1	3,7	25,7	9,2	3,0	32,4

3. Totale

	Tutte le valute						
	Totale		IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	Indice (dic. 01 = 100) 2						3	4	5	6	7
2002 mar.	7,3	102,7	6,3	30,0	13,4	4,2	24,2
apr.	7,1	103,2	6,2	31,4	13,3	3,9	25,7
mag.	7,5	104,3	7,3	31,8	9,6	4,0	29,6
giu.	7,2	104,8	6,9	29,5	7,1	4,2	32,0
lug.	6,8	105,2	6,4	26,6	6,3	4,0	35,4
ago.	6,7	105,3	6,3	26,3	3,1	4,3	33,2
set.	7,3	106,2	7,2	27,1	5,5	4,6	29,7
ott.	7,3	106,7	6,7	26,5	5,4	5,0	29,2
nov.	7,4	107,5	7,1	26,8	3,1	5,2	28,4
dic.	6,5	106,5	5,9	24,9	3,5	4,1	28,3
2003 gen.	6,5	107,8	6,0	23,7	4,3	4,1	29,0
feb.	7,1	108,8	6,3	25,3	5,8	4,6	33,7
mar.	6,9	109,7	5,4	25,9	7,9	4,5	31,7

Fonte: BCE.

- 1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.
- 2) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

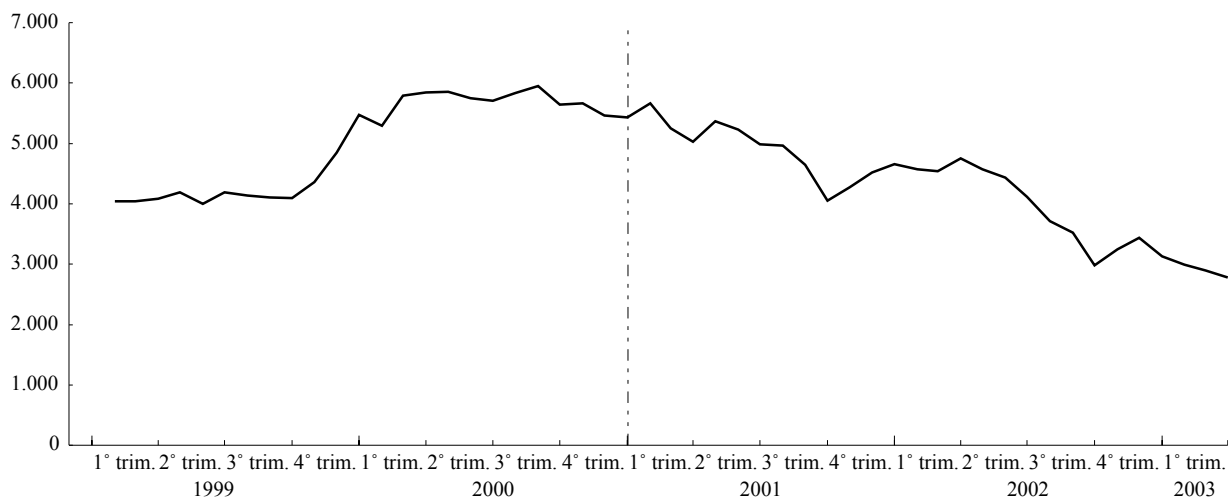
Totale		Euro ²⁾					
8	Indice (dic. 01 = 100) 9	IFM (incluso l'Eurosistema) 10	Società finanziarie non monetarie 11	Società non finanziarie 12	Amministrazioni centrali 13	Altre amministrazioni pubbliche 14	
2,7	108,5	-2,9	-16,3	2,4	8,1	52,5	2002 mar.
-0,2	107,3	-5,3	-18,0	-0,2	4,7	38,6	apr.
3,2	110,5	0,9	-32,8	-10,1	10,6	26,0	mag.
4,1	110,1	-0,9	-27,1	-16,6	16,5	51,6	giu.
5,0	111,9	3,5	-18,5	-15,6	14,5	-7,0	lug.
5,6	113,5	6,0	-1,8	-19,4	15,0	-7,0	ago.
7,7	115,3	9,0	-1,8	-18,1	16,7	-28,9	set.
7,5	116,7	8,0	12,1	-20,3	18,1	-11,8	ott.
12,3	120,7	20,3	20,6	-15,9	15,9	-14,0	nov.
13,6	113,6	16,6	27,3	-11,4	20,3	-23,4	dic.
16,1	122,8	20,5	26,0	-8,1	21,1	-27,0	2003 gen.
20,0	126,7	25,8	57,5	-2,8	22,4	-9,0	feb.
18,2	128,2	21,2	50,3	0,9	21,0	-2,7	mar.

Totale		Euro ²⁾					
8	Indice (dic. 01 = 100) 9	IFM (incluso l'Eurosistema) 10	Società finanziarie non monetarie 11	Società non finanziarie 12	Amministrazioni centrali 13	Altre amministrazioni pubbliche 14	
7,4	102,1	5,6	43,6	18,8	3,9	24,7	2002 mar.
7,5	102,7	5,6	44,7	19,4	3,8	26,5	apr.
7,4	103,5	5,8	42,9	17,3	3,6	30,5	mag.
7,0	104,1	5,7	39,4	15,8	3,2	32,7	giu.
6,4	104,2	4,5	33,8	15,7	3,1	37,9	lug.
6,3	104,3	4,4	32,6	12,8	3,3	35,3	ago.
6,7	105,0	5,1	33,5	14,1	3,4	32,1	set.
6,5	105,4	4,2	31,1	14,7	3,9	29,7	ott.
6,5	105,8	4,1	31,7	9,3	4,3	29,1	nov.
5,3	105,3	3,4	29,4	8,3	2,8	29,2	dic.
5,0	105,8	3,0	28,2	8,5	2,5	29,4	2003 gen.
5,2	106,5	2,5	29,1	8,7	2,8	33,8	feb.
5,1	107,3	1,9	29,8	10,9	2,8	31,5	mar.

Totale		Euro ²⁾					
8	Indice (dic. 01 = 100) 9	IFM (incluso l'Eurosistema) 10	Società finanziarie non monetarie 11	Società non finanziarie 12	Amministrazioni centrali 13	Altre amministrazioni pubbliche 14	
6,9	102,6	4,7	42,4	14,9	4,3	25,2	2002 mar.
6,7	103,1	4,4	43,5	14,8	3,9	26,7	apr.
7,0	104,1	5,3	41,4	10,7	4,2	30,4	mag.
6,7	104,6	5,0	38,3	8,2	4,2	33,0	giu.
6,3	104,9	4,4	32,9	8,2	4,1	36,6	lug.
6,2	105,1	4,6	32,1	4,9	4,2	34,1	ago.
6,8	105,9	5,5	33,0	6,2	4,5	30,3	set.
6,6	106,4	4,6	30,9	5,9	5,0	28,7	ott.
7,0	107,1	5,7	31,5	3,4	5,3	27,9	nov.
6,1	106,1	4,6	29,4	4,1	4,1	27,6	dic.
6,0	107,3	4,8	28,2	4,9	4,0	28,0	2003 gen.
6,5	108,3	4,8	29,4	6,2	4,3	32,7	feb.
6,3	109,1	3,8	30,0	8,7	4,3	30,7	mar.

Tavola 3.8**Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro***(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; valori di mercato)***Consistenze**

	Totale 1	IFM 2	Società finanziarie non monetarie 3	Società non finanziarie 4
2000 mar.	5.842,2	658,2	649,7	4.534,3
apr.	5.860,1	670,4	654,9	4.534,8
mag.	5.751,1	673,4	648,2	4.429,5
giu.	5.705,7	680,6	645,7	4.379,4
lug.	5.833,7	700,3	696,3	4.437,2
ago.	5.947,3	742,1	700,4	4.504,7
set.	5.638,9	730,3	687,7	4.221,0
ott.	5.666,3	719,0	664,4	4.282,9
nov.	5.465,3	674,5	673,5	4.117,4
dic.	5.430,3	687,0	675,0	4.068,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>				
2001 gen.	5.667,2	762,2	706,3	4.198,7
feb.	5.247,9	710,1	661,6	3.876,2
mar.	5.027,4	686,3	620,4	3.720,8
apr.	5.364,4	715,3	643,4	4.005,6
mag.	5.233,9	697,9	627,0	3.909,0
giu.	4.989,9	676,5	635,1	3.678,3
lug.	4.959,8	647,0	572,4	3.740,4
ago.	4.650,3	643,2	576,6	3.430,5
set.	4.056,7	535,7	485,3	3.035,7
ott.	4.277,9	551,5	497,7	3.228,7
nov.	4.522,8	587,5	512,0	3.423,2
dic.	4.655,3	617,3	511,1	3.526,9
2002 gen.	4.574,0	623,8	518,8	3.431,4
feb.	4.545,6	622,4	509,8	3.413,4
mar.	4.748,1	665,3	536,7	3.546,2
apr.	4.569,8	678,0	517,5	3.374,2
mag.	4.432,0	666,3	484,9	3.280,9
giu.	4.113,0	614,8	463,4	3.034,8
lug.	3.709,7	515,6	395,4	2.798,7
ago.	3.519,2	521,7	371,0	2.626,5
set.	2.977,8	412,6	276,0	2.289,2
ott.	3.250,9	446,9	321,2	2.482,8
nov.	3.434,7	487,3	346,0	2.601,4
dic.	3.130,5	450,7	283,6	2.396,2
2003 gen.	2.993,8	425,8	261,1	2.306,9
feb.	2.900,3	425,5	270,7	2.204,1
mar.	2.784,3	413,2	236,0	2.135,1

Totale delle consistenze*(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; valori di mercato)*

Fonte: BCE.



4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

Tavola 4.1

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

(dati non destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice complessivo, beni e servizi

	Indice complessivo		Beni		Servizi		Indice complessivo (dest.)		Beni (dest.)	Servizi (dest.)
	indice 1996 = 100		indice 1996 = 100		indice 1996 = 100		indice 1996 = 100	variaz. perc. sul periodo prec.	indice 1996 = 100	indice 1996 = 100
Pesi sul totale (in perc.) ¹⁾	100,0	100,0	59,1	59,1	40,9	40,9	100,0	100,0	59,1	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	103,8	1,1	102,7	0,9	106,0	1,5	-	-	-	-
2000	106,0	2,1	105,3	2,5	107,5	1,5	-	-	-	-
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	108,5	2,3	107,7	2,3	110,2	2,5	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	109,5	1,7	113,6	3,1	-	-	-	-
2002 2° trim.	111,0	2,1	109,9	1,4	113,1	3,1	110,7	0,6	109,4	113,2
3° trim.	111,1	2,1	109,2	1,3	114,5	3,3	111,2	0,4	109,6	114,1
4° trim.	111,7	2,3	110,1	1,8	114,5	3,1	111,8	0,5	110,0	114,8
2003 1° trim.	112,5	2,3	110,8	2,0	115,3	2,7	112,6	0,8	111,1	115,4
2002 giu.	111,1	1,9	109,7	1,0	113,5	3,2	110,8	0,0	109,3	113,5
lug.	111,0	2,0	108,9	1,2	114,5	3,2	111,0	0,1	109,4	113,8
ago.	111,0	2,1	108,9	1,4	114,6	3,3	111,2	0,2	109,6	114,1
set.	111,3	2,1	109,7	1,4	114,2	3,2	111,5	0,3	109,9	114,3
ott.	111,6	2,3	110,1	1,8	114,2	3,1	111,7	0,2	110,1	114,6
nov.	111,5	2,3	110,0	1,8	114,2	3,1	111,7	0,0	109,9	114,8
dic.	112,0	2,3	110,2	1,9	115,2	3,0	111,9	0,2	110,1	115,1
2003 gen.	111,9	2,1	110,2	1,6	115,0	2,8	112,3	0,4	110,7	115,2
feb.	112,4	2,4	110,7	2,1	115,4	2,7	112,6	0,3	111,1	115,4
mar.	113,1	2,4	111,7	2,2	115,6	2,6	113,0	0,3	111,5	115,6
apr.	113,2	2,1	111,7	1,5	116,0	2,9	112,8	-0,1	111,1	115,9
mag.	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Scomposizione dei beni e dei servizi

	Beni						Servizi				
	Alimentari ³⁾			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comuni- cazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati ³⁾	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici					
Pesi sul totale (in perc.) ¹⁾	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,7	2,4	1,8	2,1	-4,4	2,0	1,8
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	2,5	-7,1	2,4	2,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	3,2	-0,3	4,2	3,4
2002 2° trim.	2,9	3,2	2,5	0,7	1,6	-2,3	2,4	3,2	-0,2	4,2	3,4
3° trim.	2,3	2,9	1,4	0,8	1,3	-0,7	2,4	3,4	0,0	4,3	3,5
4° trim.	2,3	2,7	1,7	1,6	1,2	2,9	2,5	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 1° trim.	2,0	3,2	0,2	2,0	0,7	7,0	2,4	3,2	-0,8	3,0	3,7
2002 giu.	2,3	3,1	1,2	0,4	1,5	-3,6	2,4	3,3	-0,1	4,3	3,4
lug.	2,2	3,0	1,0	0,7	1,3	-1,6	2,4	3,4	0,0	4,3	3,5
ago.	2,3	3,0	1,4	0,9	1,3	-0,3	2,4	3,6	-0,1	4,4	3,5
set.	2,4	2,8	1,7	0,9	1,3	-0,2	2,4	3,2	0,1	4,3	3,4
ott.	2,3	2,7	1,7	1,5	1,2	2,6	2,4	3,0	0,1	4,3	3,3
nov.	2,4	2,6	2,0	1,5	1,3	2,4	2,5	3,2	-0,4	4,0	3,4
dic.	2,2	2,7	1,3	1,7	1,2	3,8	2,5	2,8	-0,5	3,8	3,5
2003 gen.	1,5	2,9	-0,6	1,7	0,6	6,0	2,5	3,3	-0,7	3,2	3,6
feb.	2,1	3,3	0,3	2,2	0,7	7,7	2,4	3,3	-0,9	3,0	3,7
mar.	2,3	3,3	0,8	2,2	0,8	7,5	2,4	3,0	-0,7	2,8	3,7
apr.	2,4	3,4	1,0	1,1	0,8	2,2	2,4	3,2	-0,6	3,5	3,6
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I pesi riportati si riferiscono all'indice relativo al 2003.

2) Stima basata sui dati preliminari relativi alla Germania e all'Italia (e, ove disponibili, ad altri Stati membri), nonché su informazioni preliminari riguardo ai prezzi dei beni energetici.

3) Incluse le bevande alcoliche e i tabacchi.

Tavola 4.2

Altri indicatori dei prezzi

1. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾		Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni ³⁾									Costruzioni ⁴⁾	Industria manifatturiera	Totale al netto dell'energia				
	Totale al netto delle costruzioni		Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici								
	Indice 1995 = 100		Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo										
1	2	3	4	5	Totale	Durevoli	Non durevoli	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	101,4	1,1	0,6	0,2	0,3	1,1	0,6	1,2	3,1	1,3	0,8	10,7	14,6	17,0		
1998	100,7	-0,7	0,2	-0,4	0,6	0,5	0,7	0,5	-4,4	0,3	-0,5	-21,0	-12,5	12,0		
1999	100,2	-0,5	-0,6	-1,5	0,2	-0,1	0,7	-0,2	0,1	1,2	0,1	15,8	-5,9	17,1		
2000	105,5	5,3	2,6	5,0	0,6	1,5	1,4	1,6	16,8	2,4	4,9	50,8	16,7	31,0		
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>																
2001	107,9	2,1	1,8	1,1	1,0	3,0	1,8	3,1	3,0	2,1	1,2	-8,8	-7,6	27,8		
2002	107,9	0,0	0,6	-0,3	1,0	1,3	1,5	1,3	-1,9	2,4	0,3	-3,2	-1,7	26,5		
2002 1° tr.	107,3	-0,6	0,3	-1,6	1,2	1,7	1,8	1,7	-3,8	2,5	-0,4	-10,5	-3,6	24,6		
2° tr.	107,8	-0,7	0,3	-0,8	1,1	1,0	1,5	1,0	-4,1	2,3	-0,3	-8,7	-5,5	27,8		
3° tr.	108,1	0,0	0,8	0,3	0,9	1,2	1,4	1,1	-2,3	2,3	0,4	-4,2	-1,6	27,2		
4° tr.	108,4	1,2	1,1	1,0	0,8	1,4	1,2	1,4	2,6	2,7	1,5	14,0	4,4	26,5		
2003 1° tr.	109,9	2,4	1,2	1,6	0,4	1,3	0,9	1,4	7,1	.	2,2	10,2	-4,2	28,4		
2002 mag.	107,9	-0,7	0,3	-0,8	1,1	1,0	1,5	0,9	-4,2	-	-0,3	-9,5	-6,8	28,1		
giu.	107,7	-0,8	0,4	-0,5	1,0	0,9	1,4	0,9	-4,9	-	-0,4	-14,9	-8,4	25,8		
lug.	107,9	-0,2	0,7	0,1	0,9	1,1	1,2	1,0	-3,0	-	0,2	-10,2	-7,6	25,9		
ago.	108,0	0,0	0,8	0,3	0,9	1,1	1,4	1,1	-2,2	-	0,5	-4,3	-1,3	27,0		
set.	108,3	0,2	0,9	0,5	0,9	1,3	1,4	1,3	-1,6	-	0,6	2,4	4,7	28,9		
ott.	108,5	1,1	1,0	0,8	0,8	1,4	1,2	1,4	2,0	-	1,3	14,3	7,8	27,9		
nov.	108,2	1,1	1,1	1,1	0,8	1,3	1,2	1,3	2,2	-	1,3	10,5	3,4	24,2		
dic.	108,5	1,6	1,2	1,2	0,9	1,4	1,2	1,5	3,7	-	1,8	17,2	2,1	27,1		
2003 gen.	109,5	2,2	1,1	1,4	0,5	1,3	1,0	1,3	6,4	-	2,0	17,2	-1,5	28,3		
feb.	110,0	2,6	1,2	1,7	0,3	1,4	0,9	1,5	8,0	-	2,4	16,8	-3,7	29,8		
mar.	110,2	2,4	1,2	1,7	0,3	1,2	0,7	1,3	7,0	-	2,1	-1,7	-7,2	27,2		
apr.	109,7	1,7	1,1	1,5	0,4	1,2	0,6	1,2	3,4	-	1,1	-15,2	-6,7	22,9		
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-16,6	-8,7	21,9

2. Deflatori del PIL⁵⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione, dati destagionalizzati)

	Totale		Domanda interna				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾
	Indice 1995 = 100		Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
						15	16	17	18	19	20	21	22
1997	103,6	1,5	1,7	2,0	1,3	0,9	1,8	2,6
1998	105,3	1,7	1,3	1,4	1,2	0,9	-0,1	-1,5
1999	106,4	1,1	1,2	1,1	1,9	0,8	-0,5	-0,3
2000	107,8	1,3	2,5	2,2	2,7	2,5	4,6	8,2
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	110,8	2,4	2,2	2,4	2,4	2,0	1,5	0,8
2002	113,5	2,4	2,2	2,3	1,8	2,0	-0,7	-1,6
2001 2° trim.	110,8	2,6	2,6	2,7	2,7	2,1	2,5	2,6
3° trim.	111,2	2,3	2,2	2,5	2,2	2,1	0,5	0,0
4° trim.	112,2	2,9	1,8	2,1	2,2	1,7	-0,6	-3,5
2002 1° trim.	112,8	2,7	2,3	2,6	2,0	2,0	-0,9	-1,9
2° trim.	113,3	2,3	2,1	2,2	1,7	2,2	-1,1	-1,9
3° trim.	114,0	2,6	2,1	2,3	1,8	1,9	-0,3	-1,9
4° trim.	114,6	2,1	2,2	2,4	1,7	1,9	-0,3	-0,2

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 12 e 13 (HWWA, Istituto per l'economia internazionale, Amburgo), della colonna 14 (Thomson Financial Datastream) e delle colonne da 15 a 22 (elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat).

1) Prezzi in ECU fino a dicembre 1998; prezzi in euro da gennaio 1999.

2) Qualità Brent (per consegna a termine di un mese). Prezzo in ECU fino a dicembre 1998; prezzo in euro da gennaio 1999.

3) Scomposizione conforme alla definizione armonizzata delle Principali categorie di prodotti industriali.

4) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.

5) I dati fino alla fine del 1998 si basano su dati nazionali espressi nelle valute nazionali.

6) 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 Indicatori congiunturali per l'area dell'euro

Tavola 5.1

Conti nazionali ¹⁾

PIL e componenti della domanda

1. A prezzi correnti

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); dati destagionalizzati)

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ³⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1998	5.883,6	5.743,8	3.328,8	1.176,4	1.203,6	34,9	139,9	1.949,1	1.809,2
1999	6.150,4	6.048,5	3.504,9	1.230,0	1.291,8	21,7	101,9	2.052,4	1.950,6
2000	6.453,1	6.385,2	3.672,5	1.289,2	1.389,1	34,3	67,9	2.416,7	2.348,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	6.840,1	6.727,7	3.918,1	1.369,3	1.437,4	2,8	112,5	2.556,1	2.443,7
2002	7.063,5	6.889,3	4.033,5	1.431,6	1.427,6	-3,4	174,1	2.571,2	2.397,0
2001 4° trim.	1.727,8	1.689,9	989,0	348,0	357,8	-4,9	37,9	630,7	592,8
2002 1° trim.	1.744,0	1.703,8	995,2	352,6	357,5	-1,5	40,2	627,2	587,0
2° trim.	1.758,6	1.716,4	1.002,9	356,8	355,1	1,5	42,2	639,5	597,3
3° trim.	1.775,5	1.727,1	1.013,3	359,9	356,6	-2,7	48,4	652,2	603,9
4° trim.	1.785,5	1.742,0	1.022,2	362,3	358,3	-0,7	43,4	652,3	608,9
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. A prezzi costanti

(miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ³⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾
10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1998	5.667,3	5.544,7	3.184,3	1.142,2	1.191,0	27,3	122,5	1.939,1	1.816,6
1999	5.826,5	5.738,1	3.297,2	1.164,7	1.260,6	15,6	88,4	2.040,3	1.951,9
2000	6.029,9	5.906,3	3.380,3	1.189,5	1.322,1	14,4	123,6	2.295,3	2.171,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	6.227,3	6.079,4	3.519,0	1.231,0	1.339,0	-9,7	148,0	2.391,7	2.243,7
2002	6.279,4	6.092,4	3.538,3	1.264,6	1.303,9	-14,4	187,0	2.421,6	2.234,6
2001 4° trim.	1.556,0	1.517,6	881,6	310,5	331,1	-5,6	38,4	591,7	553,3
2002 1° trim.	1.562,5	1.517,6	879,8	313,5	328,8	-4,6	44,9	590,4	545,5
2° trim.	1.568,6	1.520,1	882,2	315,9	324,6	-2,6	48,5	602,7	554,2
3° trim.	1.573,6	1.524,0	886,3	317,3	325,1	-4,7	49,6	614,8	565,2
4° trim.	1.574,7	1.530,7	890,0	317,9	325,4	-2,5	44,0	613,7	569,7
2003 1° trim.	1.574,8	1.538,3	893,1	318,6	320,9	5,8	36,5	609,8	573,3
<i>(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)</i>									
1998	2,9	3,5	3,0	1,4	5,1	-	-	7,4	10,0
1999	2,8	3,5	3,5	2,0	5,8	-	-	5,2	7,4
2000	3,5	2,9	2,5	2,1	4,9	-	-	12,5	11,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	1,5	1,0	1,8	2,2	-0,6	-	-	3,0	1,7
2002	0,8	0,2	0,5	2,7	-2,6	-	-	1,2	-0,4
2001 4° trim.	0,6	0,1	1,6	2,0	-2,4	-	-	-2,3	-3,8
2002 1° trim.	0,4	-0,1	0,5	2,6	-2,8	-	-	-2,7	-4,3
2° trim.	0,8	-0,3	0,2	3,0	-3,3	-	-	1,0	-1,8
3° trim.	1,0	0,4	0,6	2,9	-2,6	-	-	3,0	1,7
4° trim.	1,2	0,9	0,9	2,4	-1,7	-	-	3,7	3,0
2003 1° trim.	0,8	1,4	1,5	1,6	-2,4	-	-	3,3	5,1

Fonte: Eurostat.

- 1) Per una breve spiegazione delle caratteristiche dei dati a prezzi correnti (espressi in ECU fino a fine 1998), cfr. la prima sezione delle note generali.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) 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 nelle tavole 8 e 9.

Valore aggiunto per branca di attività economica

3. A prezzi correnti

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); dati destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo							Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria manifatturiera, energetica e mineraria	Costruzioni	Commercio, riparazioni, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1998	5.471,0	138,7	1.276,8	295,4	1.139,8	1.441,3	1.179,0	202,2	614,8
1999	5.689,3	136,0	1.293,3	310,7	1.191,2	1.527,6	1.230,6	201,6	662,7
2000	5.973,1	136,9	1.347,3	326,5	1.261,2	1.620,3	1.280,9	212,1	692,2
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	6.344,2	151,7	1.412,0	347,3	1.356,5	1.719,7	1.357,0	232,4	728,3
2002	6.560,0	149,7	1.430,7	360,7	1.394,4	1.797,8	1.426,7	237,9	741,3
2001 4° trim.	1.604,3	38,4	350,6	88,6	342,8	438,6	345,3	59,1	182,6
2002 1° trim.	1.619,0	38,0	353,3	89,9	345,3	442,3	350,2	59,0	184,0
2° trim.	1.634,1	37,3	357,2	89,6	347,6	447,7	354,7	58,8	183,2
3° trim.	1.648,4	37,5	360,2	90,2	349,7	451,9	358,9	59,3	186,3
4° trim.	1.658,4	36,9	360,0	91,0	351,9	455,8	362,9	60,8	187,8
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

4. A prezzi costanti

(miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo							Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura silvicoltura, caccia e pesca	Industria manifatturiera, energetica e mineraria	Costruzioni	Commercio, riparazioni, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e altri servizi		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1998	5.319,6	142,3	1.256,7	291,9	1.114,4	1.388,3	1.126,0	222,4	570,1
1999	5.462,5	146,0	1.268,3	299,2	1.164,2	1.441,4	1.143,4	231,2	595,2
2000	5.667,4	145,6	1.319,0	306,2	1.220,6	1.508,2	1.167,8	247,6	610,1
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	5.865,3	151,8	1.348,6	311,0	1.282,4	1.569,5	1.202,1	264,7	626,8
2002	5.938,2	150,8	1.359,0	308,2	1.299,4	1.589,2	1.231,6	271,1	612,4
2001 4° trim.	1.467,4	38,0	333,1	78,0	321,2	394,3	302,8	67,1	155,7
2002 1° trim.	1.475,7	37,8	336,9	77,7	323,4	395,0	304,9	66,8	153,6
2° trim.	1.484,0	37,7	340,5	77,0	324,4	397,2	307,2	67,2	151,8
3° trim.	1.488,3	37,8	341,6	76,8	325,3	398,0	308,8	68,0	153,4
4° trim.	1.490,2	37,5	340,0	76,7	326,4	399,0	310,7	69,1	153,6
2003 1° trim.	1.490,6	37,8	341,4	74,8	326,4	399,8	310,5	69,0	153,2
<i>(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)</i>									
1998	2,9	1,5	3,2	0,4	4,0	3,7	1,5	3,6	2,6
1999	2,7	2,6	0,9	2,5	4,5	3,8	1,5	4,0	4,4
2000	3,8	-0,3	4,0	2,3	4,8	4,6	2,1	7,1	2,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	1,7	-1,3	1,1	-0,6	2,6	2,6	1,4	5,4	0,7
2002	1,2	-0,7	0,8	-0,9	1,3	1,3	2,4	2,4	-2,3
2001 4° trim.	0,8	-1,1	-1,3	-0,3	1,4	2,0	1,7	4,7	-0,1
2002 1° trim.	0,8	-0,2	-1,3	0,0	1,2	1,4	2,1	2,3	-2,3
2° trim.	1,3	-0,1	1,0	-0,8	1,2	1,3	2,5	1,9	-3,7
3° trim.	1,3	-1,1	1,3	-1,1	1,3	1,1	2,6	2,6	-1,8
4° trim.	1,6	-1,4	2,1	-1,7	1,6	1,2	2,6	2,9	-1,3
2003 1° trim.	1,0	0,1	1,3	-3,7	0,9	1,2	1,8	3,2	-0,3

Fonte: Eurostat.

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

Tavola 5.2

Altri indicatori congiunturali ¹⁾

1. Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale	Industria escluse le costruzioni ²⁾									Costruzioni	Industria manifatturiera
		Totale			Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici		
		Indice (dest.) 1995 = 100			Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	2,0	111,4	1,9	2,0	1,9	2,5	1,5	1,4	1,6	0,9	3,9	2,0
2000	4,9	117,4	5,4	5,8	5,8	9,0	2,0	6,2	1,2	1,9	2,1	5,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	0,3	118,0	0,5	0,3	-0,6	1,6	0,3	-1,7	0,7	1,0	0,0	0,4
2002	-0,7	117,3	-0,6	-0,8	0,3	-2,1	-0,8	-5,6	0,2	0,8	-0,2	-0,8
2002 1° trim.	-2,4	116,7	-2,8	-3,4	-2,2	-6,4	-1,4	-7,0	-0,2	1,4	1,7	-3,6
2° trim.	-1,0	117,2	-0,7	-1,0	0,0	-2,2	-1,1	-6,2	0,0	2,1	-0,3	-0,8
3° trim.	-0,2	117,7	0,0	-0,2	1,1	-1,1	-1,2	-4,5	-0,5	1,1	-0,1	-0,1
4° trim.	0,7	117,5	1,2	1,5	2,4	1,3	0,4	-4,4	1,4	-1,3	-1,8	1,5
2003 1° trim.	0,6	117,7	1,1	0,7	1,8	1,0	-1,1	-5,6	-0,2	3,9	-3,5	0,9
2002 giu.	-1,0	117,6	-0,5	-1,0	-0,7	-0,9	-1,9	-5,4	-1,1	3,7	-1,0	-1,0
lug.	0,2	117,8	0,6	0,3	1,4	-0,1	-1,0	-2,3	-0,8	2,1	0,2	0,4
ago.	-0,8	117,6	-0,8	-1,0	-0,1	-1,3	-2,0	-9,3	-0,8	0,8	-0,5	-0,8
set.	-0,1	117,6	0,2	0,0	1,7	-1,9	-0,7	-3,6	0,0	0,5	0,2	0,0
ott.	0,4	117,7	1,2	0,7	1,5	0,2	0,2	-3,8	1,1	3,8	-2,8	0,9
nov.	2,2	118,3	2,7	3,4	4,3	4,0	1,8	-2,2	2,6	-1,5	-0,4	3,4
dic.	-0,5	116,4	-0,5	0,2	1,4	-0,1	-0,9	-7,5	0,4	-5,2	-2,1	0,1
2003 gen.	1,0	117,8	1,2	1,1	2,6	0,9	-1,2	-4,6	-0,5	1,1	1,2	1,0
feb.	1,1	118,3	2,1	1,1	1,4	2,6	-0,8	-5,1	0,1	8,1	-2,7	1,1
mar.	-0,1	117,1	0,2	0,1	1,5	-0,4	-1,5	-7,0	-0,3	2,7	-2,0	0,6
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)									Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti			Prezzi costanti						Migliaia ³⁾ (dest.)	
	Totale		Indice 1995 = 100	Totale		Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari	Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici		
	13	14		15	16					17	18
1999	111,4	3,1	107,3	2,4	2,8	2,3	1,1	2,6	973	5,4	
2000	115,9	4,1	109,7	2,3	2,0	2,2	1,7	4,5	953	-2,1	
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001	121,2	4,2	111,2	1,4	1,5	1,3	1,1	-0,4	968	-0,8	
2002	123,4	1,8	111,6	0,3	0,9	0,0	-1,2	-2,1	926	-4,3	
2002 1° trim.	122,5	2,4	111,5	0,5	0,8	-0,3	-0,3	-2,4	919	-4,3	
2° trim.	123,1	1,7	111,2	-0,1	0,4	0,2	-1,7	-2,3	915	-7,6	
3° trim.	124,0	1,7	112,1	0,7	1,1	0,6	-1,8	-0,8	919	-4,8	
4° trim.	124,1	1,5	111,6	0,1	1,2	-0,4	-1,1	-2,9	952	0,2	
2003 1° trim.	126,1	2,9	112,1	0,6	2,4	0,1	-1,4	-0,2	896	-2,6	
2002 giu.	123,2	1,3	111,1	-0,7	-0,5	-0,3	-1,1	-3,0	928	-7,6	
lug.	123,5	1,5	112,0	1,0	1,0	0,9	0,1	0,2	899	-7,1	
ago.	124,3	2,0	112,5	0,8	1,7	0,4	-0,4	-2,1	925	-4,1	
set.	124,1	1,5	111,7	0,4	0,7	0,5	-5,0	-0,6	931	-2,6	
ott.	124,9	3,3	112,6	2,2	2,1	2,2	4,5	-1,6	930	-3,3	
nov.	123,7	0,7	111,4	-0,6	1,4	-1,5	-5,2	-3,6	944	-1,2	
dic.	123,8	0,4	110,6	-1,2	0,1	-2,0	-2,1	-3,4	982	6,1	
2003 gen.	126,1	3,4	113,2	2,5	4,1	1,5	2,7	-0,1	885	-5,3	
feb.	126,2	2,8	112,3	0,8	2,9	-0,1	-3,7	-0,8	896	-3,5	
mar.	126,0	2,5	110,9	-1,5	0,2	-1,0	-3,1	0,3	906	0,6	
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	874	-3,9

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 21 e 22 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Dati corretti per tener conto del numero dei giorni lavorativi.

2) Scomposizione conforme alla definizione armonizzata delle Principali categorie di prodotti industriali.

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

Tavola 5.3

Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese¹⁾

1. Indice del clima economico, indagini congiunturali sull'industria manifatturiera e sulle famiglie

(saldi percentuali²⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Indice del clima economico ³⁾ (1995 = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		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	
1999	101,4	-7	-16	11	7	82,6	-3	3	-4	11	1
2000	103,8	5	2	4	16	84,4	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2
2002	99,1	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3
2002 1° tr.	99,2	-13	-26	13	-1	81,3	-10	0	-12	28	0
2° tr.	99,5	-10	-24	11	6	81,4	-8	-1	-9	22	-3
3° tr.	99,0	-11	-27	11	4	81,5	-10	-1	-11	26	-3
4° tr.	98,7	-10	-23	10	3	81,5	-14	-3	-15	30	-8
2003 1° tr.	98,2	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2002 mag.	99,7	-9	-23	10	6	-	-8	-1	-8	22	-2
giu.	99,5	-10	-25	12	6	-	-8	0	-8	22	-3
lug.	99,0	-12	-27	11	2	81,2	-10	-1	-10	26	-4
ago.	98,8	-12	-28	10	2	-	-11	-1	-12	27	-4
set.	99,2	-10	-26	12	7	-	-9	-1	-10	24	-2
ott.	99,0	-10	-25	10	6	81,7	-12	-2	-12	27	-7
nov.	98,7	-10	-22	10	3	-	-14	-4	-15	30	-7
dic.	98,5	-10	-22	10	1	-	-16	-4	-19	33	-9
2003 gen.	98,3	-11	-22	9	-1	81,3	-18	-5	-21	36	-9
feb.	98,4	-11	-23	11	2	-	-19	-5	-23	39	-9
mar.	97,8	-12	-26	10	-1	-	-21	-6	-26	42	-9
apr.	98,1	-12	-27	10	0	80,8	-19	-5	-22	40	-9
mag.	98,0	-13	-27	10	-1	-	-20	-4	-23	43	-9

2. Indagini congiunturali nei settori delle costruzioni, delle vendite al dettaglio e dei servizi

(saldi percentuali²⁾, dati destagionalizzati)

	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 prossimi mesi
1999	-10	-17	-2	-7	-7	17	2	27	25	26	31
2000	-5	-13	3	-2	1	17	9	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-7	17	2	15	16	8	20
2002	-20	-28	-12	-16	-23	18	-9	1	-4	-6	13
2002 1° tr.	-16	-23	-9	-16	-22	20	-6	3	3	-14	21
2° tr.	-18	-24	-10	-18	-24	20	-9	5	1	1	14
3° tr.	-23	-32	-14	-17	-23	15	-11	-1	-5	-8	11
4° tr.	-24	-31	-16	-15	-21	16	-8	-4	-13	-4	4
2003 1° tr.	-21	-28	-14	-17	-24	17	-10	-5	-16	-11	11
2002 mag.	-17	-24	-9	-18	-24	21	-8	6	3	1	14
giu.	-18	-25	-11	-18	-23	18	-12	3	-3	1	10
lug.	-21	-31	-10	-17	-23	17	-11	0	-4	-7	10
ago.	-25	-34	-16	-16	-22	14	-12	-2	-4	-12	11
set.	-23	-30	-15	-17	-25	15	-11	0	-6	-5	12
ott.	-23	-32	-14	-16	-21	15	-11	-4	-13	-4	5
nov.	-25	-32	-18	-14	-17	18	-7	-4	-13	-4	5
dic.	-23	-30	-15	-16	-24	16	-7	-5	-13	-4	2
2003 gen.	-22	-29	-15	-19	-29	18	-10	-4	-15	-12	14
feb.	-21	-28	-13	-13	-17	14	-9	-4	-15	-8	10
mar.	-21	-28	-14	-18	-25	18	-12	-7	-17	-13	9
apr.	-21	-28	-14	-17	-24	17	-9	-4	-15	-2	5
mag.	-23	-29	-16	-14	-19	18	-6	-2	-12	0	6

Fonte: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 12.
- 2) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 3) L'indice del clima economico è composto dagli indicatori di fiducia delle imprese industriali, delle famiglie, delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio; al clima di fiducia delle imprese industriali viene attribuito un peso pari al 40 per cento, agli altri pari al 20 per cento.
- 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) subiscono una inversione di segno nel calcolo di tali indicatori.

Tavola 5.4

Indicatori del mercato del lavoro ¹⁾

1. Occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	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, sanità e altri servizi
Pesi sul totale ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,0	25,2	14,2	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	122,335	1,8	1,9	0,9	-1,3	1,0	0,1	2,0	5,3	1,6
1999	124,584	1,8	2,3	-0,6	-2,5	-0,2	1,9	2,3	5,6	1,9
2000	127,346	2,2	2,5	0,8	-1,5	0,6	1,7	3,1	5,8	1,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	133,077	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,4	1,6	3,8	1,3
2002	133,655	0,4	0,6	-0,6	-2,0	-1,2	-1,1	0,7	1,9	1,4
2001 4° tr.	133,466	0,8	1,1	-0,4	-1,3	-0,5	-0,4	1,2	2,9	1,1
2002 1° tr.	133,598	0,7	0,9	-0,3	-2,0	-1,0	-0,8	1,5	2,2	1,4
2° tr.	133,639	0,5	0,7	-0,6	-1,9	-1,2	-1,0	0,9	2,0	1,4
3° tr.	133,638	0,3	0,5	-0,9	-1,8	-1,2	-1,4	0,3	1,7	1,5
4° tr.	133,746	0,2	0,4	-0,6	-2,2	-1,4	-1,3	0,2	1,6	1,4

2. Occupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
			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	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1998	13,270	10,2	10,146	8,9	3,124	20,0	6,445	8,6	6,825	12,5
1999	12,247	9,3	9,431	8,2	2,815	18,0	5,901	7,8	6,345	11,4
2000	11,104	8,4	8,555	7,3	2,549	16,2	5,286	7,0	5,818	10,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	11,062	8,0	8,535	7,0	2,527	15,7	5,313	6,7	5,749	9,7
2002	11,667	8,4	9,061	7,4	2,606	16,3	5,770	7,3	5,897	9,8
2002 1° tr.	11,402	8,2	8,836	7,2	2,566	16,0	5,577	7,0	5,824	9,8
2° tr.	11,603	8,3	8,995	7,3	2,608	16,2	5,724	7,2	5,879	9,8
3° tr.	11,748	8,4	9,130	7,4	2,618	16,3	5,833	7,4	5,915	9,9
4° tr.	11,918	8,5	9,273	7,5	2,645	16,6	5,949	7,5	5,970	9,9
2003 1° tr.	12,211	8,7	9,492	7,7	2,719	17,0	6,117	7,7	6,094	10,1
2002 apr.	11,510	8,3	8,930	7,2	2,580	16,1	5,655	7,1	5,855	9,8
mag.	11,611	8,3	9,009	7,3	2,602	16,2	5,731	7,2	5,880	9,8
giu.	11,689	8,4	9,047	7,3	2,642	16,4	5,787	7,3	5,902	9,8
lug.	11,720	8,4	9,099	7,4	2,621	16,3	5,810	7,3	5,909	9,9
ago.	11,747	8,4	9,128	7,4	2,619	16,3	5,834	7,4	5,913	9,9
set.	11,777	8,5	9,163	7,4	2,614	16,3	5,855	7,4	5,922	9,9
ott.	11,833	8,5	9,213	7,5	2,620	16,4	5,893	7,4	5,940	9,9
nov.	11,923	8,5	9,275	7,5	2,648	16,6	5,951	7,5	5,972	9,9
dic.	11,999	8,6	9,333	7,5	2,666	16,7	6,002	7,6	5,997	10,0
2003 gen.	12,107	8,7	9,410	7,6	2,697	16,9	6,060	7,6	6,047	10,0
feb.	12,215	8,7	9,493	7,7	2,722	17,0	6,122	7,7	6,093	10,1
mar.	12,310	8,8	9,573	7,7	2,737	17,1	6,169	7,7	6,141	10,2
apr.	12,380	8,8	9,637	7,8	2,743	17,1	6,209	7,8	6,171	10,2

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (colonne da 1 a 10), ed Eurostat (colonne da 11 a 20).

- 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) Calcolati sui dati del 2002.
- 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.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Totale		Per settore di attività					
	Indice 1995 = 100		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⁾								
2000	104,3	1,3	1,6	-0,3	2,0	0,0	4,2	1,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	107,2	2,7	3,5	2,0	3,9	1,9	2,7	3,1
2002	109,5	2,1	2,0	0,9	3,1	1,7	2,8	1,4
2001 4° tr.	108,7	3,2	3,4	3,5	3,5	2,8	2,5	3,1
2002 1° tr.	109,1	3,3	6,4	3,1	3,7	2,9	3,4	2,3
2° tr.	109,2	2,1	0,1	0,6	3,0	1,8	2,3	1,5
3° tr.	109,5	1,8	-0,9	0,5	2,8	1,2	2,6	1,2
4° tr.	110,1	1,3	2,5	-0,5	2,9	0,8	2,9	0,5
Redditi per occupato								
2000	110,3	2,6	2,8	3,0	2,7	1,7	3,0	2,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	113,7	2,8	2,7	2,7	2,9	2,8	1,5	3,3
2002	116,6	2,5	3,3	2,9	3,3	2,3	2,2	2,4
2001 4° tr.	114,9	2,9	3,6	2,7	3,6	2,9	1,6	3,7
2002 1° tr.	115,7	3,0	8,4	2,8	4,6	2,6	2,6	3,1
2° tr.	116,2	2,4	1,9	2,9	3,2	2,2	1,6	2,6
3° tr.	116,9	2,4	-0,2	3,1	3,0	2,2	2,0	2,3
4° tr.	117,6	2,3	3,3	3,0	2,5	2,2	2,4	1,8
Produttività del lavoro ²⁾								
2000	105,7	1,3	1,2	3,3	0,6	1,7	-1,1	0,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	106,1	0,1	-0,7	0,8	-1,0	1,0	-1,1	0,1
2002	106,5	0,4	1,3	2,0	0,2	0,6	-0,6	1,0
2001 4° tr.	105,7	-0,3	0,2	-0,8	0,1	0,2	-0,9	0,6
2002 1° tr.	106,0	-0,3	1,9	-0,3	0,9	-0,3	-0,7	0,8
2° tr.	106,4	0,3	1,9	2,2	0,2	0,4	-0,7	1,1
3° tr.	106,8	0,6	0,7	2,6	0,2	1,0	-0,6	1,1
4° tr.	106,8	1,0	0,8	3,6	-0,4	1,4	-0,4	1,2

4. Indicatori di costo orario del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale ³⁾		Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)		
	Indice (dest.) 1995 = 100		Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi
	9	10	11	12	13	14	15
2000	109,9	3,2	3,4	2,3	3,2	3,9	3,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>							
2001	113,7	3,4	3,6	2,7	3,2	4,0	3,2
2002	117,7	3,5	3,6	3,3	3,4	4,1	3,5
2001 4° trim.	115,2	3,4	3,6	2,9	3,0	4,4	3,7
2002 1° trim.	116,3	4,0	4,2	3,4	3,8	5,0	4,0
2° trim.	117,2	3,3	3,3	3,3	3,0	3,7	3,4
3° trim.	118,2	3,4	3,4	3,2	3,2	3,9	3,3
4° trim.	119,2	3,5	3,5	3,4	3,5	3,7	3,2

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (colonne da 1 a 8 e 15) ed Eurostat (colonne da 9 a 14).

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) 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 componenti non sono coerenti con il totale.

6 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento nell'area dell'euro

Tavola 6.1

Investimenti finanziari e fonti di finanziamento dei settori non finanziari ¹⁾

(miliardi di euro; dati non stagionalizzati; dati di fine periodo)

Consistenze

1. Principali attività finanziarie ²⁾

	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro ³⁾
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Amministra- zioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ⁴⁾	
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 1° trim.	4.675,4	318,6	4.075,8	1.239,1	1.464,6	1.306,2	66,0	133,4	147,6	243,9
2° trim.	4.701,4	324,8	4.114,2	1.321,8	1.418,3	1.315,7	58,4	125,0	137,4	242,7
3° trim.	4.712,6	328,3	4.112,8	1.324,6	1.416,5	1.313,1	58,7	133,3	138,2	238,6
4° trim.	4.860,0	350,8	4.215,1	1.370,9	1.457,7	1.323,5	63,0	142,0	152,1	229,7
2000 1° trim.	4.837,8	335,5	4.222,3	1.379,6	1.462,5	1.303,3	76,8	130,2	149,8	260,5
2° trim.	4.894,7	342,0	4.256,9	1.409,7	1.485,7	1.282,6	78,9	146,0	149,8	247,1
3° trim.	4.915,1	339,8	4.266,5	1.396,9	1.524,0	1.263,7	81,9	159,2	149,5	253,9
4° trim.	5.030,6	348,4	4.361,6	1.464,4	1.542,4	1.269,1	85,6	164,5	156,1	230,1
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	5.138,1	336,3	4.494,1	1.446,1	1.620,9	1.314,6	112,6	150,3	157,4	259,6
2° trim.	5.236,0	333,0	4.579,2	1.526,1	1.616,7	1.321,1	115,3	165,5	158,3	268,8
3° trim.	5.224,7	309,6	4.609,0	1.547,9	1.605,2	1.333,7	122,2	147,8	158,2	265,6
4° trim.	5.363,6	239,7	4.816,3	1.690,3	1.613,0	1.396,3	116,7	139,0	168,5	297,7
2002 1° trim.	5.363,9	254,3	4.774,3	1.637,4	1.604,8	1.413,0	119,1	157,5	177,8	300,5
2° trim.	5.447,5	285,8	4.827,6	1.703,6	1.593,8	1.412,5	117,6	155,0	179,1	277,7
3° trim.	5.460,8	306,7	4.827,4	1.699,6	1.585,8	1.423,3	118,8	146,3	180,3	289,0
4° trim.	5.630,8	341,2	4.964,8	1.790,2	1.593,2	1.469,6	111,9	136,4	188,4	.
2003 1° trim.	.	327,1	4.946,6	1.759,1	1.572,7	1.509,3	105,5	170,9	.	.

	Titoli non azionari			Azioni ⁵⁾				Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
1999 1° trim.	1.575,5	154,1	1.421,3	4.044,3	2.425,8	1.618,5	194,9	2.686,3	2.403,5	282,8
2° trim.	1.488,2	144,3	1.343,9	4.166,4	2.448,9	1.717,5	211,4	2.755,8	2.468,9	286,9
3° trim.	1.493,6	133,1	1.360,5	4.083,1	2.358,2	1.724,9	210,0	2.798,0	2.507,2	290,8
4° trim.	1.559,2	166,3	1.392,9	4.823,8	3.003,8	1.819,9	204,2	2.943,1	2.649,0	294,1
2000 1° trim.	1.549,0	174,3	1.374,7	4.888,8	2.970,4	1.918,4	214,9	3.061,4	2.760,6	300,8
2° trim.	1.580,2	180,4	1.399,8	4.801,1	2.908,8	1.892,2	204,6	3.108,1	2.803,5	304,7
3° trim.	1.663,0	198,7	1.464,3	4.843,9	2.938,4	1.905,5	204,1	3.163,0	2.854,5	308,5
4° trim.	1.746,1	216,6	1.529,5	4.867,5	3.009,2	1.858,3	200,1	3.192,8	2.885,3	307,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	1.855,1	276,4	1.578,7	4.544,8	2.725,2	1.819,6	224,0	3.243,6	2.930,1	313,4
2° trim.	1.852,4	237,0	1.615,5	4.513,4	2.664,6	1.848,8	232,3	3.302,4	2.986,8	315,7
3° trim.	1.887,0	233,4	1.653,6	4.023,8	2.296,2	1.727,7	253,1	3.277,6	2.958,2	319,4
4° trim.	1.917,7	225,0	1.692,7	4.375,8	2.553,2	1.822,5	260,1	3.370,8	3.050,1	320,7
2002 1° trim.	1.974,9	265,7	1.709,2	4.464,3	2.610,2	1.854,2	290,7	3.406,3	3.076,6	329,7
2° trim.	1.996,5	229,7	1.766,8	4.078,9	2.321,8	1.757,1	292,8	3.425,4	3.091,9	333,5
3° trim.	2.045,6	253,5	1.792,0	3.472,4	1.753,5	1.718,9	309,9	3.452,1	3.115,5	336,6
4° trim.	2.071,0	255,4	1.815,5	3.478,9	1.777,2	1.701,7	308,1	3.506,0	3.168,2	337,8
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: BCE.

- 1) I settori non finanziari comprendono: le Amministrazioni pubbliche (S13), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).
- 2) La classificazione comprende la maggior parte delle categorie di attività e passività finanziaria previste dal SEC 95. Non sono compresi: strumenti finanziari derivati, prestiti concessi da Amministrazioni pubbliche e società non finanziarie, azioni non quotate e altre partecipazioni, altri conti attivi e passivi.
- 3) Basato sulle statistiche bancarie internazionali della BRI. La definizione di "banca" nelle statistiche della BRI è analoga a quella di IFM.
- 4) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123) e società di assicurazione e fondi pensione (S125).
- 5) Escluse le azioni non quotate.

2. Principali passività ¹⁾

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro a:											Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari ²⁾
	Totale	Concessi da IFM dell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ³⁾			
			Totale	A breve termine	A lungo termine ⁴⁾	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	
1999 1° trim.	6.250,2	5.682,6	900,5	36,0	864,5	2.590,9	919,8	1.671,1	2.758,8	250,5	2.508,4	156,8
2° trim.	6.413,8	5.817,3	897,9	38,6	859,3	2.682,9	962,5	1.720,4	2.833,0	254,2	2.578,8	183,3
3° trim.	6.481,7	5.886,4	883,1	37,5	845,5	2.697,9	942,0	1.755,9	2.900,8	253,9	2.646,8	191,4
4° trim.	6.654,3	6.039,0	898,5	41,7	856,7	2.789,7	977,8	1.811,9	2.966,1	262,2	2.703,9	201,4
2000 1° trim.	6.799,2	6.155,9	889,1	40,8	848,3	2.888,2	1.036,0	1.852,3	3.021,9	263,6	2.758,2	221,1
2° trim.	6.946,5	6.261,7	884,0	41,6	842,3	2.987,7	1.088,0	1.899,7	3.074,9	272,3	2.802,6	219,7
3° trim.	7.091,7	6.379,2	864,5	39,6	825,0	3.095,7	1.149,7	1.946,0	3.131,5	273,9	2.857,6	252,3
4° trim.	7.255,3	6.500,0	880,3	41,7	838,6	3.194,4	1.165,2	2.029,2	3.180,6	278,9	2.901,7	245,2
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001 1° trim.	7.452,7	6.671,1	896,3	41,8	854,5	3.321,6	1.243,2	2.078,4	3.234,8	278,6	2.956,2	257,3
2° trim.	7.558,0	6.761,6	880,4	42,1	838,3	3.393,3	1.265,5	2.127,8	3.284,3	284,6	2.999,7	279,2
3° trim.	7.629,9	6.804,6	874,2	45,1	829,1	3.433,6	1.243,6	2.190,1	3.322,1	280,1	3.042,0	249,7
4° trim.	7.749,0	6.897,1	901,3	50,6	850,7	3.474,0	1.226,7	2.247,2	3.373,7	281,5	3.092,3	268,7
2002 1° trim.	7.823,2	6.959,9	905,6	53,3	852,3	3.508,8	1.223,1	2.285,8	3.408,8	277,1	3.131,7	285,5
2° trim.	7.907,3	7.017,0	878,5	53,5	825,0	3.549,0	1.207,9	2.341,1	3.479,8	287,8	3.192,1	252,1
3° trim.	7.946,9	7.052,4	869,6	54,8	814,8	3.554,6	1.189,6	2.365,1	3.522,7	283,8	3.238,9	247,6
4° trim.	8.066,1	7.131,3	884,6	60,7	823,9	3.597,7	1.172,7	2.425,0	3.583,8	289,2	3.294,6	.
2003 1° trim.	.	7.172,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Titoli non azionari emessi da:							Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie					
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine			
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1999 1° trim.	3.967,8	3.634,9	465,8	3.169,1	333,0	64,3	268,7	2.966,8	146,9	219,6
2° trim.	3.952,9	3.612,1	458,2	3.153,8	340,8	66,6	274,2	3.088,9	136,6	221,9
3° trim.	3.931,9	3.577,4	448,1	3.129,2	354,6	75,0	279,6	3.014,3	137,6	224,2
4° trim.	3.898,3	3.533,3	419,7	3.113,6	364,9	78,3	286,7	4.194,6	149,8	226,5
2000 1° trim.	3.953,7	3.586,0	425,1	3.160,9	367,7	78,8	289,0	4.534,3	147,6	228,4
2° trim.	3.987,5	3.607,7	425,6	3.182,1	379,8	88,9	290,9	4.379,4	147,6	230,2
3° trim.	4.020,2	3.621,0	422,0	3.199,0	399,2	95,6	303,6	4.221,0	147,2	232,1
4° trim.	4.066,7	3.647,8	400,5	3.247,2	418,9	101,1	317,9	4.068,3	153,7	233,9
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	4.243,5	3.787,5	429,8	3.357,7	456,0	112,1	343,9	3.720,8	154,7	236,1
2° trim.	4.292,7	3.811,8	441,6	3.370,2	481,0	123,1	357,9	3.678,3	155,2	238,3
3° trim.	4.377,7	3.879,7	450,3	3.429,4	498,1	137,1	360,9	3.033,6	155,4	240,5
4° trim.	4.389,9	3.874,6	434,3	3.440,3	515,3	136,0	379,4	3.526,9	165,5	241,4
2002 1° trim.	4.445,7	3.925,5	446,7	3.478,7	520,2	141,3	378,9	3.546,2	174,8	243,8
2° trim.	4.535,9	4.021,6	481,7	3.539,9	514,2	126,9	387,3	3.034,8	176,1	246,2
3° trim.	4.647,4	4.119,3	480,0	3.639,3	528,0	134,4	393,6	2.288,9	177,2	248,6
4° trim.	4.655,7	4.124,5	480,1	3.644,4	531,2	140,6	390,5	2.396,2	185,2	251,1
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2.135,1	.	.

Fonte: BCE.

- 1) La classificazione comprende la maggior parte delle categorie di attività e passività finanziaria previste dal SEC 95. Non sono compresi: strumenti finanziari derivati, prestiti concessi da Amministrazioni pubbliche e società non finanziarie, azioni non quotate e altre partecipazioni, altri conti attivi e passivi.
- 2) Basato sulle statistiche bancarie internazionali della BRI. La definizione di "banca" nelle statistiche della BRI è analoga a quella di IFM.
- 3) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 4) Comprende tutti i prestiti concessi alle Amministrazioni centrali dalle IFM dell'area dell'euro.

Tavola 6.1 (segue)
Investimenti finanziari e fonti di finanziamento dei settori non finanziari ¹⁾
(miliardi di euro; dati non stagionalizzati; dati di fine periodo)
Transazioni
1. Principali attività finanziarie ²⁾

	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro ³⁾	
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Amministra- zioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ⁴⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999 1° trim.	-0,2	-5,2	2,4	-12,6	0,7	26,9	-12,5	-4,2	6,8	23,4	
2° trim.	21,5	6,2	33,9	81,3	-49,1	9,3	-7,6	-8,4	-10,2	-4,3	
3° trim.	12,6	3,5	0,0	3,5	-1,2	-2,6	0,3	8,3	0,9	-2,8	
4° trim.	137,7	22,3	94,2	44,2	35,7	10,2	4,2	8,7	12,5	-14,2	
2000 1° trim.	-29,9	-15,3	-0,4	6,1	0,3	-20,5	13,7	-11,9	-2,2	26,1	
2° trim.	52,4	6,7	30,0	31,9	17,8	-21,8	2,1	15,8	0,0	-12,8	
3° trim.	5,2	-2,2	-5,5	-17,4	27,7	-18,7	2,9	13,3	-0,3	-1,7	
4° trim.	129,9	8,6	109,5	71,5	28,3	5,8	3,8	5,3	6,6	-16,7	
				<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>							
2001 1° trim.	86,5	-19,8	120,6	-23,8	72,6	44,9	26,9	-15,6	1,2	13,6	
2° trim.	94,7	-3,3	81,8	77,1	-4,3	6,3	2,7	15,1	0,9	4,8	
3° trim.	7,1	-23,4	48,3	25,4	3,0	13,0	7,0	-17,7	-0,1	3,4	
4° trim.	141,5	-69,9	209,9	142,3	10,6	62,5	-5,4	-8,8	10,3	12,2	
2002 1° trim.	2,7	14,6	-40,2	-53,4	-4,1	14,9	2,3	19,0	9,3	1,9	
2° trim.	103,6	31,5	73,2	72,2	0,9	1,7	-1,7	-2,5	1,3	-9,2	
3° trim.	10,2	20,9	0,6	-4,4	-7,3	10,6	1,7	-12,5	1,2	9,1	
4° trim.	169,0	34,5	136,3	83,8	12,8	46,6	-6,9	-9,9	8,1	.	
2003 1° trim.	.	7,6	-15,8	-28,9	-20,6	40,0	-6,4	28,9	.	.	

	Titoli non azionari			Azioni ⁵⁾				Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
											11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1999 1° trim.	52,6	4,3	48,3	105,3	1,7	103,5	4,3	63,9	58,1	5,8	
2° trim.	-41,1	-12,2	-28,9	152,2	67,5	84,7	15,6	53,2	49,0	4,2	
3° trim.	-1,7	-12,5	10,8	87,6	47,5	40,1	-2,0	56,0	51,9	4,1	
4° trim.	67,8	32,1	35,7	-17,5	13,5	-31,0	-12,6	74,3	70,9	3,5	
2000 1° trim.	5,7	19,9	-14,2	-16,9	-64,8	47,8	13,5	80,6	73,8	6,8	
2° trim.	42,6	5,3	37,3	67,8	48,5	19,3	-7,2	56,9	53,0	3,9	
3° trim.	75,7	21,3	54,4	105,8	98,2	7,6	-1,2	57,0	53,0	3,9	
4° trim.	17,6	6,7	10,9	179,6	141,1	38,5	-5,0	60,4	61,4	-1,0	
				<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>							
2001 1° trim.	100,0	60,5	39,5	45,1	-2,2	47,3	22,1	61,9	56,0	5,9	
2° trim.	-2,3	-34,1	31,9	41,0	34,4	6,6	3,4	56,6	54,3	2,2	
3° trim.	31,9	-4,3	36,3	57,5	31,1	26,4	14,1	51,8	48,1	3,8	
4° trim.	3,3	-12,9	16,2	-0,7	-24,4	23,6	3,0	60,2	58,9	1,3	
2002 1° trim.	63,4	36,5	26,9	47,5	5,0	42,5	26,4	70,2	61,1	9,1	
2° trim.	-10,0	-42,2	32,2	25,2	12,2	13,1	-1,5	51,4	47,6	3,7	
3° trim.	38,9	24,9	14,0	45,2	21,7	23,5	13,6	51,4	48,2	3,2	
4° trim.	-2,5	-6,5	4,1	-34,9	-45,5	10,6	-4,3	57,2	56,0	1,2	
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: BCE.

- 1) I settori non finanziari comprendono: le Amministrazioni pubbliche (S13), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).
- 2) La classificazione comprende la maggior parte delle categorie di attività e passività finanziaria previste dal SEC 95. Non sono compresi: strumenti finanziari derivati, prestiti concessi da Amministrazioni pubbliche e società non finanziarie, azioni non quotate e altre partecipazioni, altri conti attivi e passivi.
- 3) Basato sulle statistiche bancarie internazionali della BRI. La definizione di "banca" nelle statistiche della BRI è analoga a quella di IFM.
- 4) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123) e società di assicurazione e fondi pensione (S125).
- 5) Escluse le azioni non quotate.

2. Principali passività ¹⁾

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro a:											Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari ²⁾
	Totale	Concessi da IFM dell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ³⁾			
			Totale	A breve termine	A lungo termine ⁴⁾	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	
1999 1° trim.	141,2	127,3	-8,6	0,1	-8,8	47,9	34,9	13,1	101,9	15,0	86,9	1,7
2° trim.	162,3	133,1	-4,1	2,7	-6,7	89,3	41,0	48,4	77,0	3,8	73,2	23,9
3° trim.	70,5	71,5	-14,7	-1,1	-13,6	17,4	-16,7	34,1	67,7	-0,3	68,1	8,4
4° trim.	171,2	146,3	15,0	4,2	10,9	87,9	33,6	54,2	68,3	8,4	59,9	-7,0
2000 1° trim.	141,4	108,8	-7,9	-0,9	-7,0	91,3	54,7	36,6	58,0	1,5	56,5	15,1
2° trim.	162,9	118,4	-5,5	0,9	-6,4	112,6	61,5	51,0	55,8	9,7	46,1	-0,8
3° trim.	132,8	91,6	-15,8	-2,1	-13,7	96,8	53,4	43,5	51,7	-0,1	51,8	23,2
4° trim.	188,0	140,2	16,1	2,2	13,9	119,3	20,2	99,0	52,7	5,3	47,4	1,9
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001 1° trim.	156,4	137,2	-3,6	-0,5	-3,2	106,8	67,0	39,8	53,2	-0,3	53,6	9,2
2° trim.	109,2	88,0	-16,2	0,3	-16,5	68,3	20,7	47,6	57,1	6,0	51,1	16,8
3° trim.	88,5	57,9	-5,7	2,9	-8,7	55,3	-15,9	71,2	38,9	-4,2	43,1	-21,4
4° trim.	118,6	92,4	26,2	5,5	20,8	40,5	-19,1	59,6	51,8	1,4	50,4	4,2
2002 1° trim.	74,9	61,9	4,2	2,7	1,5	28,9	-5,8	34,7	41,8	-4,9	46,7	15,8
2° trim.	103,3	83,0	-25,6	0,2	-25,8	58,3	-3,9	62,2	70,5	10,9	59,6	-18,2
3° trim.	38,3	34,2	-9,1	1,3	-10,4	1,6	-17,6	19,2	45,8	-4,0	49,8	-6,1
4° trim.	134,4	98,7	15,8	5,9	9,9	53,0	-11,9	64,9	65,6	6,3	59,3	.
2003 1° trim.	.	60,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Titoli non azionari emessi da:							Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie					
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine			
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1999 1° trim.	74,0	60,6	1,2	59,4	13,4	10,4	3,0	10,9	6,6	2,8
2° trim.	39,0	29,0	-7,7	36,7	10,0	2,3	7,8	34,7	-10,3	2,8
3° trim.	56,5	38,6	-10,0	48,6	17,9	8,2	9,7	34,7	1,0	2,8
4° trim.	-12,2	-19,8	-27,9	8,1	7,6	3,4	4,1	42,1	12,1	2,8
2000 1° trim.	62,0	61,0	10,9	50,1	1,0	0,5	0,5	20,7	-2,2	2,8
2° trim.	38,9	23,5	-1,3	24,8	15,4	10,2	5,2	28,9	0,0	2,8
3° trim.	48,8	25,8	-2,3	28,1	23,0	7,0	16,0	68,8	-0,4	2,8
4° trim.	-0,7	-20,2	-27,4	7,2	19,6	6,5	13,1	55,0	6,4	2,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	75,1	37,8	32,5	5,3	37,3	11,5	25,8	52,4	1,1	3,1
2° trim.	85,1	59,4	10,7	48,6	25,7	11,6	14,1	45,0	0,4	3,1
3° trim.	47,9	29,6	8,8	20,8	18,3	13,9	4,3	10,2	0,2	3,1
4° trim.	7,1	-8,5	-22,2	13,8	15,6	-1,8	17,4	7,3	10,1	1,8
2002 1° trim.	102,6	93,0	21,7	71,3	9,7	5,6	4,1	9,4	9,3	3,3
2° trim.	59,7	62,0	33,9	28,1	-2,3	-15,2	12,9	4,7	1,3	3,3
3° trim.	56,5	46,0	-0,9	46,9	10,4	7,7	2,8	-0,3	1,1	3,8
4° trim.	2,3	-0,7	-8,4	7,7	3,0	6,1	-3,2	-6,1	8,1	2,5
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonte: BCE.

- 1) La classificazione comprende la maggior parte delle categorie di attività e passività finanziaria previste dal SEC 95. Non sono compresi: strumenti finanziari derivati, prestiti concessi da Amministrazioni pubbliche e società non finanziarie, azioni non quotate e altre partecipazioni, altri conti attivi e passivi.
- 2) Basato sulle statistiche bancarie internazionali della BRI. La definizione di "banca" nelle statistiche della BRI è analoga a quella di IFM.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 4) Comprende tutti i prestiti concessi alle Amministrazioni centrali dalle IFM dell'area dell'euro.

Tavola 6.2

Investimenti finanziari e finanziamento delle società di assicurazione e dei fondi pensione

(miliardi di euro; dati di fine periodo non destagionalizzati)

Consistenze

	Principali attività finanziarie ¹⁾										
	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 1° tr.	426,0	32,1	380,1	3,0	10,8	323,3	42,6	280,8	1.007,1	37,1	970,1
2° tr.	430,9	36,4	380,5	3,3	10,7	321,7	42,5	279,2	1.020,5	35,7	984,8
3° tr.	436,6	32,0	389,8	3,3	11,5	313,6	41,3	272,3	1.032,2	35,1	997,1
4° tr.	447,5	32,2	400,3	3,3	11,7	313,6	41,1	272,5	1.035,2	38,5	996,7
2000 1° tr.	458,9	35,4	407,1	3,2	13,1	317,1	45,1	272,0	1.068,3	45,2	1.023,1
2° tr.	460,8	34,6	411,1	3,5	11,6	316,1	46,5	269,6	1.089,6	46,4	1.043,2
3° tr.	464,6	34,1	413,8	3,7	12,9	317,3	47,1	270,2	1.089,1	46,1	1.043,1
4° tr.	477,6	40,6	418,5	3,2	15,3	311,6	50,5	261,1	1.085,3	40,4	1.044,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001 1° tr.	483,8	38,2	423,3	3,5	18,8	310,4	50,8	259,6	1.120,7	41,8	1.078,9
2° tr.	486,3	41,4	424,2	3,8	16,9	315,4	53,6	261,8	1.130,6	43,9	1.086,7
3° tr.	487,8	39,3	426,9	3,8	17,9	313,8	53,1	260,8	1.149,3	44,4	1.104,9
4° tr.	495,4	48,0	427,5	3,4	16,4	316,3	55,8	260,5	1.185,1	44,2	1.140,9
2002 1° tr.	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	328,3	56,1	272,2	1.236,2	54,2	1.182,0
2° tr.	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	332,6	60,6	272,0	1.223,0	40,9	1.182,2
3° tr.	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	330,4	61,6	268,9	1.280,4	51,1	1.229,3
4° tr.	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	327,1	60,5	266,7	1.297,9	53,9	1.243,9
2003 1° tr.	535,2	59,5	453,8	3,7	18,2	.	.	.	.	.	.

	Principali attività finanziarie ¹⁾					Principali passività ¹⁾						
	Azioni ²⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari		Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
					12			13	14				15	16	17	18	19	20	21	22	23
1999 1° tr.	932,3	538,9	393,4	33,7	70,1	49,8	36,1	1,6	293,1	2.444,6	2.124,0	320,6
2° tr.	1.002,0	580,7	421,2	36,6	71,3	54,4	40,4	3,8	279,7	2.512,0	2.186,4	325,6
3° tr.	1.012,3	586,2	426,1	33,7	72,5	56,4	41,9	4,5	272,1	2.552,7	2.222,0	330,7
4° tr.	1.232,6	719,5	513,1	33,4	75,5	44,1	29,6	4,5	332,4	2.697,0	2.359,8	337,2
2000 1° tr.	1.348,0	777,2	570,8	37,1	78,0	52,3	37,1	5,1	363,4	2.814,4	2.467,5	346,8
2° tr.	1.362,7	771,2	591,5	40,6	78,9	54,2	38,8	5,1	332,2	2.859,4	2.508,1	351,3
3° tr.	1.411,5	796,8	614,6	37,4	80,0	49,0	33,1	7,9	358,9	2.912,7	2.556,8	355,9
4° tr.	1.331,3	726,6	604,7	36,9	78,4	47,3	31,5	9,1	326,3	2.938,1	2.582,4	355,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001 1° tr.	1.326,7	730,2	596,6	44,8	80,8	51,3	36,4	9,1	311,8	2.988,0	2.623,6	364,4
2° tr.	1.364,7	757,0	607,6	46,5	81,7	51,2	36,2	9,6	315,6	3.045,4	2.678,1	367,3
3° tr.	1.232,2	666,4	565,9	45,9	83,6	52,2	37,4	9,6	221,5	3.021,4	2.648,1	373,3
4° tr.	1.331,8	723,8	608,0	46,0	92,2	48,5	34,9	10,0	234,7	3.118,2	2.730,3	387,9
2002 1° tr.	1.418,6	793,9	624,7	47,5	96,5	54,5	38,9	10,2	257,0	3.155,5	2.753,0	402,5
2° tr.	1.299,3	699,9	599,4	50,1	97,4	59,2	42,5	10,5	226,5	3.172,9	2.765,9	407,0
3° tr.	1.150,7	585,8	564,9	48,7	98,7	63,3	42,1	10,6	127,2	3.198,8	2.786,3	412,4
4° tr.	1.183,1	608,2	574,9	52,8	98,9	48,1	33,0	10,6	113,3	3.251,9	2.838,5	413,4
2003 1° tr.	.	.	.	.	.	.	42,1	.	.	.	.	.

Fonte: BCE.

1) La classificazione comprende la maggior parte delle categorie di attività e passività finanziaria previste dal SEC 95. Non sono compresi: strumenti finanziari derivati, prestiti concessi da amministrazioni pubbliche e società non finanziarie, azioni non quotate e altre partecipazioni, altri conti attivi e passivi.

2) Escluse le azioni non quotate.

Transazioni

	Principali attività finanziarie ¹⁾										
	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 1° tr.	18,4	3,9	12,6	1,1	0,7	2,1	1,3	0,8	27,0	0,8	26,2
2° tr.	4,8	4,3	0,4	0,3	-0,2	-1,7	-0,1	-1,6	18,9	-1,5	20,4
3° tr.	5,8	-4,4	9,3	0,0	0,8	-8,4	-1,2	-7,2	20,5	-0,3	20,8
4° tr.	10,5	0,2	10,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,2	3,2	2,7	0,5
2000 1° tr.	11,4	3,2	6,8	0,0	1,4	3,8	4,1	-0,2	33,2	7,3	25,9
2° tr.	1,9	0,3	2,8	0,3	-1,5	-0,7	1,3	-2,0	17,9	1,0	16,8
3° tr.	1,2	-0,7	0,4	0,2	1,3	1,4	0,7	0,7	5,2	-0,2	5,4
4° tr.	13,0	6,5	4,6	-0,5	2,4	-5,5	3,1	-8,6	-11,1	-6,5	-4,6
	<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° tr.	6,2	-2,5	4,8	0,3	3,5	-1,2	0,3	-1,5	21,5	1,3	20,2
2° tr.	2,8	3,4	1,0	0,3	-1,9	5,0	2,9	2,2	17,3	2,1	15,1
3° tr.	1,5	-2,1	2,7	-0,1	1,0	-1,6	-0,6	-1,0	28,8	0,5	28,3
4° tr.	7,6	8,8	0,6	-0,3	-1,4	3,7	2,7	1,0	23,2	-0,7	23,9
2002 1° tr.	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	12,4	0,9	11,4	57,2	10,3	46,9
2° tr.	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,1	5,1	0,0	-15,4	-12,9	-2,5
3° tr.	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	-1,5	1,6	-3,1	33,4	10,2	23,2
4° tr.	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	-2,7	-0,5	-2,2	16,1	1,8	14,3
2003 1° tr.	11,6	3,7	7,4	0,2	0,4	.	.	.	.	.	.

	Principali attività finanziarie ¹⁾						Principali passività ¹⁾					
	Azioni ²⁾				Riserve premi e riserve sinistri	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari		Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
					12			13	14				15	16	17	18	19	20	21	22	23
1999 1° tr.	20,9	5,4	15,5	5,5	2,1	9,5	9,0	-0,4	0,4	62,7	54,5	8,2
2° tr.	23,2	12,6	10,6	3,0	1,2	4,3	4,3	1,8	0,3	50,8	45,7	5,2
3° tr.	14,9	11,8	3,1	-2,8	1,3	1,7	1,5	0,4	0,2	53,8	48,6	5,2
4° tr.	51,2	11,6	39,6	-0,3	3,0	-12,6	-12,4	0,6	-0,4	73,4	66,8	6,7
2000 1° tr.	46,1	8,9	37,3	4,4	2,4	8,2	7,5	0,5	0,7	78,7	69,0	9,7
2° tr.	32,5	7,7	24,8	3,4	0,9	1,9	1,7	0,0	1,9	54,2	49,7	4,5
3° tr.	35,7	18,2	17,5	-3,2	1,1	-5,2	-5,7	2,7	0,2	54,5	49,8	4,7
4° tr.	14,4	0,0	14,4	-0,5	-1,6	-1,7	-1,6	1,0	0,1	57,7	57,8	-0,1
	<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001 1° tr.	47,9	30,3	17,6	8,2	2,4	3,9	4,9	0,0	-0,9	59,7	51,0	8,7
2° tr.	16,7	13,3	3,4	1,3	0,9	0,0	-0,2	0,6	-1,0	54,2	51,3	2,9
3° tr.	24,6	20,7	3,9	-0,7	1,9	1,2	1,5	0,1	4,0	51,2	45,1	6,0
4° tr.	36,3	9,7	26,6	0,0	8,6	-3,8	-2,5	0,5	0,6	70,2	55,6	14,6
2002 1° tr.	31,3	16,0	15,3	1,5	4,3	6,0	3,9	0,1	0,2	71,2	56,6	14,6
2° tr.	21,3	8,8	12,5	2,6	1,0	4,4	3,3	0,2	0,2	48,0	43,5	4,5
3° tr.	7,9	8,2	-0,3	-1,4	1,3	1,9	-2,5	-0,1	0,0	49,0	43,6	5,4
4° tr.	14,2	-4,7	18,9	4,1	0,2	-15,2	-9,2	0,1	0,5	53,8	52,8	1,0
2003 1° tr.	.	.	.	.	.	.	10,9	.	.	.	.	.

Fonte: BCE.

1) La classificazione comprende la maggior parte delle categorie di attività e passività finanziaria previste dal SEC 95. Non sono compresi: strumenti finanziari derivati, prestiti concessi da amministrazioni pubbliche e società non finanziarie, azioni non quotate e altre partecipazioni, altri conti attivi e passivi.

2) Escluse le azioni non quotate.

Tavola 6.3

Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento ¹⁾

(miliardi di euro se non diversamente indicato)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro ²⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ³⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ⁴⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	368,4	1.093,3	-751,7	26,6	0,1	1.600,8	0,7	500,7	223,0	422,0	164,5	202,6	87,4
1996	340,9	1.122,7	-783,9	1,7	0,4	1.730,1	-3,0	396,2	398,1	383,0	315,0	195,5	45,4
1997	353,2	1.139,5	-797,1	10,8	0,1	1.917,6	-0,2	394,4	332,3	449,9	485,6	223,7	32,0
1998	412,5	1.203,6	-823,6	32,3	0,2	2.369,3	11,0	430,7	360,9	523,1	816,1	216,0	11,5
1999	448,0	1.291,8	-863,7	19,7	0,1	3.034,4	1,3	557,7	435,9	880,8	905,0	255,1	-1,2
2000	487,1	1.389,0	-913,1	27,8	-16,6	2.764,0	1,3	350,0	241,4	796,0	1.120,9	257,7	-3,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	456,1	1.437,3	-973,6	-8,3	0,7	2.544,0	-0,5	587,6	405,3	705,3	597,2	238,3	10,7

	Variazione della ricchezza netta ⁶⁾				Variazione netta delle passività							
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ⁴⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
1995	413,0	1.159,8	-751,7	5,0	1.556,1	495,4	277,7	437,2	139,8	206,0		
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.660,3	472,3	378,2	335,3	278,2	196,3		
1997	456,1	1.241,8	-797,1	11,4	1.814,7	511,6	319,0	378,6	375,6	229,9		
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.295,4	648,4	324,2	465,5	635,7	221,5		
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	2.984,1	929,3	496,2	736,2	557,7	264,7		
2000	514,3	1.419,4	-913,1	8,0	2.736,8	531,4	414,0	808,8	725,6	257,1		
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	483,6	1.449,4	-973,6	7,7	2.516,5	676,1	476,7	579,8	533,4	250,5		

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁶⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ⁴⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Titoli non azionari ⁴⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	155,0	569,8	-438,7	255,4	34,7	10,1	40,0	64,7	270,4	531,1	140,0	-87,3	126,0	90,6
1996	136,3	589,4	-454,8	267,3	54,2	-12,9	55,1	87,5	126,2	538,1	277,3	7,0	143,8	119,0
1997	157,5	615,2	-469,3	245,3	25,3	-13,6	46,3	95,9	113,6	546,1	289,2	12,1	154,5	113,0
1998	202,4	660,3	-487,9	433,5	54,9	-6,9	96,6	200,9	150,6	590,3	485,3	23,8	252,7	198,2
1999	221,6	708,2	-508,8	613,5	28,4	87,0	169,8	308,3	111,8	571,6	723,3	48,9	422,1	235,7
2000	319,2	774,4	-543,2	817,4	70,3	93,8	167,9	425,7	94,0	591,0	1.042,6	58,9	546,8	429,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	216,9	798,9	-577,3	594,9	83,0	73,5	137,8	225,9	69,4	594,2	742,4	96,9	324,3	309,2

3. Famiglie ⁷⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁶⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ⁴⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁸⁾
1995	167,8	351,6	-186,4	394,5	190,1	82,5	0,8	180,1	425,5	606,7	136,9	135,8	3.604,5	16,8
1996	164,4	361,8	-198,9	433,4	146,6	22,7	94,4	190,9	436,4	620,1	161,3	160,1	3.762,9	16,5
1997	160,2	353,7	-194,7	422,1	70,4	-18,3	195,0	217,4	413,8	589,1	168,5	167,1	3.789,7	15,5
1998	168,9	363,7	-198,1	427,5	95,7	-117,6	289,6	210,9	401,1	568,0	195,4	194,0	3.898,9	14,6
1999	177,5	392,5	-212,5	456,2	118,2	-15,8	196,7	241,6	386,8	555,6	246,9	245,4	4.062,6	13,7
2000	185,8	413,0	-219,9	403,1	53,1	35,1	134,2	251,7	383,5	561,5	205,5	203,8	4.236,1	13,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	181,2	422,6	-239,6	404,5	179,5	50,0	59,0	226,2	415,9	612,1	169,8	167,9	4.531,2	13,5

Fonte: BCE.

1) Dati non consolidati.

2) La voce "tutti i settori" include le Amministrazioni pubbliche (S13), le società non finanziarie (S11), le società finanziarie (S12) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).

3) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.

4) Esclusi i prodotti finanziari derivati.

5) Prodotti finanziari derivati, altri conti attivi e passivi e discrepanza statistica.

6) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.

7) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

8) Risparmio lordo in percentuale del reddito disponibile.

7 Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area

Tavola 7.1

Entrate, spese e disavanzo / avanzo ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale	Imposte in conto capitale	Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Famiglie	Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	48,0	47,5	12,1	9,8	2,0	13,2	0,8	17,5	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,1
1994	47,6	47,1	11,6	9,3	1,9	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,5	0,4	0,2	42,8
1995	47,2	46,6	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,5	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	12,0	9,4	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3
1997	48,3	47,6	12,2	9,3	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,7	0,4	43,7
1998	47,7	47,2	12,4	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,3
1999	48,2	47,7	12,8	9,8	2,6	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,8
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	47,1	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,8
2002	46,6	46,0	12,1	9,5	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,6	0,3	42,3

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	Per memoria: spese primarie ⁴⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali ³⁾	Sussidi						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	53,7	49,2	11,6	5,1	5,9	26,6	22,9	2,5	0,6	4,6	3,1	1,6	0,1	47,9
1994	52,7	48,3	11,3	5,0	5,5	26,5	23,0	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	47,2
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,7	26,1	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,5
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,6	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,2	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,8
1998	50,0	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,3
1999	49,5	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,3
2000	48,7	44,8	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	48,7	44,6	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,2	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,8	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	4,0	2,4	1,6	0,0	45,1

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

	Disavanzo (-) / avanzo (+)					Disavanzo (-) / avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁶⁾							
	Totale	Amministrazione centrale	Amministrazioni statali ⁵⁾	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
1993	-5,7	-5,0	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	21,2	11,6	5,1	5,0	2,0	-2,5	9,0	12,2
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,8	11,3	5,0	5,1	1,9	-2,5	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,5	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	-2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,4	11,0	4,7	5,1	1,9	-2,5	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,3	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,4	8,1	11,9
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	-1,6	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,3	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,5	20,3	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,3	8,1	12,2

4. Area dell'euro: disavanzo (-) / avanzo (+) ⁷⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	-0,5	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,3	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,0
2000	0,1	1,1	-1,9	-0,8	-1,4	4,3	-0,6	6,1	2,2	-1,5	-2,8	6,9
2001	0,4	-2,8	-1,4	-0,1	-1,5	1,1	-2,6	6,4	0,1	0,3	-4,2	5,1
2002	0,0	-3,6	-1,2	-0,1	-3,1	-0,1	-2,3	2,6	-1,1	-0,6	-2,7	4,7

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 le istituzioni dell'UE sono incluse e consolidate; quelle tra le Amministrazioni pubbliche di diversi paesi non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Comprende le prestazioni sociali, le prestazioni sociali in natura effettuate per il tramite di unità che producono per il mercato e i trasferimenti alle istituzioni senza fini di lucro che producono servizi per le famiglie.

4) Spese totali meno spese per interessi.

5) Per i paesi a struttura federale.

6) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle Amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

Tavola 7.2

Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito pubblico, distinto 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	
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,8	16,2	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	16,0	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	11,0	16,8	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,4	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,0	14,5	13,4	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,2	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,3
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	45,9	22,8	13,3	9,8	23,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,6	22,5	12,5	9,6	24,6
2002	69,1	2,5	11,8	6,7	48,0	43,4	21,7	12,1	9,5	25,7

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta		Altre valute
		Amministrazione centrale	Amministrazioni statali ⁵⁾	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁶⁾	Non in valuta nazionale	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,3	2,9	1,9
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	30,8	73,5	2,7	1,9
1997	74,9	62,3	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	30,8	72,8	2,8	2,0
1998	73,2	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	30,7	71,4	3,2	1,7
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	30,7	70,2	-	1,9
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	27,7	67,7	-	1,9
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	3,2	14,6	26,3	28,3	67,5	-	1,8
2002	69,1	57,5	6,4	4,8	0,3	6,2	62,8	3,2	15,7	24,8	28,5	67,5	-	1,6

3. Paesi dell'area dell'euro: debito pubblico

	BE 1	DE 2	GR 3	ES 4	FR 5	IE 6	IT 7	LU 8	NL 9	AT 10	PT 11	FI 12
1999	114,9	61,2	105,1	63,1	58,5	49,3	114,9	6,0	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	39,3	110,6	5,6	55,8	66,8	53,3	44,5
2001	108,5	59,5	107,0	56,9	56,8	36,8	109,5	5,6	52,8	67,3	55,6	43,8
2002	105,4	60,8	104,9	54,0	59,1	34,0	106,7	5,7	52,6	67,9	58,0	42,7

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 consolidato delle Amministrazioni pubbliche; valore nominale a fine anno. Le quote detenute da altri governi 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) Per i paesi a struttura federale.
- 6) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

Tavola 7.3

Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: variazione del debito pubblico, distinta per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumento finanziario				Detentori			
		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	Altri creditori ⁷⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993	8,0	7,5	0,3	0,1	0,1	0,2	1,2	0,1	6,5	3,6	2,0	1,3	4,4
1994	6,0	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,9	4,9	5,9	3,6	1,7	0,2
1995	7,8	5,5	0,2	2,2	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,5	2,4
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,6	0,8	2,6	1,2
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	3,1	0,2	-0,1	1,8	2,0
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,6
1999	1,7	1,4	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-1,5	-0,7	-0,7	3,2
2000	0,9	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7	-1,5	-1,3	-0,9	2,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	1,4	0,2	0,1	-0,1	1,5
2002	2,0	2,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	0,2	0,0	0,0	1,9

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

	Variazione del debito	Disavanzo(-)/avanzo(+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo - debito ⁹⁾											Altro ¹¹⁾
			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 ¹⁰⁾	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
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	0,3
1994	6,0	-5,1	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,1
1995	7,8	-5,1	2,7	0,6	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	2,2	-0,3
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1
2000	0,9	0,1	1,0	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,2	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. Variazione annua del debito lordo, 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) Differenza tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi, 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) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.
- 11) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (credito al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).

8 Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve)

Tavola 8.1

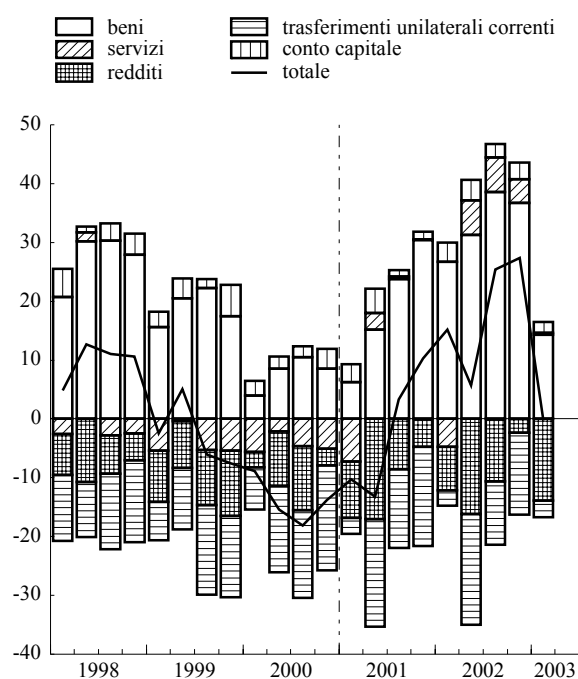
Bilancia dei pagamenti: principali voci ^{1) 2)}

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

	Conto corrente					Conto capitale	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
1997	56,7	116,4	-2,3	-15,2	-42,2	13,0	.	-44,4	-24,1	.	.	.	.
1998	26,7	109,0	-6,3	-28,8	-47,2	12,4	-67,0	-81,3	-109,9	-8,2	124,2	8,2	27,9
1999	-23,8	75,7	-16,5	-37,0	-46,1	12,8	13,5	-119,5	-41,4	3,3	161,0	10,1	-2,5
2000	-66,0	31,6	-17,5	-25,5	-54,6	9,8	66,9	-16,5	-111,6	-3,4	180,8	17,6	-10,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	-19,4	75,5	-3,7	-39,9	-51,2	9,5	-24,9	-102,8	64,7	-3,5	-1,1	17,8	34,7
2002	61,7	133,3	11,0	-36,6	-46,0	11,8	-137,7	-45,5	110,6	-13,9	-186,7	-2,2	64,3
2002 1° tr.	12,0	26,7	-4,7	-7,4	-2,6	3,2	-8,2	-16,0	-35,8	2,5	44,1	-3,1	-6,9
2° tr.	2,2	31,3	5,9	-16,2	-18,8	3,5	-19,8	-9,2	72,2	-2,8	-86,7	6,7	14,1
3° tr.	23,0	38,5	5,9	-10,7	-10,7	2,3	-50,3	-12,0	35,7	-9,6	-59,7	-4,6	24,9
4° tr.	24,5	36,8	4,0	-2,3	-13,9	2,8	-59,5	-8,3	38,4	-3,9	-84,4	-1,3	32,2
2003 1° tr.	-2,1	14,3	0,3	-13,8	-2,9	1,9	-26,3	-6,1	14,4	0,4	-47,0	12,0	26,6
2002 gen.	-0,1	3,1	-2,5	-6,4	5,7	2,6	-39,4	1,2	-33,6	3,3	-5,0	-5,3	37,0
feb.	4,7	10,1	-1,4	-0,2	-3,9	0,4	13,3	-9,1	-8,6	2,1	26,4	2,5	-18,3
mar.	7,4	13,5	-0,8	-0,8	-4,4	0,3	17,9	-8,1	6,4	-2,9	22,7	-0,2	-25,6
apr.	-5,8	7,3	0,6	-7,7	-6,0	1,3	14,8	8,1	16,0	1,4	-19,1	8,4	-10,3
mag.	0,7	10,3	2,1	-6,4	-5,3	1,0	5,6	1,5	34,2	-2,0	-30,0	1,9	-7,3
giu.	7,4	13,7	3,2	-2,1	-7,5	1,1	-40,2	-18,8	22,0	-2,2	-37,7	-3,5	31,8
lug.	4,8	15,3	1,7	-9,0	-3,1	0,5	-17,4	-6,7	10,7	-8,2	-10,7	-2,6	12,1
ago.	9,9	12,2	0,4	0,3	-3,0	0,6	-11,5	1,7	8,3	-2,1	-21,1	1,8	1,0
set.	8,3	11,1	3,9	-2,0	-4,6	1,2	-21,3	-7,0	16,7	0,7	-27,9	-3,8	11,8
ott.	3,8	12,3	0,2	-2,4	-6,3	1,5	-18,5	-7,1	25,2	-0,4	-38,5	2,2	13,2
nov.	11,5	13,7	1,4	0,4	-4,0	0,4	-26,0	0,5	15,8	-1,5	-38,4	-2,4	14,0
dic.	9,1	10,7	2,4	-0,4	-3,7	0,9	-15,0	-1,7	-2,6	-2,0	-7,5	-1,2	4,9
2003 gen.	-6,5	0,8	-0,4	-10,1	3,1	2,1	-15,6	-0,9	-5,5	-1,0	-9,6	1,5	20,0
feb.	3,2	8,9	-0,1	-2,6	-3,0	-0,9	-13,8	2,8	-0,8	1,0	-22,3	5,4	11,6
mar.	1,2	4,6	0,8	-1,2	-3,1	0,7	3,1	-8,0	20,7	0,4	-15,0	5,0	-4,9

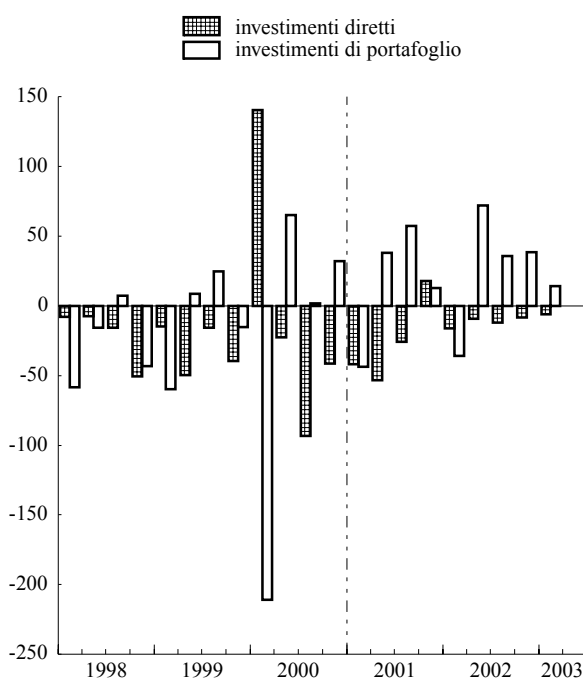
Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)



Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)



Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-). Per le riserve ufficiali: aumento (-), diminuzione (+).

2) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le Note generali.

Tavola 8.2
Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998))

1. Voci principali

	Conto corrente											Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti			
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	1.218,5	1.161,8	56,7	754,6	638,3	214,3	216,5	189,5	204,7	60,0	102,3	18,9	5,9
1998	1.277,3	1.250,6	26,7	784,4	675,4	231,6	237,9	198,5	227,3	62,9	110,1	17,7	5,3
1999	1.337,0	1.360,8	-23,8	818,3	742,5	246,7	263,2	207,3	244,2	64,8	110,9	19,1	6,3
2000	1.613,1	1.679,1	-66,0	989,8	958,3	287,5	304,9	269,1	294,6	66,7	121,3	18,3	8,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1.716,3	1.735,7	-19,4	1.033,0	957,6	325,0	328,7	283,1	322,9	75,3	126,5	17,0	7,5
2002	1.713,6	1.651,9	61,7	1.059,7	926,4	331,7	320,7	238,1	274,7	84,1	130,1	19,1	7,3
2002 1° trim.	416,5	404,6	12,0	254,9	228,2	72,5	77,3	58,3	65,7	30,8	33,4	4,7	1,5
2° trim.	429,3	427,1	2,2	267,3	236,0	84,5	78,6	62,5	78,6	15,1	33,9	5,0	1,5
3° trim.	426,8	403,8	23,0	263,2	224,7	89,8	83,9	55,4	66,0	18,4	29,2	4,1	1,7
4° trim.	441,0	416,5	24,5	274,3	237,6	84,9	81,0	62,0	64,4	19,7	33,6	5,3	2,5
2003 1° trim.	410,6	412,7	-2,1	252,0	237,7	74,2	73,9	52,7	66,5	31,6	34,6	5,1	3,2
2002 gen.	141,7	141,9	-0,1	79,6	76,6	24,3	26,8	20,3	26,7	17,4	11,7	3,0	0,5
feb.	132,8	128,1	4,7	83,5	73,3	23,1	24,5	19,2	19,4	7,1	10,9	1,0	0,6
mar.	142,0	134,5	7,4	91,8	78,3	25,1	25,9	18,7	19,6	6,3	10,8	0,7	0,5
apr.	141,4	147,2	-5,8	88,4	81,1	27,5	26,8	20,2	27,9	5,3	11,3	1,9	0,6
mag.	143,0	142,3	0,7	88,9	78,6	28,2	26,1	20,5	26,9	5,3	10,6	1,5	0,4
giu.	144,9	137,6	7,4	89,9	76,3	28,8	25,6	21,7	23,8	4,5	12,0	1,6	0,5
lug.	151,1	146,3	4,8	93,5	78,2	31,3	29,6	20,1	29,1	6,3	9,4	1,1	0,6
ago.	134,9	125,1	9,9	81,7	69,5	28,9	28,6	18,3	18,0	6,0	9,0	1,3	0,7
set.	140,8	132,4	8,3	88,1	77,0	29,6	25,7	17,0	19,0	6,1	10,7	1,6	0,4
ott.	151,3	147,5	3,8	97,7	85,4	28,8	28,7	19,7	22,1	5,1	11,4	2,1	0,6
nov.	144,9	133,3	11,5	91,7	78,0	26,7	25,3	19,7	19,3	6,7	10,7	1,2	0,8
dic.	144,8	135,7	9,1	84,9	74,1	29,4	27,0	22,6	22,9	7,9	11,6	2,0	1,1
2003 gen.	143,3	149,7	-6,5	81,8	80,9	25,2	25,6	18,7	28,7	17,6	14,4	2,6	0,5
feb.	130,8	127,6	3,2	83,1	74,2	22,9	23,0	17,1	19,7	7,7	10,7	1,5	2,4
mar.	136,5	135,3	1,2	87,2	82,6	26,1	25,2	16,9	18,0	6,4	9,5	1,0	0,3

2. Voci principali del conto corrente (dati destagionalizzati)

	Conto corrente										
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti	
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001 1° trim.	431,6	440,4	-8,8	261,0	245,6	78,8	81,9	72,7	83,6	19,1	29,4
2° trim.	432,2	443,4	-11,2	261,3	244,1	81,5	82,3	70,7	83,3	18,7	33,7
3° trim.	428,4	430,1	-1,8	257,2	238,9	82,1	82,5	70,6	78,1	18,4	30,6
4° trim.	422,9	420,1	2,8	254,1	228,9	81,8	81,7	68,4	76,6	18,7	32,9
2002 1° trim.	425,1	409,9	15,2	263,9	228,6	81,6	81,8	59,8	67,9	19,8	31,5
2° trim.	427,8	418,2	9,6	265,8	232,4	82,9	80,7	59,6	71,3	19,5	33,9
3° trim.	430,9	411,5	19,4	265,9	232,0	83,7	78,8	59,0	68,7	22,3	31,9
4° trim.	430,2	412,5	17,7	264,6	233,5	83,2	79,3	60,1	66,3	22,3	33,5
2003 1° trim.	416,8	414,4	2,4	258,7	235,8	83,7	78,3	54,0	68,4	20,5	31,9
2002 gen.	142,3	134,8	7,5	86,5	74,5	27,3	27,4	21,3	24,2	7,2	8,8
feb.	142,3	138,5	3,8	88,3	77,0	27,2	27,3	20,7	22,8	6,0	11,4
mar.	140,5	136,6	3,9	89,2	77,2	27,1	27,1	17,7	21,0	6,5	11,4
apr.	142,7	142,4	0,3	88,1	77,9	27,9	27,6	20,2	25,6	6,4	11,4
mag.	141,8	137,9	3,9	88,4	76,5	27,2	26,6	19,7	23,7	6,6	11,1
giu.	143,3	137,9	5,4	89,3	78,0	27,8	26,5	19,7	22,0	6,5	11,4
lug.	141,8	138,2	3,6	87,5	76,8	27,0	26,6	20,1	24,5	7,2	10,2
ago.	145,1	137,6	7,5	89,4	77,6	27,6	26,9	20,4	22,6	7,7	10,5
set.	144,0	135,6	8,4	89,1	77,5	29,1	25,3	18,5	21,6	7,4	11,2
ott.	143,2	140,4	2,8	88,3	78,5	27,5	27,0	20,1	23,2	7,3	11,6
nov.	145,4	137,8	7,7	89,0	77,2	28,1	26,5	20,6	22,9	7,7	11,2
dic.	141,6	134,4	7,2	87,3	77,7	27,6	25,8	19,3	20,3	7,4	10,6
2003 gen.	143,5	141,2	2,2	88,6	78,6	28,3	26,1	19,4	25,5	7,2	11,0
feb.	140,1	138,2	1,9	87,7	77,9	27,2	25,8	18,5	23,4	6,7	11,1
mar.	133,2	134,9	-1,7	82,4	79,3	28,2	26,4	16,0	19,5	6,6	9,8

Fonte: BCE.

1) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le Note generali.

Tavola 8.3

Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi

(miliardi di euro; flussi lordi)

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Totale		Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Altri investimenti	
					Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 12
1999	207,3	244,2	12,6	4,9	194,7	239,3	42,7	51,2	64,2	102,2	87,8	85,8
2000	269,1	294,6	13,2	5,3	255,9	289,4	61,3	64,5	76,7	107,4	117,9	117,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	283,1	322,9	14,0	5,9	269,1	317,0	69,5	68,9	82,5	118,2	117,1	129,8
2002	238,1	274,7	14,4	5,7	223,7	269,0	56,9	55,3	83,2	121,9	83,6	91,8
2001 4° trim.	71,0	75,8	3,6	1,4	67,4	74,3	19,5	22,2	22,2	22,3	25,7	29,9
2002 1° trim.	58,3	65,7	3,5	1,2	54,7	64,5	11,3	12,9	20,6	26,4	22,8	25,1
2° trim.	62,5	78,6	3,5	1,4	58,9	77,2	17,2	16,3	22,0	38,6	19,8	22,3
3° trim.	55,4	66,0	3,6	1,6	51,8	64,5	10,9	11,8	20,5	31,0	20,3	21,6
4° trim.	62,0	64,4	3,8	1,5	58,2	62,9	17,4	14,3	20,1	25,9	20,7	22,7
	Redditi da investimenti diretti				Redditi da investimenti di portafoglio							
	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi				Interessi			
	Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18	Crediti 19	Debiti 20				
1999	36,2	46,7	6,5	4,6	9,5	34,0	54,7	68,3				
2000	50,5	56,8	10,9	7,7	14,3	30,6	62,4	76,8				
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	59,3	60,1	10,2	8,9	17,3	43,8	65,2	74,4				
2002	49,3	49,7	7,5	5,7	20,6	53,0	62,5	68,9				
2001 4° trim.	16,4	20,1	3,1	2,1	4,8	6,3	17,4	16,0				
2002 1° trim.	9,3	11,6	2,1	1,3	4,8	8,8	15,7	17,6				
2° trim.	15,4	15,1	1,8	1,2	6,5	23,8	15,5	14,8				
3° trim.	9,5	10,5	1,4	1,3	4,4	10,4	16,1	20,6				
4° trim.	15,2	12,5	2,2	1,8	4,9	10,0	15,2	15,9				

Fonte: BCE.

Tavola 8.4
Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

	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 ²⁾	Non IFM	Totale	IFM ²⁾	Non IFM		Totale	IFM ²⁾	Non IFM	Totale	IFM ²⁾	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1997	-93,2	.	.	.	.	.	48,7	.	.	.	.	.	.
1998	-172,7	.	.	.	.	.	91,4	.	.	.	.	.	.
1999	-320,9	-239,5	-25,0	-214,6	-81,3	-0,6	-80,7	201,3	145,7	3,5	142,2	55,6	0,2	55,4
2000	-443,3	-351,7	-35,5	-316,2	-91,5	0,3	-91,8	426,7	301,0	12,4	288,6	125,8	0,1	125,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	-259,2	-167,0	-13,9	-153,1	-92,1	-0,6	-91,6	156,4	99,9	5,3	94,6	56,5	0,7	55,8
2002	-174,5	-145,7	-18,4	-127,3	-28,8	-0,5	-28,3	129,0	94,1	3,2	90,9	34,9	0,7	34,2
2002 1° trim.	-55,5	-41,6	-2,5	-39,1	-13,9	0,0	-13,8	39,5	26,3	1,2	25,2	13,1	0,0	13,1
2° trim.	-47,0	-28,8	-6,0	-22,7	-18,2	-0,3	-17,9	37,7	22,1	2,8	19,3	15,6	0,1	15,6
3° trim.	-32,5	-36,2	-5,2	-31,0	3,7	-0,1	3,8	20,5	12,2	-0,4	12,6	8,4	0,6	7,8
4° trim.	-39,5	-39,1	-4,8	-34,4	-0,4	-0,1	-0,3	31,3	33,5	-0,3	33,9	-2,3	0,0	-2,3
2003 1° trim.	-31,7	-16,0	-1,9	-14,1	-15,7	-0,2	-15,5	25,6	16,6	1,1	15,5	9,0	-0,3	9,3
2002 gen.	-6,7	-8,6	-0,6	-8,0	1,9	0,0	1,9	7,9	2,8	0,2	2,6	5,1	0,1	5,1
feb.	-21,4	-5,1	-0,4	-4,8	-16,2	0,0	-16,2	12,2	3,4	1,2	2,2	8,9	0,0	8,9
mar.	-27,4	-27,9	-1,5	-26,4	0,5	-0,1	0,5	19,3	20,2	-0,1	20,3	-0,9	0,0	-0,8
apr.	-7,7	-2,3	-4,1	1,8	-5,4	0,0	-5,4	15,8	9,4	2,0	7,4	6,4	0,0	6,4
mag.	-18,0	-10,5	-1,0	-9,5	-7,4	0,0	-7,4	19,4	6,5	0,7	5,8	13,0	0,0	12,9
giu.	-21,3	-15,9	-0,9	-15,0	-5,4	-0,3	-5,1	2,5	6,2	0,1	6,2	-3,7	0,1	-3,8
lug.	-13,1	-14,5	-3,4	-11,1	1,4	0,0	1,4	6,4	2,8	0,9	1,9	3,6	0,0	3,6
ago.	-1,1	-6,6	-0,3	-6,3	5,5	-0,1	5,5	2,8	2,4	-0,8	3,2	0,4	0,7	-0,3
set.	-18,3	-15,2	-1,5	-13,7	-3,1	0,0	-3,1	11,3	7,0	-0,6	7,5	4,3	-0,1	4,4
ott.	-13,3	-7,1	-0,9	-6,2	-6,1	0,0	-6,1	6,2	6,6	0,2	6,4	-0,4	-0,1	-0,2
nov.	-22,0	-16,4	-0,3	-16,1	-5,6	0,0	-5,5	22,5	15,5	-0,4	15,9	7,0	0,1	6,9
dic.	-4,3	-15,6	-3,5	-12,1	11,3	0,0	11,3	2,6	11,4	-0,2	11,6	-8,8	0,0	-8,9
2003 gen.	-10,9	-6,7	-0,8	-5,9	-4,2	0,0	-4,2	10,0	8,4	0,3	8,1	1,6	0,0	1,6
feb.	-5,4	-5,0	-0,6	-4,4	-0,4	0,0	-0,4	8,2	5,5	1,1	4,5	2,7	0,0	2,7
mar.	-15,3	-4,3	-0,5	-3,8	-11,0	-0,1	-10,9	7,3	2,7	-0,3	2,9	4,7	-0,4	5,1

Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-).

2) Escluso l'Eurosistema.

Tavola 8.5
Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

1. Per strumento ²⁾

	Totale		Azioni e altre partecipazioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività			Passività		
					Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998	-363,3	253,3	-116,2	104,0	-247,1	-238,9	-8,2	149,4	121,3	28,1
1999	-311,3	269,8	-156,5	93,0	-154,8	-154,9	0,1	176,8	117,0	59,9
2000	-409,0	297,4	-285,9	49,9	-123,1	-114,3	-8,8	247,5	239,2	8,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	-291,0	355,8	-108,3	233,2	-182,7	-160,1	-22,6	122,5	115,1	7,4
2002	-172,8	283,3	-40,8	89,2	-132,0	-78,1	-53,9	194,2	128,6	65,6
2002 1° trim.	-75,0	39,2	-32,1	34,5	-42,9	-21,9	-21,0	4,8	7,1	-2,3
2° trim.	-54,2	126,5	-13,9	36,0	-40,3	-25,3	-15,0	90,5	61,4	29,1
3° trim.	-19,8	55,5	12,7	6,0	-32,5	-17,3	-15,2	49,5	26,3	23,2
4° trim.	-23,7	62,1	-7,5	12,8	-16,2	-13,5	-2,7	49,4	33,7	15,6
2003 1° trim.	-50,5	64,8	8,6	8,1	-59,1	-55,2	-3,9	56,7	49,6	7,2
2002 gen.	-27,5	-6,1	-13,5	13,3	-14,0	-3,0	-11,0	-19,4	-11,6	-7,8
feb.	-18,6	10,1	-8,8	9,4	-9,8	-5,7	-4,2	0,6	1,2	-0,5
mar.	-28,9	35,2	-9,9	11,7	-19,0	-13,2	-5,8	23,5	17,5	6,0
apr.	-13,2	29,3	-1,9	6,5	-11,3	-10,1	-1,2	22,8	15,1	7,7
mag.	-29,5	63,7	-5,8	27,8	-23,6	-14,7	-9,0	35,9	22,8	13,1
giu.	-11,6	33,5	-6,2	1,7	-5,4	-0,6	-4,8	31,8	23,5	8,3
lug.	-15,8	26,5	-6,4	4,5	-9,4	-1,3	-8,1	22,0	13,4	8,6
ago.	-4,4	12,7	5,1	-0,3	-9,5	-10,1	0,5	13,0	2,1	10,9
set.	0,4	16,4	14,0	1,9	-13,6	-6,0	-7,7	14,5	10,8	3,7
ott.	1,0	24,2	-0,6	-3,7	1,6	-4,0	5,6	27,9	15,7	12,3
nov.	-9,1	24,8	-0,3	16,5	-8,8	-5,0	-3,7	8,3	6,6	1,7
dic.	-15,6	13,1	-6,6	-0,1	-9,0	-4,5	-4,6	13,1	11,5	1,7
2003 gen.	-22,6	17,1	2,0	14,1	-24,7	-17,0	-7,7	3,0	4,3	-1,3
feb.	-20,5	19,7	-0,1	2,8	-20,4	-22,4	2,0	16,9	9,0	7,9
mar.	-7,3	28,0	6,7	-8,8	-14,0	-15,9	1,8	36,8	36,2	0,6

2. Attività, distinte per strumento e per settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
						Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM ³⁾	Non IFM			Euro-sistema	IFM ³⁾	Non IFM			Euro-sistema	IFM ³⁾	Non IFM		
			Totale	Amm.ni pubbliche	Altri settori			Totale	Amm.ni pubbliche	Altri settori			Totale	Amm.ni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,1	-1,5	-155,1	-2,1	-153,0	0,1	-15,4	-139,6	-1,7	-137,9	0,9	-8,1	7,3	-0,1	7,5
2000	-0,1	-4,3	-281,6	-2,6	-278,9	-1,9	-46,3	-66,1	-1,5	-64,6	2,2	-15,5	4,6	-1,0	5,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>															
2001	-0,4	3,8	-111,8	-2,1	-109,8	1,9	-71,1	-90,9	-1,2	-89,6	-2,3	-34,5	14,3	-0,2	14,5
2002	-0,3	-9,7	-30,8	-5,2	-25,6	3,7	-7,0	-74,8	-1,0	-73,8	2,1	-35,0	-21,0	-0,9	-20,1
2002 1° trim.	0,0	-4,8	-27,3	-1,4	-25,8	0,4	-4,7	-17,5	-0,5	-17,0	0,8	-13,0	-8,8	-1,1	-7,7
2° trim.	-0,1	-3,7	-10,1	-2,0	-8,1	2,4	-2,3	-25,4	0,2	-25,6	0,0	-1,9	-13,1	-0,1	-13,0
3° trim.	-0,1	2,8	10,0	-0,6	10,6	-1,1	-2,9	-13,3	-0,3	-13,0	0,9	-13,3	-2,7	0,2	-3,0
4° trim.	-0,1	-4,0	-3,5	-1,2	-2,3	2,1	3,0	-18,6	-0,4	-18,1	0,4	-6,8	3,6	0,1	3,5
2003 1° trim.	-0,1	-2,7	11,5	.	.	0,2	-23,5	-32,0	.	.	-1,5	-2,5	0,1	.	.
2002 ott.	0,0	-2,2	1,6	.	.	0,4	3,8	-8,3	.	.	0,4	3,5	1,7	.	.
nov.	-0,1	-1,2	0,9	.	.	1,4	-6,2	-0,3	.	.	-0,1	-9,8	6,2	.	.
dic.	0,0	-0,6	-6,0	.	.	0,2	5,3	-10,0	.	.	0,1	-0,5	-4,2	.	.
2003 gen.	0,0	1,4	0,6	.	.	0,0	-12,7	-4,2	.	.	-0,3	-10,9	3,4	.	.
feb.	-0,1	-0,9	0,9	.	.	1,0	-10,1	-13,3	.	.	-0,9	-0,3	3,2	.	.
mar.	0,0	-3,3	10,0	.	.	-0,7	-0,7	-14,5	.	.	-0,2	8,6	-6,6	.	.

Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-).

2) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le Note generali.

3) Escluso l'Eurosistema.

Tavola 8.6
Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

1. Altri investimenti: scomposizione per settore^{1) 2)}

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-81,5	205,6	-0,7	3,5	-1,0	-6,1	-22,6	192,4	-37,6	40,4	15,0	152,0	-57,1	15,9
1999	-31,8	192,7	-1,9	6,6	3,3	-13,0	16,3	161,2	-47,2	53,8	63,5	107,4	-49,4	37,9
2000	-179,0	359,8	-1,1	0,9	-2,2	0,7	-130,4	288,8	-50,0	52,5	-80,4	236,3	-45,4	69,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	-250,2	249,0	0,6	4,4	2,9	-0,5	-227,6	233,5	-45,3	22,4	-182,3	211,1	-26,1	11,6
2002	-224,4	37,7	-1,2	0,1	0,0	-8,3	-167,3	29,5	-28,3	51,9	-139,0	-22,3	-55,9	16,4
2002 1° tr.	19,8	24,3	-0,4	1,2	-0,6	-8,3	18,7	25,8	-2,5	11,4	21,2	14,4	2,2	5,6
2° tr.	-77,6	-9,1	-0,6	-3,5	0,9	3,8	-62,7	-11,8	-4,4	19,8	-58,3	-31,6	-15,2	2,4
3° tr.	-62,1	2,3	0,3	-0,1	-0,5	-2,8	-34,9	9,6	-4,7	4,6	-30,2	5,0	-26,9	-4,3
4° tr.	-104,5	20,1	-0,4	2,5	0,3	-1,0	-88,3	6,0	-16,6	16,1	-71,7	-10,1	-16,1	12,7
2003 dic.	-111,0	64,0	-0,6	-4,4	-1,7	-9,2	-57,5	58,7	-8,7	17,5	-48,7	41,2	-51,3	18,9
2002 gen.	2,0	-7,0	-0,7	2,6	-1,4	-8,8	14,7	0,5	-1,0	6,3	15,6	-5,8	-10,6	-1,3
feb.	27,0	-0,6	-0,1	-3,8	1,0	-1,6	5,3	12,4	-7,7	1,3	13,1	11,1	20,8	-7,6
mar.	-9,2	31,9	0,4	2,4	-0,2	2,1	-1,4	12,9	6,2	3,8	-7,5	9,1	-8,0	14,5
apr.	-42,2	23,1	-0,4	-4,3	1,7	5,6	-30,1	22,2	-4,2	7,1	-25,9	15,1	-13,3	-0,4
mag.	-64,2	34,2	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-56,0	36,4	-3,9	8,2	-52,1	28,2	-8,0	-1,7
giu.	28,8	-66,4	-0,1	1,3	-0,7	-1,8	23,4	-70,4	3,7	4,4	19,7	-74,8	6,2	4,5
lug.	-2,3	-8,4	0,4	2,7	-0,2	-1,2	14,0	-9,8	2,8	1,6	11,2	-11,4	-16,5	-0,1
ago.	8,5	-29,7	0,1	-5,0	-0,6	-2,2	12,8	-17,9	0,4	2,0	12,4	-19,9	-3,8	-4,6
set.	-68,3	40,4	-0,2	2,1	0,3	0,6	-61,7	37,3	-7,9	0,9	-53,8	36,3	-6,6	0,4
ott.	-68,8	30,3	-0,1	-0,3	-0,4	1,3	-54,2	22,4	-4,4	7,6	-49,8	14,8	-14,2	7,0
nov.	-78,3	39,9	0,9	1,2	-1,6	-0,3	-65,5	34,8	-7,8	-7,0	-57,6	41,8	-12,1	4,2
dic.	42,5	-50,1	-1,3	1,6	2,2	-2,0	31,3	-51,2	-4,4	15,5	35,8	-66,7	10,2	1,5
2003 gen.	-9,5	-0,2	0,5	-2,4	-2,3	-6,2	6,5	3,4	-2,0	9,3	8,5	-5,8	-14,1	5,0
feb.	-82,8	60,4	-0,5	-2,0	-3,8	-2,9	-55,2	54,6	-4,3	6,1	-50,9	48,4	-23,3	10,8
mar.	-18,7	3,7	-0,5	0,0	4,5	-0,1	-8,8	0,7	-2,4	2,1	-6,4	-1,4	-13,9	3,1

2. Altri investimenti: scomposizione per settore e per strumento¹⁾
2.1. Eurosistema

	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 1	Passività 2	Saldo 3	Attività 4	Passività 5	Saldo 6
1999	-1,1	6,7	5,6	-0,8	-0,1	-0,9
2000	-1,1	0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>						
2001	0,6	4,4	5,0	0,0	0,0	0,0
2002	-1,2	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0
2001 4° trim.	-0,4	3,8	3,4	0,0	0,0	0,0
2002 1° trim.	-0,4	1,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2° trim.	-0,6	-3,5	-4,1	0,0	0,0	0,0
3° trim.	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
4° trim.	-0,4	2,6	2,1	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-).

2) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le Note generali.

Tavola 8.6 (segue)

Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali

(miliardi di euro; flussi netti)

2.2. Amministrazioni pubbliche

	Crediti commerciali			Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 7	Passività 8	Saldo 9	Attività 10	Passività 11	Saldo 12	Attività 13	Passività 14	Saldo 15
1999	0,0	0,0	0,0	4,4	-13,1	-8,7	-1,2	0,2	-1,0
2000	0,1	0,0	0,1	-1,4	0,6	-0,8	-0,9	0,1	-0,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	-0,1	0,0	-0,1	4,4	-0,6	3,9	-1,4	0,1	-1,3
2002	1,5	0,0	1,4	-0,6	-8,0	-8,6	-0,8	-0,3	-1,1
2001 4° trim.	0,0	0,0	0,0	2,1	4,7	6,8	-0,1	0,1	-0,1
2002 1° trim.	0,0	0,0	0,0	-0,3	-8,0	-8,3	-0,3	-0,3	-0,6
2° trim.	1,4	0,0	1,4	-0,2	3,6	3,4	-0,3	0,2	-0,2
3° trim.	0,0	0,0	0,0	-0,3	-2,7	-3,0	-0,2	0,0	-0,3
4° trim.	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,9	-0,6	0,1	-0,1	-0,1

2.3. IFM (escluso l'Eurosistema)

	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 16	Passività 17	Saldo 18	Attività 19	Passività 20	Saldo 21
1999	15,5	160,5	176,0	0,8	0,7	1,5
2000	-126,3	283,5	157,1	-4,1	5,3	1,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>						
2001	-213,6	223,7	10,0	-13,9	9,8	-4,1
2002	-163,6	32,5	-131,1	-3,7	-2,9	-6,6
2001 4° trim.	-41,6	3,3	-38,2	-4,7	1,3	-3,4
2002 1° trim.	24,1	19,7	43,9	-5,5	6,0	0,5
2° trim.	-61,8	-10,5	-72,3	-0,9	-1,3	-2,2
3° trim.	-32,6	7,6	-25,0	-2,3	2,0	-0,3
4° trim.	-93,4	15,6	-77,7	5,0	-9,7	-4,6

2.4. Altri settori

	Crediti commerciali			Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 22	Passività 23	Saldo 24	Attività 25	Passività 26	Saldo 27	Attività 28	Passività 29	Saldo 30
1999	-7,5	4,8	-2,7	-18,9	21,7	2,9	-23,0	11,3	-11,7
2000	-14,6	10,5	-4,0	-25,2	64,0	38,8	-5,7	-5,0	-10,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	-0,4	0,6	0,1	-25,3	10,6	-14,7	-0,3	0,4	0,1
2002	-9,6	-2,3	-11,9	-43,5	14,4	-29,1	-2,8	4,3	1,5
2001 4° trim.	2,6	-1,2	1,4	-27,7	-2,3	-30,0	-0,1	0,5	0,4
2002 1° trim.	-1,2	-0,5	-1,7	5,0	5,3	10,3	-1,6	0,8	-0,8
2° trim.	-3,6	-1,4	-5,0	-11,4	2,9	-8,6	-0,1	0,9	0,8
3° trim.	-2,8	0,9	-1,9	-23,9	-7,2	-31,2	-0,1	2,0	1,9
4° trim.	-2,0	-1,4	-3,4	-13,1	13,5	0,4	-1,0	0,6	-0,4

3. Riserve ufficiali ¹⁾

	Totale 1	Oro monetario 2	Diritti speciali di prelievo 3	Posizioni di riserva nell'IFM 4	Valuta estera							Altre attività 12
					Totale 5	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati 11	
						presso autorità monetarie e la BRI 6	presso banche 7	Azioni 8	Obbliga- zioni e notes 9	Strumenti di mercato monetario 10		
1999	10,1	0,3	1,0	2,0	6,1	12,5	-12,1	0,2	3,5	2,0	-0,1	0,8
2000	17,6	1,0	0,3	2,9	13,3	4,3	4,6	0,0	-5,6	10,1	-0,1	0,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,2	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,2	8,4	-0,2	0,0
2001 4° trim.	3,3	0,1	-0,1	0,8	2,4	2,7	1,7	0,0	4,8	-6,9	0,0	0,0
2002 1° trim.	-3,1	-0,2	0,0	-0,4	-2,4	-1,7	-12,4	0,0	4,2	7,4	0,0	0,0
2° trim.	6,7	0,5	0,5	-2,1	7,8	-0,6	1,2	0,0	4,3	3,1	-0,2	0,0
3° trim.	-4,6	-0,1	-0,2	0,2	-4,6	-2,4	-3,0	0,0	1,9	-1,2	0,0	0,0
4° trim.	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,2	-0,9	0,0	0,0

Fonte: BCE.

1) Aumento (-); diminuzione (+).

Tavola 8.7

Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro)

	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale ⁵⁾	Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3 ⁶⁾
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti ²⁾	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ³⁾	Titoli di debito ⁴⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	-56,2	-408,0	426,7	-343,1	37,2	209,8	-47,6	70,2	-3,4	-10,7	-125,1	142,0
2000 1° trim.	-8,9	-68,4	217,6	-129,2	-103,3	38,2	-40,3	10,6	1,3	-35,8	-118,1	118,1
2° trim.	-15,4	-88,8	71,6	-66,7	66,9	70,8	-5,5	4,1	4,4	3,7	45,2	-35,6
3° trim.	-18,1	-121,4	40,3	-75,1	28,9	55,6	-12,3	38,3	0,1	23,2	-40,4	52,0
4° trim.	-13,8	-129,4	97,1	-72,1	44,7	45,2	10,5	17,1	-9,3	-1,9	-11,8	7,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	-9,8	-244,7	155,7	-188,4	173,0	83,7	-23,2	11,1	-3,5	34,7	-11,4	4,7
2002	73,5	-155,5	128,3	-126,6	52,4	183,8	-55,9	8,1	-13,9	64,3	158,4	-168,8
2001 1° trim.	-10,3	-72,9	35,4	-46,0	1,7	22,4	2,8	-12,1	1,4	-32,5	-110,1	105,9
2° trim.	-13,2	-91,2	43,2	-70,1	89,6	5,1	0,8	9,5	12,0	-2,0	-16,3	18,2
3° trim.	3,4	-56,1	31,3	-22,9	42,0	27,9	-3,5	11,9	-10,3	47,4	71,0	-75,9
4° trim.	10,3	-24,6	45,8	-49,4	39,7	28,3	-23,2	1,8	-6,6	21,8	43,9	-43,4
2002 1° trim.	15,2	-53,0	39,5	-53,6	15,2	3,9	1,6	-2,7	2,5	-6,9	-38,4	30,9
2° trim.	5,7	-40,7	37,7	-48,6	38,5	83,7	-14,3	6,2	-2,8	14,1	79,4	-77,9
3° trim.	25,3	-27,2	19,9	-6,0	-4,7	56,6	-27,4	-7,1	-9,6	24,9	44,7	-34,9
4° trim.	27,3	-34,7	31,2	-18,4	3,4	39,6	-15,8	11,7	-3,9	32,2	72,6	-86,9
2003 1° trim.	-0,3	-29,6	25,9	-20,4	11,1	52,0	-52,9	9,7	0,4	26,6	22,5	-33,0

Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-).

2) Comprende tutte le transazioni dei settori diversi dalle IFM e le transazioni del settore delle IFM in azioni, partecipazioni e utili reinvestiti.

3) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

4) Esclusi i titoli di debito con scadenza fino a 2 anni emessi da IFM dell'area dell'euro; i dati relativi a errori e omissioni (colonna 10) sono quelli riportati nella tavola 8.1 (colonna 13) del Bollettino mensile; le rimanenti differenze (in valore assoluto) rispetto alla colonna 12 vengono spiegate in una nota metodologica disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int).

5) Somma delle colonne da 1 a 10.

6) Fonte: Bollettino Economico, tavola 2.4.6, colonna 9.

Tavola 8.8

Posizione patrimoniale verso l'estero¹⁾ e riserve ufficiali

(miliardi di euro (miliardi di ECU per il 1997); posizioni di fine periodo)

1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'estero

	Totale		Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	in perc. del PIL 2						3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale verso l'estero²⁾³⁾							
1997	16,3	0,3	181,5	-750,5	-5,9	223,8	367,3
1998	-170,1	-2,8	152,0	-748,5	2,3	86,5	337,6
1999	-297,3	-4,7	369,6	-881,2	16,0	-183,9	382,2
2000	-414,7	-6,3	428,4	-804,9	8,5	-437,2	390,4
2001	-152,2	-2,2	530,7	-682,7	-5,9	-387,0	392,7
Attività							
1999	5.796,7	92,5	1.174,5	2.058,1	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.740,0	102,5	1.609,7	2.344,1	117,9	2.277,9	390,4
2001	7.459,4	109,3	1.859,9	2.499,8	123,7	2.583,4	392,7
Passività							
1999	6.094,0	97,2	804,9	2.939,3	95,1	2.254,7	-
2000	7.154,7	108,9	1.181,2	3.149,1	109,3	2.715,1	-
2001	7.611,6	111,5	1.329,2	3.182,5	129,5	2.970,5	-

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 ⁴⁾	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM ⁴⁾	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM ⁴⁾	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM ⁴⁾	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.256,0	115,9	1.140,1	353,7	2,3	351,3	880,6	31,8	848,8	300,7	1,8	298,9
2001	1.478,4	132,0	1.346,4	381,5	2,6	378,9	985,6	42,4	943,2	343,6	2,6	341,0

3.1. Investimenti di portafoglio distinti per strumento

	Azioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività			Passività		
			Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999	1.013,6	1.698,1	1.044,4	937,2	107,2	1.241,2	1.138,5	102,7
2000	1.183,6	1.627,6	1.160,5	1.038,4	122,1	1.521,5	1.399,9	121,6
2001	1.111,5	1.577,6	1.388,3	1.208,1	180,1	1.604,9	1.505,5	99,4

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

	Azioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM ⁴⁾	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM ⁴⁾	Obbligazioni e notes			Strumenti del mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM ⁴⁾	Istituzioni diverse dalle IFM		
													Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,3	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1.140,0	5,6	1.134,4	3,4	328,5	706,5	5,7	700,9	0,5	85,6	36,0	0,1	35,8
2001	1,2	43,7	1.066,7	6,6	1.060,0	2,1	422,1	784,0	8,0	776,0	2,8	125,2	52,1	0,2	51,9

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono agli euro 12, ovvero includono anche la Grecia.

2) Attività meno passività.

3) Per la confrontabilità dei dati recenti e con alcuni dati precedenti, cfr. le Note generali.

4) Escluso l'Eurosistema.

4. Altri investimenti distinti per settore e strumento

	Eurosistema						Amministrazioni pubbliche							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	3,1	27,4	3,0	27,1	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	32,2	2,9	31,9	0,1	0,3	133,8	60,0	2,8	0,2	77,5	47,7	53,5	12,1
2001	3,0	36,4	2,9	36,2	0,1	0,2	132,5	63,8	3,1	0,2	73,6	51,4	55,9	12,3

	IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	161,0	90,7	394,2	225,7	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.168,4	1.421,4	2.126,4	37,1	42,0	682,6	454,5	179,5	110,2	418,9	314,8	84,2	29,5
2001	1.719,5	2.407,3	1.668,6	2.354,1	50,9	53,2	728,4	462,9	177,6	109,7	478,4	321,9	72,4	31,4

5. Riserve e altre attività connesse dell'Eurosistema e della Banca centrale europea ¹⁾

(miliardi di euro; posizioni di fine periodo, salvo diversa indicazione)

	Riserve ufficiali													Altri crediti	Per memoria: altre attività
	Totale	Oro monetario	In milioni di onces ²⁾	Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'IFMI	Valuta estera									
						Totale	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	
Eurosistema ³⁾															
1998 dic. ⁴⁾	329,4	99,6	404,131	5,2	23,4	201,2	12,6	19,6	169,0	0,0	116,6	52,4	0,0	0,0	7,6
1999 dic.	372,1	116,4	402,758	4,5	24,3	226,9	13,5	23,0	190,7	0,0	133,9	56,8	-0,2	0,0	14,6
2000 dic.	377,2	117,1	399,537	4,3	20,8	235,0	9,7	20,1	204,4	0,0	154,0	50,4	0,7	0,0	15,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>															
2001 1° gen.	390,4	118,4	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	158,1	50,4	0,7	0,0	16,3
2001 dic.	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	147,0	53,3	0,4	0,0	24,7
2002 dic.	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	-	-	-	0,4	0,0	22,4
2003 gen.	363,4	135,5	398,728	4,7	24,4	198,8	13,1	38,5	146,6	-	-	-	0,6	0,0	20,4
feb.	352,2	128,2	397,765	4,8	24,3	194,9	10,4	38,4	145,6	-	-	-	0,5	0,0	19,3
mar.	339,1	122,3	397,765	4,7	24,4	187,7	7,9	36,4	142,8	-	-	-	0,6	0,0	18,9
apr.	332,4	119,9	396,324	4,5	25,0	183,1	7,6	33,6	141,0	-	-	-	0,9	0,0	18,4
Banca centrale europea ⁵⁾															
1999 dic.	49,3	7,0	24,030	0,0	0,0	42,3	0,3	7,8	34,3	0,0	27,8	6,5	0,0	0,0	2,6
2000 dic.	45,3	7,0	24,030	0,0	0,0	38,2	0,6	6,8	30,6	0,0	20,4	10,2	0,3	0,0	3,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>															
2001 dic.	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6
2002 dic.	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	-	-	-	0,0	0,0	3,0
2003 gen.	42,9	8,4	24,656	0,2	0,0	34,4	0,8	9,5	24,1	-	-	-	0,0	0,0	2,9
feb.	42,0	7,9	24,656	0,2	0,0	33,9	1,3	8,8	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6
mar.	40,5	7,6	24,656	0,2	0,0	32,8	0,9	9,3	22,6	-	-	-	0,0	0,0	3,0
apr.	40,7	7,5	24,656	0,2	0,0	33,1	0,9	6,8	25,4	-	-	-	0,0	0,0	2,5

Fonte: BCE.

- 1) Per informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera, cfr. il sito Internet della BCE.
- 2) Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999.
- 3) I dati non sono del tutto confrontabili con quelli riportati nella tavola 1.1 a causa di differenze nelle definizioni e nei criteri di valutazione.
- 4) Posizione al 1° gennaio 1999.
- 5) Le riserve della BCE sono parte delle riserve dell'Eurosistema.

9 Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)

Tavola 9

1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica ^{1) 2)} (dati non destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Esportazioni di beni (f.o.b.)					Importazioni di beni (c.i.f.)						Totale (dest.) (indici 2000 = 100)	
	Totale				Per memoria: manufatti	Totale				Per memoria:		Esporta- zioni	Importa- zioni
	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	1		2	3	4	5	6	7			8	9	10	11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valore, in miliardi di euro; indici 2000 = 100 per le colonne 12 e 13													
1999	832,8	386,5	183,2	224,2	725,0	781,2	423,2	143,6	192,1	590,6	61,5	82,5	78,1
2000	1.013,7	482,6	221,7	265,4	883,2	1.008,4	579,8	179,4	218,1	730,2	118,9	100,0	100,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1.060,8	491,6	235,8	287,0	930,8	1.011,1	575,1	178,2	226,1	738,1	107,5	106,3	98,9
2002	1.077,0	493,3	226,8	302,5	938,5	974,6	547,4	160,2	228,4	707,5	102,6	107,9	95,3
2002 1° trim.	258,9	119,3	53,6	72,9	226,2	239,8	135,2	39,3	55,9	176,0	22,7	107,6	94,3
2° trim.	273,3	127,8	57,5	74,6	238,6	248,9	142,0	40,5	57,2	181,0	25,8	108,1	96,1
3° trim.	266,9	121,3	55,2	76,1	232,5	234,3	131,2	37,7	56,5	170,7	26,0	108,3	95,0
4° trim.	277,9	124,8	60,5	78,8	241,2	251,5	139,0	42,8	58,8	179,8	28,1	107,5	96,0
2003 1° trim.	253,4	116,1	51,4	71,2	220,0	247,8	139,2	39,3	56,8	177,6	28,7	104,8	96,8
2002 ott.	99,7	45,0	20,7	29,4	86,8	90,1	50,9	14,6	21,3	64,8	10,2	107,6	96,6
nov.	93,4	41,9	20,2	26,8	81,2	83,8	46,0	14,9	19,5	60,5	8,5	109,1	96,9
dic.	84,9	37,9	19,6	22,7	73,2	77,6	42,2	13,3	18,1	54,5	9,4	105,8	94,4
2003 gen.	82,2	38,1	16,0	23,3	71,1	83,3	46,6	13,5	19,2	59,1	10,1	107,2	97,1
feb.	84,0	38,3	16,8	24,0	73,1	78,9	44,9	11,4	18,2	55,6	9,5	107,2	96,4
mar.	87,2	39,7	18,7	23,9	75,8	85,6	47,7	14,4	19,4	62,8	9,2	100,1	96,9
Volume (variazioni percentuali sul periodo corrispondente; indici 2000 = 100 per le colonne 12 e 13)													
1999	2,2	2,8	-0,8	3,3	1,4	6,1	3,5	12,9	7,7	7,1	6,0	89,3	95,2
2000	12,4	12,5	12,7	12,7	13,6	5,9	6,8	11,7	4,5	8,9	4,7	100,0	100,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	5,1	1,8	8,6	7,9	5,8	-1,2	-1,0	-3,9	-0,1	-1,7	-1,6	105,3	98,8
2002	1,8	1,0	-3,5	4,3	1,2	-1,5	-2,5	-8,2	1,6	-2,7	-1,5	107,3	97,2
2002 1° trim.	-2,3	-3,8	-7,1	1,9	-3,0	-6,1	-6,1	-17,9	-1,0	-8,8	-1,3	106,3	96,6
2° trim.	2,7	2,7	-2,5	4,8	2,4	-1,4	-1,7	-9,4	2,4	-2,7	-3,1	107,5	97,6
3° trim.	4,7	3,5	-0,3	6,5	3,9	0,8	-0,6	-0,3	1,6	0,7	-2,6	108,3	97,2
4° trim.	2,3	1,8	-4,0	4,2	1,6	0,4	-1,9	-4,2	3,0	0,0	-0,9	107,2	97,4
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 ott.	1,6	1,9	-6,0	5,8	0,6	0,9	0,5	-3,8	3,9	0,6	2,0	106,8	97,9
nov.	2,4	1,4	-0,2	5,4	2,4	-2,2	-4,7	-1,8	-0,3	-3,1	-1,0	108,3	98,4
dic.	5,0	6,1	-1,2	5,6	3,7	4,5	1,2	0,5	9,1	4,2	2,6	106,4	95,9
2003 gen.	3,6	2,4	-0,1	5,1	2,8	2,2	-2,7	13,8	4,6	4,0	-4,6	108,8	98,5
feb.	1,9	0,6	0,1	1,8	1,5	1,7	0,1	-4,1	3,4	2,3	-1,5	109,4	99,5
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valori unitari (variazioni percentuali sul periodo corrispondente; indici 2000 = 100 per le colonne 12 e 13)													
1999	2,3	1,7	2,7	1,4	2,4	3,5	3,9	3,4	1,4	2,0	39,4	92,4	82,0
2000	8,3	11,0	7,4	5,1	7,2	21,9	28,3	11,8	8,7	13,5	84,8	100,0	100,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1,0	0,7	0,3	1,9	1,0	0,2	-1,3	1,6	2,8	1,7	-11,0	101,0	100,2
2002	-0,7	-1,4	-0,6	0,5	-0,7	-2,4	-2,8	-2,2	-1,0	-1,6	-3,7	100,3	97,8
2002 1° trim.	0,9	-0,5	1,5	2,9	0,9	-3,4	-5,7	-0,6	1,1	-0,6	-16,8	101,1	97,6
2° trim.	-0,7	-1,4	-0,3	0,4	-0,6	-3,2	-4,2	-1,8	-1,1	-1,6	-8,4	100,6	98,3
3° trim.	-1,9	-2,7	-1,8	-0,6	-1,9	-3,4	-3,6	-3,4	-2,8	-2,8	-4,6	99,5	97,3
4° trim.	-1,1	-1,0	-1,6	-0,7	-1,2	0,6	2,6	-2,9	-1,4	-1,5	19,7	99,9	97,9
2003 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 ott.	0,0	-0,3	-0,8	0,9	0,0	1,4	3,2	-1,6	-0,4	-0,6	19,6	100,0	97,9
nov.	-0,9	-0,8	-1,4	-0,6	-1,1	0,3	1,8	-3,2	-0,6	-1,4	15,4	100,2	97,8
dic.	-2,3	-2,0	-2,7	-2,4	-2,5	0,1	2,8	-3,9	-3,2	-2,6	24,5	99,4	98,1
2003 gen.	-2,5	-2,1	-2,8	-2,5	-2,7	1,4	4,6	-6,0	-1,7	-2,6	32,4	98,6	98,3
feb.	-2,4	-1,5	-2,5	-3,5	-2,6	0,2	4,1	-6,4	-4,3	-3,9	33,8	98,8	97,5
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (per il calcolo dei volumi e la destagionalizzazione dei valori unitari).

- 1) A causa di differenze relative alle definizioni, alla copertura e ai tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE (tavola 8.2).
- 2) La scomposizione merceologica contenuta nelle colonne da 2 a 4 e da 7 a 9 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories - BEC). La definizione dei manufatti (colonne 5 e 10) e del petrolio (colonna 11) è coerente con la SITC rev. 3.

2. Scomposizione per area geografica ¹⁾

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

	Totale	Totale (dest.)	Regno Unito	Svezia	Danimarca	Paesi aderenti	Svizzera	Stati Uniti	Giappone	Asia escl. Giappone	Africa	America Latina	Altri Paesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Esportazioni (f.o.b.)													
1999	832,8	-	161,4	33,1	21,1	77,3	56,1	135,1	26,8	119,2	48,4	39,1	113,6
2000	1.013,7	-	189,7	38,8	23,2	94,6	63,4	171,4	34,2	151,6	56,1	46,7	141,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1.060,8	-	201,9	36,9	24,3	105,9	66,3	180,0	34,5	165,3	60,3	49,8	135,6
2002	1.077,0	-	203,9	36,8	24,7	112,0	63,9	181,6	32,6	170,3	59,8	43,1	148,4
2002 1° trim.	258,9	269,3	51,9	9,1	6,0	26,3	15,9	44,7	7,9	39,4	14,1	10,2	33,2
2° trim.	273,3	270,7	51,5	9,3	6,2	28,7	16,2	45,9	7,8	42,9	15,6	11,3	37,8
3° trim.	266,9	271,0	50,2	8,4	6,0	27,8	15,7	44,3	8,3	43,0	14,9	10,6	37,8
4° trim.	277,9	269,1	50,2	9,9	6,5	29,2	16,1	46,6	8,6	45,1	15,2	11,0	39,6
2003 1° trim.	253,4	262,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 ott.	99,7	89,8	18,0	3,7	2,3	10,8	5,8	17,1	3,1	15,7	5,3	4,2	13,8
nov.	93,4	91,0	17,3	3,5	2,3	10,0	5,5	15,7	2,9	14,5	4,8	3,4	13,5
dic.	84,9	88,3	14,9	2,8	1,9	8,4	4,7	13,8	2,6	14,9	5,0	3,4	12,4
2003 gen.	82,2	89,4	15,4	3,0	1,9	8,9	5,3	14,2	2,5	12,2	4,5	3,1	.
feb.	84,0	89,4	15,8	3,1	2,0	9,1	5,5	13,6	2,7	13,3	4,3	3,0	.
mar.	87,2	83,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
var. perc. rispetto all'anno prec.													
2003 mar.	-6,3	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Importazioni (c.i.f.)													
1999	781,2	-	131,0	33,2	18,6	60,3	43,2	113,2	53,9	151,8	49,0	30,4	95,4
2000	1.008,4	-	156,6	38,0	21,8	76,8	49,8	140,7	65,5	211,6	72,2	39,7	134,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1.011,1	-	154,0	34,3	21,3	88,8	52,9	138,1	58,6	207,9	74,0	40,9	140,3
2002	974,6	-	144,8	34,0	21,6	93,5	51,9	125,1	52,5	203,8	68,4	39,1	139,9
2002 1° trim.	239,8	241,5	36,3	8,2	5,1	22,2	12,7	33,0	12,8	49,2	17,8	9,3	33,2
2° trim.	248,9	246,0	37,7	8,8	5,2	23,9	13,6	32,9	13,5	48,8	17,1	10,7	36,6
3° trim.	234,3	243,2	33,8	7,9	5,2	22,6	12,3	28,7	12,6	51,2	16,2	9,9	33,9
4° trim.	251,5	245,6	37,0	9,1	6,1	24,7	13,3	30,5	13,5	54,6	17,2	9,3	36,2
2003 1° trim.	247,8	247,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 ott.	90,1	82,4	12,6	3,2	2,0	9,0	4,9	10,9	4,9	19,6	6,4	3,7	12,8
nov.	83,8	82,7	12,4	3,0	2,1	8,4	4,4	10,6	4,6	18,2	5,4	2,9	11,8
dic.	77,6	80,5	12,0	2,8	2,0	7,4	4,0	9,0	4,0	16,7	5,4	2,6	11,6
2003 gen.	83,3	82,9	10,9	2,7	1,9	8,0	4,1	9,8	4,6	18,7	6,2	3,0	.
feb.	78,9	82,3	11,2	2,9	1,9	7,9	4,2	8,8	4,1	17,0	6,0	2,7	.
mar.	85,6	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
var. perc. rispetto all'anno prec.													
2003 mar.	4,3	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Saldo													
1999	51,6	-	30,4	-0,1	2,6	17,4	12,9	21,9	-27,1	-32,6	-0,6	8,7	18,2
2000	5,3	-	33,1	0,8	1,4	18,5	13,6	30,7	-31,3	-60,0	-16,1	7,0	7,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	49,7	-	47,8	2,7	3,0	17,1	13,4	42,0	-24,1	-42,5	-13,7	8,9	-4,7
2002	102,4	-	59,1	2,7	3,1	18,5	11,9	56,5	-19,9	-33,5	-8,7	4,0	8,4
2002 1° trim.	19,1	27,8	15,6	0,9	0,9	4,1	3,2	11,8	-4,9	-9,8	-3,8	1,0	0,1
2° trim.	24,4	24,7	13,8	0,4	1,0	4,8	2,7	13,0	-5,7	-6,0	-1,5	0,6	1,0
3° trim.	32,5	27,8	16,4	0,5	0,8	5,2	3,3	15,6	-4,3	-8,2	-1,3	0,7	3,9
4° trim.	26,5	23,5	13,3	0,8	0,4	4,5	2,8	16,1	-4,9	-9,5	-2,0	1,7	3,4
2003 1° trim.	5,7	14,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 ott.	9,6	7,4	5,4	0,4	0,3	1,8	0,9	6,2	-1,8	-3,9	-1,1	0,5	1,0
nov.	9,6	8,4	4,9	0,5	0,2	1,7	1,1	5,1	-1,7	-3,8	-0,6	0,4	1,7
dic.	7,3	7,7	3,0	0,0	-0,1	0,9	0,8	4,9	-1,4	-1,9	-0,4	0,8	0,7
2003 gen.	-1,1	6,6	4,4	0,3	0,0	0,9	1,2	4,5	-2,1	-6,4	-1,7	0,1	.
feb.	5,2	7,2	4,6	0,3	0,-1	1,2	1,2	4,8	-1,4	-3,7	-1,7	0,3	.
mar.	1,6	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e altri paesi).

1) A causa di differenze relative alle definizioni, alla copertura e ai tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE (tavole 8.1 e 8.2).

I0 Tassi di cambio

Tavola 10

Tassi di cambio

(valori medi nel periodo indicato; i tassi bilaterali sono espressi in unità di valuta nazionale per ECU o per euro; quelli effettivi sono numeri indice, 1° trim. 1999 = 100)

	Tasso di cambio effettivo dell'euro ¹⁾						Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro ²⁾			
	Gruppo ristretto				Gruppo ampio		Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Sterlina britannica
	nominale	reale IPC	reale IPP	reale CLUPM	nominale	reale IPC				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	99,1	99,4	99,3	100,6	90,4	96,5	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,6	99,4	96,6	99,1	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	95,7	96,0	96,6	95,8	1,066	121,3	1,600	0,659
2000	85,7	86,3	87,1	87,1	88,2	86,0	0,924	99,5	1,558	0,609
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	87,3	88,6	89,3	87,7	91,0	87,7	0,896	108,7	1,511	0,622
2002	90,0	92,5	92,9	90,7	95,6	91,7	0,946	118,1	1,467	0,629
2001 1° trim.	88,6	89,5	90,6	89,2	91,4	88,4	0,923	109,1	1,533	0,633
2° trim.	86,0	87,3	87,9	86,9	89,5	86,4	0,873	106,9	1,528	0,614
3° trim.	87,0	88,3	89,0	86,8	91,2	87,7	0,890	108,3	1,507	0,619
4° trim.	87,5	89,3	89,9	87,9	92,0	88,4	0,896	110,5	1,473	0,621
2002 1° trim.	87,1	89,4	89,9	87,5	91,3	87,8	0,877	116,1	1,473	0,615
2° trim.	88,8	91,4	91,6	90,0	93,9	90,2	0,919	116,5	1,465	0,629
3° trim.	91,3	93,9	94,4	92,4	97,9	93,8	0,984	117,2	1,464	0,635
4° trim.	92,5	95,4	95,5	92,9	99,4	94,9	0,999	122,4	1,467	0,636
2003 1° trim.	96,9	100,1	99,8	-	104,1	99,3	1,073	127,6	1,466	0,670
2001 gen.	89,2	89,9	91,0	-	91,7	88,6	0,938	109,6	1,529	0,635
feb.	88,3	89,1	90,4	-	91,0	88,1	0,922	107,1	1,536	0,634
mar.	88,4	89,4	90,5	-	91,4	88,4	0,910	110,3	1,535	0,629
apr.	87,6	88,8	89,6	-	91,0	88,0	0,892	110,4	1,529	0,622
mag.	85,9	87,2	87,7	-	89,3	86,2	0,874	106,5	1,533	0,613
giu.	84,7	86,0	86,5	-	88,1	85,0	0,853	104,3	1,522	0,609
lug.	85,4	86,8	87,2	-	89,1	85,9	0,861	107,2	1,514	0,609
ago.	87,7	89,0	89,6	-	91,8	88,3	0,900	109,3	1,514	0,627
set.	88,0	89,3	90,0	-	92,6	89,0	0,911	108,2	1,491	0,623
ott.	88,0	89,6	90,1	-	92,8	89,1	0,906	109,9	1,479	0,624
nov.	86,8	88,4	89,2	-	91,3	87,6	0,888	108,7	1,466	0,618
dic.	87,7	89,8	90,3	-	91,9	88,5	0,892	113,4	1,475	0,620
2002 gen.	87,6	89,9	90,5	-	91,6	88,1	0,883	117,1	1,475	0,617
feb.	86,8	89,0	89,6	-	91,1	87,4	0,870	116,2	1,477	0,612
mar.	86,8	89,3	89,7	-	91,2	87,8	0,876	114,7	1,468	0,616
apr.	87,2	89,7	90,1	-	91,7	88,1	0,886	115,8	1,466	0,614
mag.	88,6	91,1	91,4	-	93,7	89,9	0,917	115,9	1,457	0,628
giu.	90,6	93,2	93,4	-	96,4	92,4	0,955	117,8	1,472	0,644
lug.	91,7	94,4	94,7	-	98,2	94,1	0,992	117,1	1,462	0,639
ago.	91,1	93,6	94,2	-	97,7	93,5	0,978	116,3	1,464	0,636
set.	91,2	93,7	94,4	-	98,0	93,6	0,981	118,4	1,465	0,631
ott.	91,7	94,3	94,5	-	98,5	94,2	0,981	121,6	1,465	0,630
nov.	92,5	95,1	95,3	-	99,3	94,6	1,001	121,7	1,467	0,637
dic.	93,6	96,7	96,8	-	100,4	96,0	1,018	124,2	1,468	0,642
2003 gen.	95,8	98,8	99,0	-	103,0	98,1	1,062	126,1	1,462	0,657
feb.	97,1	100,2	100,1	-	104,4	99,4	1,077	128,6	1,467	0,670
mar.	97,9	101,2	100,2	-	105,1	100,2	1,081	128,2	1,469	0,683
apr.	98,6	102,1	101,7	-	105,2	100,3	1,085	130,1	1,496	0,689
mag.	102,5	106,0	105,8	-	109,1	103,7	1,158	135,8	1,516	0,713
var. perc. sul mese prec. ⁴⁾										
2003 mag.	3,9	3,9	4,1	-	3,6	3,5	6,8	4,4	1,3	3,5
var. perc. sull'anno prec. ⁴⁾										
2003 mag.	15,6	16,4	15,8	-	16,4	15,4	26,3	17,2	4,0	13,5

Fonte: BCE.

1) Ulteriori dettagli sulla metodologia di calcolo sono forniti nelle Note generali.

2) I tassi di cambio riportati sono quelli dell'ECU fino al dicembre 1998 (fonte BRI), quelli dell'euro dal gennaio 1999.

3) I dati riportati fino al settembre 2000 si riferiscono a tassi indicativi poiché fino a quel periodo la BCE non pubblicava tassi di riferimento ufficiali con queste valute.

Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro ²⁾								
Corona svedese	Corona danese	Corona norvegese	Dollaro canadese	Dollaro australiano	Dollaro di Hong Kong ³⁾	Won coreano ³⁾	Dollaro di Singapore ³⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	
8,65	7,48	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
8,92	7,50	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
8,81	7,44	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
8,45	7,45	8,11	1,371	1,589	7,20	1.043,5	1,592	2000
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
9,26	7,45	8,05	1,386	1,732	6,99	1.154,8	1,604	2001
9,16	7,43	7,51	1,484	1,738	7,37	1.175,5	1,691	2002
9,00	7,46	8,20	1,410	1,741	7,20	1.174,7	1,616	2001 1° trim.
9,13	7,46	8,01	1,345	1,701	6,81	1.138,9	1,583	2° trim.
9,41	7,44	8,01	1,374	1,734	6,94	1.150,1	1,582	3° trim.
9,48	7,44	7,97	1,416	1,751	6,99	1.155,2	1,634	4° trim.
9,16	7,43	7,81	1,398	1,692	6,84	1.155,3	1,607	2002 1° trim.
9,16	7,43	7,52	1,428	1,666	7,17	1.157,8	1,657	2° trim.
9,23	7,43	7,40	1,536	1,796	7,67	1.172,7	1,729	3° trim.
9,09	7,43	7,32	1,569	1,791	7,79	1.215,4	1,767	4° trim.
9,18	7,43	7,57	1,620	1,809	8,37	1.288,9	1,872	2003 1° trim.
8,91	7,46	8,24	1,410	1,689	7,32	1.194,9	1,630	2001 gen.
8,98	7,46	8,21	1,403	1,724	7,19	1.153,8	1,607	feb.
9,13	7,46	8,16	1,417	1,807	7,09	1.173,4	1,611	mar.
9,11	7,46	8,11	1,390	1,785	6,96	1.183,5	1,617	apr.
9,06	7,46	7,99	1,347	1,681	6,82	1.133,7	1,586	mag.
9,21	7,45	7,94	1,302	1,647	6,65	1.104,1	1,550	giu.
9,26	7,44	7,97	1,315	1,689	6,71	1.120,3	1,569	lug.
9,31	7,45	8,06	1,386	1,717	7,02	1.154,0	1,586	ago.
9,67	7,44	8,00	1,426	1,804	7,11	1.178,3	1,593	set.
9,58	7,44	8,00	1,422	1,796	7,07	1.178,6	1,640	ott.
9,42	7,45	7,92	1,415	1,717	6,93	1.137,5	1,625	nov.
9,44	7,44	7,99	1,408	1,735	6,96	1.147,0	1,639	dic.
9,23	7,43	7,92	1,413	1,709	6,89	1.160,8	1,625	2002 gen.
9,18	7,43	7,79	1,388	1,696	6,79	1.147,2	1,594	feb.
9,06	7,43	7,72	1,390	1,669	6,83	1.157,3	1,602	mar.
9,14	7,43	7,62	1,401	1,654	6,91	1.163,2	1,619	apr.
9,22	7,44	7,52	1,421	1,666	7,15	1.150,1	1,651	mag.
9,11	7,43	7,40	1,463	1,679	7,45	1.160,6	1,703	giu.
9,27	7,43	7,40	1,532	1,792	7,74	1.169,2	1,740	lug.
9,25	7,43	7,43	1,533	1,805	7,63	1.167,1	1,716	ago.
9,17	7,43	7,36	1,543	1,793	7,65	1.182,6	1,732	set.
9,11	7,43	7,34	1,548	1,783	7,65	1.211,9	1,751	ott.
9,08	7,43	7,32	1,574	1,785	7,81	1.208,2	1,767	nov.
9,10	7,43	7,29	1,587	1,808	7,94	1.226,9	1,786	dic.
9,17	7,43	7,33	1,636	1,822	8,28	1.250,1	1,843	2003 gen.
9,15	7,43	7,54	1,630	1,811	8,40	1.282,8	1,880	feb.
9,23	7,43	7,84	1,594	1,795	8,43	1.335,4	1,895	mar.
9,15	7,43	7,83	1,585	1,781	8,46	1.337,4	1,928	apr.
9,16	7,42	7,87	1,602	1,787	9,03	1.390,0	2,007	mag.
0,0	0,0	0,5	1,0	0,3	6,8	3,9	4,1	var. perc. sul mese prec. ⁴⁾ 2003 mag.
-0,7	-0,1	4,7	12,7	7,2	26,3	20,9	21,6	var. perc. sull'anno prec. ⁴⁾ 2003 mag.

4) Per l'ultimo mese si riporta la variazione percentuale rispetto al mese precedente e quella rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. Per effetto della modifica del sistema di pesi, i dati relativi al tasso di cambio effettivo dal gennaio 2001 non sono del tutto confrontabili con le osservazioni precedenti.

I I Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE

Tavola 11

Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amm.ni pubbliche, in perc. del PIL	Debito lordo delle Amm.ni pubbliche, in perc. del PIL	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine ¹⁾ , in perc. per anno	Tasso di cambio ²⁾ in unità della valuta nazionale per euro	Saldo della bilancia dei pagamenti in perc. del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto ³⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale ⁴⁾	Tasso di disoccupazione standardizzato in perc. della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ⁵⁾	Tasso di interesse a 3 mesi ¹⁾ , in perc. su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Danimarca												
1999	2,1	3,3	53,0	4,91	7,44	1,8	2,4	2,6	0,1	4,8	-0,2	3,44
2000	2,7	2,6	47,4	5,64	7,45	1,5	1,4	2,9	5,7	4,4	1,1	5,00
2001	2,3	3,1	45,4	5,08	7,45	3,1	3,7	1,4	1,3	4,3	5,7	4,70
2002	2,4	1,9	45,2	5,06	7,43	3,0	1,4	1,6	1,5	4,5	3,5	3,54
2001 4° trim.	2,0	-	-	4,83	7,44	0,7	3,7	1,0	-0,5	4,3	9,6	3,77
2002 1° trim.	2,5	-	-	5,21	7,43	2,8	3,0	1,2	-0,5	4,3	2,3	3,63
2° trim.	2,1	-	-	5,36	7,43	3,2	0,6	3,1	4,5	4,4	2,8	3,71
3° trim.	2,4	-	-	4,92	7,43	3,8	1,0	1,1	0,9	4,6	2,6	3,57
4° trim.	2,7	-	-	4,74	7,43	2,0	1,0	1,0	1,1	4,7	6,1	3,27
2003 1° trim.	2,8	-	-	4,30	7,43	3,2	.	1,2	1,6	5,0	19,1	2,83
2002 dic.	2,6	-	-	4,61	7,43	-	-	-	-1,7	4,8	10,8	3,07
2003 gen.	2,6	-	-	4,43	7,43	-	-	-	-0,5	4,9	17,7	2,97
feb.	2,9	-	-	4,21	7,43	-	-	-	3,3	5,0	21,1	2,83
mar.	2,8	-	-	4,26	7,43	-	-	-	2,1	5,1	18,5	2,67
apr.	2,5	-	-	4,41	7,43	-	-	-	.	.	20,8	2,67
mag.	.	-	-	4,09	7,42	-	-	-	.	.	.	2,54
Svezia												
1999	0,6	1,5	62,7	4,98	8,81	2,6	-1,2	4,6	2,2	6,7	6,8	3,32
2000	1,3	3,4	52,8	5,37	8,45	3,8	5,0	4,4	6,3	5,6	6,2	4,07
2001	2,7	4,5	54,4	5,11	9,26	3,8	5,8	1,1	-0,3	4,9	3,4	4,11
2002	2,0	1,2	52,4	5,31	9,16	4,1	2,1	1,9	-1,2	4,9	5,3	4,24
2001 4° trim.	3,0	-	-	5,12	9,48	4,3	5,6	0,8	-2,3	4,9	6,2	3,85
2002 1° trim.	2,9	-	-	5,42	9,16	5,5	4,7	0,8	-1,1	4,9	7,0	4,00
2° trim.	1,9	-	-	5,64	9,16	5,3	0,8	3,1	0,2	4,8	5,3	4,43
3° trim.	1,5	-	-	5,16	9,23	4,1	1,4	2,4	-1,2	4,9	5,8	4,41
4° trim.	1,6	-	-	5,00	9,09	1,8	1,7	1,3	-2,6	5,1	3,1	4,09
2003 1° trim.	2,9	-	-	4,59	9,18	.	.	.	-2,0	5,3	5,6	3,72
2002 dic.	1,7	-	-	4,89	9,10	-	-	-	-3,5	5,1	4,2	3,85
2003 gen.	2,6	-	-	4,71	9,17	-	-	-	1,7	5,4	5,2	3,83
feb.	3,3	-	-	4,48	9,15	-	-	-	-2,4	5,2	5,7	3,75
mar.	2,9	-	-	4,57	9,23	-	-	-	-4,7	5,3	5,9	3,56
apr.	2,3	-	-	4,73	9,15	-	-	-	.	5,4	4,5	3,56
mag.	.	-	-	4,37	9,16	-	-	-	.	.	.	3,35
Regno Unito												
1999	1,3	1,1	45,1	5,01	0,659	-2,1	2,9	2,4	0,8	5,9	5,5	5,54
2000	0,8	3,9	42,1	5,33	0,609	-1,8	2,3	3,1	1,6	5,4	6,6	6,19
2001	1,2	0,8	39,0	5,01	0,622	-1,1	4,1	2,1	-2,1	5,0	8,1	5,04
2002	1,3	-1,4	38,6	4,91	0,629	-0,7	.	1,8	-3,4	5,1	6,0	4,06
2001 4° trim.	1,0	-1,8	38,7	4,82	0,621	-1,5	3,4	1,9	-5,6	5,1	7,8	4,16
2002 1° trim.	1,5	2,8	37,7	5,13	0,615	-0,3	2,7	1,2	-5,7	5,1	6,1	4,08
2° trim.	0,9	-3,6	38,1	5,28	0,629	-1,7	2,6	1,6	-4,4	5,1	5,7	4,17
3° trim.	1,1	-0,7	37,7	4,71	0,635	0,3	1,5	2,2	-2,2	5,2	5,7	4,01
4° trim.	1,6	-3,0	38,3	4,52	0,636	-1,1	.	2,2	-1,1	5,0	6,3	3,98
2003 1° trim.	1,5	-1,1	37,6	4,34	0,670	.	.	2,3	-1,1	.	6,9	3,80
2002 dic.	1,7	-4,5	38,3	4,49	0,642	-	-	-	-0,8	4,9	7,2	4,02
2003 gen.	1,4	3,4	37,6	4,31	0,657	-	-	-	-0,7	5,0	6,7	3,98
feb.	1,6	-1,3	37,3	4,29	0,670	-	-	-	-0,4	5,1	6,8	3,75
mar.	1,6	-5,4	37,6	4,41	0,683	-	-	-	-2,0	.	7,2	3,66
apr.	1,5	-0,1	37,5	4,56	0,689	-	-	-	.	.	8,0	3,65
mag.	.	.	.	4,31	0,713	-	-	-	.	.	.	3,63

Fonti: Eurostat (colonne 1, 8, 9 e 10); Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat) (colonne 2 (dati annuali) e 3 (dati annuali)); Reuters (colonna 12); dati nazionali (colonne 2 (dati trimestrali e mensili), 3 (dati trimestrali e mensili), 4, 5, 7 (eccetto la Svezia), e 11); elaborazioni della BCE (colonne 6 e 7 (per la Svezia)).

1) Valori medi nel periodo indicato.

2) Per ulteriori informazioni cfr. la tavola 10.

3) Dati riferiti all'intera economia; i dati per il Regno Unito non comprendono i contributi sociali a carico del datore di lavoro.

4) Totale, escluse le costruzioni; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

5) Media dei valori di fine mese; M3 (M4 per il Regno Unito).

12 Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non UE

Tavola 12.1

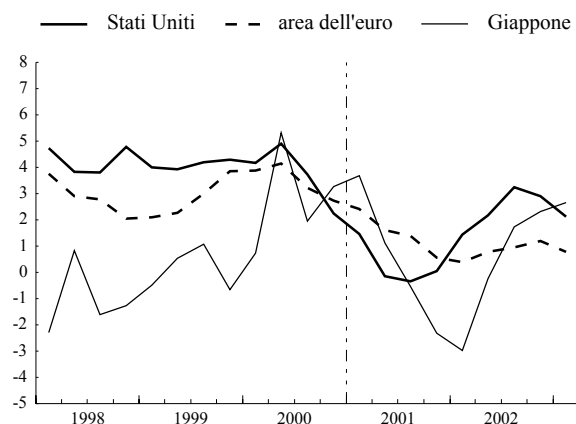
Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale ¹⁾	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	M2 ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali per anno)	Rendimento sui titoli pubblici a 10 anni ³⁾ (valori percentuali per anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo ⁵⁾ (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
1999	2,2	-1,1	4,1	5,0	4,2	7,6	5,42	5,64	1,066	0,7	49,6
2000	3,4	3,2	3,8	5,2	4,0	6,1	6,53	6,03	0,924	1,4	44,3
2001	2,8	0,7	0,3	-4,1	4,8	8,7	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,9
2002	1,6	-1,1	2,4	-1,0	5,8	7,7	1,80	4,60	0,946	-3,4	46,1
2001 4° trim.	1,9	1,0	0,1	-6,2	5,6	10,3	2,15	4,74	0,896	-1,0	44,0
2002 1° trim.	1,3	-0,8	1,4	-4,0	5,6	9,1	1,90	5,06	0,877	-3,0	44,3
2° trim.	1,3	-1,5	2,2	-1,5	5,8	7,5	1,92	5,08	0,919	-3,3	44,6
3° trim.	1,6	-1,9	3,3	0,5	5,8	7,3	1,81	4,25	0,984	-3,4	45,2
4° trim.	2,2	-0,3	2,9	1,1	5,9	7,0	1,55	3,99	0,999	-3,8	46,1
2003 1° trim.	2,9	1,2	2,1	0,4	5,8	6,9	1,33	3,90	1,073	-4,0	.
2002 dic.	2,4	-	-	0,9	6,0	6,6	1,41	4,03	1,018	-	-
2003 gen.	2,6	-	-	0,8	5,7	6,7	1,37	4,02	1,062	-	-
feb.	3,0	-	-	0,5	5,8	6,8	1,34	3,90	1,077	-	-
mar.	3,0	-	-	0,0	5,8	7,1	1,29	3,79	1,081	-	-
apr.	2,2	-	-	-0,9	6,0	7,8	1,30	3,94	1,085	-	-
mag.	.	-	-	.	.	.	1,28	3,56	1,158	-	-
Giappone											
1999	-0,3	-1,9	0,1	0,2	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-7,2	118,2
2000	-0,7	-6,2	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	4,8	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,0	0,2	-1,4	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2001 4° trim.	-1,0	10,1	-2,3	-12,6	5,4	3,2	0,08	1,35	110,5	.	.
2002 1° trim.	-1,4	5,5	-3,0	-9,9	5,3	3,6	0,10	1,46	116,1	.	.
2° trim.	-0,9	-1,5	-0,3	-3,8	5,4	3,5	0,08	1,37	116,5	.	.
3° trim.	-0,8	-7,0	1,7	3,2	5,4	3,3	0,07	1,24	117,2	.	.
4° trim.	-0,5	-8,6	2,3	5,9	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 1° trim.	-0,2	.	2,7	5,6	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
2002 dic.	-0,3	-8,8	-	7,0	5,4	2,1	0,06	0,97	124,2	-	-
2003 gen.	-0,4	-9,5	-	8,2	5,5	1,9	0,06	0,84	126,1	-	-
feb.	-0,2	-6,7	-	4,8	5,2	1,9	0,06	0,83	128,6	-	-
mar.	-0,1	.	-	4,1	5,4	1,7	0,06	0,74	128,2	-	-
apr.	-0,1	.	-	3,6	.	1,4	0,06	0,66	130,1	-	-
mag.	.	.	-	.	.	.	0,06	0,57	135,8	-	-

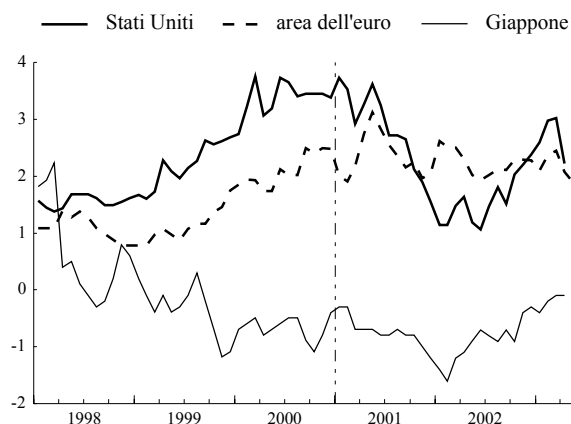
PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5, 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Industria manifatturiera.

2) Valori medi; per il Giappone: M2 + CD.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. tavole 3.1 e 3.2.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

5) Per il 1999 la fonte sono i conti finanziari.

6) Debito lordo consolidato per le Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

Tavola 12.2

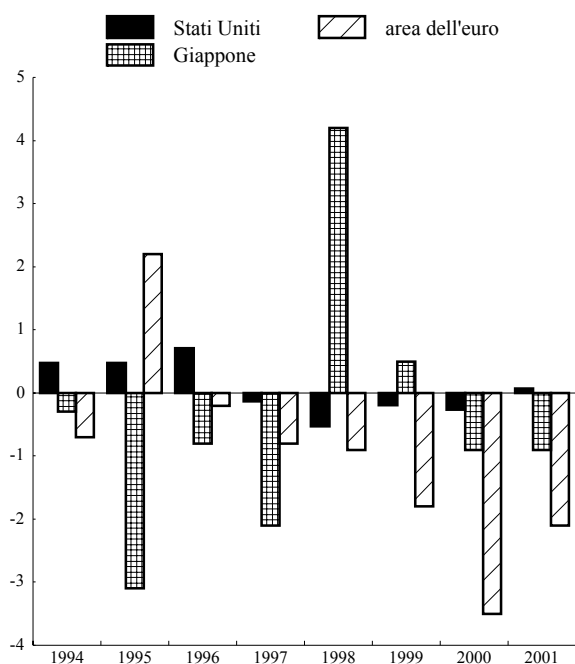
Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL)

	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	Spese in conto capitale	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,9	12,4	4,6	11,2	6,2
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	3,0	11,5	5,7
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	3,7	7,7	3,7	2,0	13,0	5,5	11,6	5,7
2002	15,2	18,6	-4,6	7,7	7,7	2,3	7,6	2,9	0,2	12,8	6,4	12,7	6,8
2001 1° tr.	16,9	20,0	-4,1	8,6	8,9	4,6	7,1	5,6	2,2	12,9	4,0	11,4	3,5
2° tr.	16,6	19,3	-3,8	8,1	8,6	4,0	7,4	4,1	2,8	12,9	6,2	11,2	6,6
3° tr.	16,5	18,8	-3,5	7,7	8,3	2,6	7,8	2,2	0,8	12,9	9,1	12,8	9,1
4° tr.	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	3,8	8,5	2,8	2,3	13,4	2,7	10,9	3,7
2002 1° tr.	15,6	18,6	-4,1	7,5	7,8	2,6	7,9	2,8	0,3	12,8	6,5	12,3	6,7
2° tr.	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,6	7,7	3,1	1,1	12,7	6,8	12,7	5,8
3° tr.	15,0	18,6	-4,7	7,8	7,6	1,2	7,5	2,1	-1,3	12,9	4,7	12,7	6,5
4° tr.	14,8	18,7	-5,0	7,8	7,6	2,7	7,3	3,5	0,8	12,7	7,5	12,8	8,2
Giappone													
1999	27,8	25,9	2,2	14,4	14,8	2,4	13,7	-3,5	1,7	5,2	5,1	11,5	0,2
2000	27,7	26,2	2,3	15,8	15,4	2,4	14,3	0,3	1,2	5,2	4,1	10,7	0,0
2001	26,4	25,6	2,0	15,7	15,2	-2,3	14,1	-5,7	1,7	4,9	3,0	8,6	-0,1
2002	.	23,7	.	.	.	-2,4	.	-6,6	-0,3	.	1,2	.	-2,1
2001 1° tr.	30,1	26,4	2,3	.	.	8,9	.	-2,4	2,2	.	-4,1	.	3,2
2° tr.	24,2	25,4	1,7	.	.	-26,7	.	-15,3	4,0	.	11,8	.	-4,5
3° tr.	25,9	25,3	2,1	.	.	6,3	.	-8,9	-1,1	.	-5,2	.	2,6
4° tr.	25,5	25,5	2,0	.	.	2,3	.	3,2	1,5	.	8,8	.	-1,5
2002 1° tr.	29,6	22,8	3,4	.	.	10,0	.	-6,7	-2,5	.	-6,5	.	2,5
2° tr.	.	22,7	.	.	.	-25,0	.	-19,0	2,0	.	7,4	.	-8,0
3° tr.	.	23,7	.	.	.	-0,8	.	-7,5	-2,6	.	-4,3	.	-0,1
4° tr.	.	25,0	.	.	.	6,0	.	5,8	1,5	.	7,3	.	-2,6

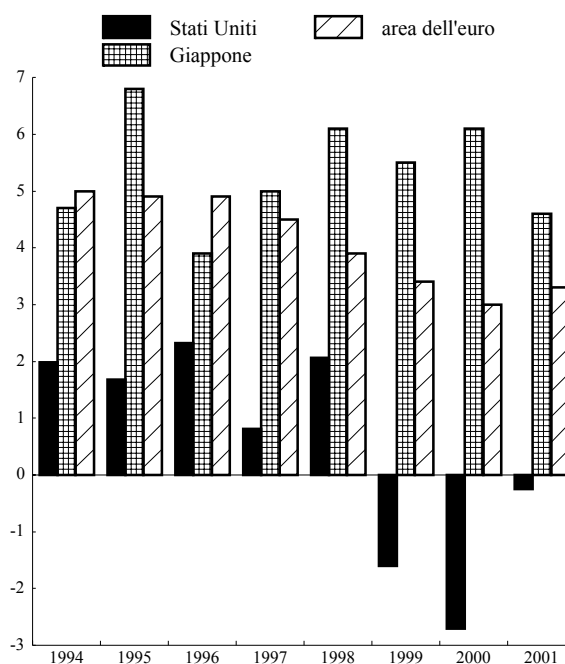
Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



Saldo finanziario delle famiglie¹⁾

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Le famiglie includono le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

Note tecniche

Relative alle tavole da 2.3 a 2.7

Calcolo dei flussi

I flussi mensili sono calcolati dalle differenze mensili nei livelli corretti 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 il livello delle 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, il flusso F_t^M nel mese t è definito come:

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

Analogamente, il flusso trimestrale F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t è definito come:

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

dove L_{t-3} è il livello delle 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 .

Relative alla tavola 2.4

Calcolo dei tassi di crescita

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dai flussi 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:

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

L'indice (delle serie non destagionalizzate) fissato come base è uguale a 100 nel dicembre 2001. La variazione percentuale sui dodici mesi di a_t riferita al mese t può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Analogamente la variazione percentuale mensile a_t^M per il mese t può essere calcolata come:

$$(f) \quad a_t^M = \left(\frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right) \times 100$$

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

Infine, la media mobile centrata su tre mesi per M3 viene ottenuta come $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$.

Gli arrotondamenti possono dare luogo a differenze rispetto ai tassi di variazione sui dodici mesi riportati nella tavola 2.4. L'indice delle consistenze corrette con un più elevato livello di precisione, che consente il calcolo esatto delle variazioni percentuali riportate nella tavola 2.4, è disponibile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int), alla pagina "Euro area statistics – download" (in formato CSV).

La destagionalizzazione degli aggregati monetari dell'area dell'euro e dei prestiti ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (versione 0.2.2) ²⁾. La destagionalizzazione degli aggregati monetari comprende anche, per alcune delle componenti di M2, una correzione per tenere conto del giorno della settimana in cui termina il mese. La destagionalizzazione di M3 è effettuata in modo indiretto, aggregando serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 ed M3 meno M2.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area (agosto 2000).

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 vengono utilizzati anche modelli moltiplicativi 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.

Le procedure di destagionalizzazione vengono applicate prima ai numeri indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute delle componenti stagionali vengono quindi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e altre rivalutazioni, ottenendo così flussi destagionalizzati. I fattori stagionali (e quelli di correzione per il numero delle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Relative alle tavole da 2.5 a 2.8

Per quanto possibile, i dati sono stati armonizzati e sono comparabili nel tempo. Tuttavia, per effetto dell'adozione di un nuovo schema di rilevazione dal gennaio 1999, i dati relativi ai periodi precedenti al primo trimestre di quell'anno non sono direttamente confrontabili con quelli successivi. I valori riportati nelle tavole 2.5-2.8 vengono rivisti con cadenza trimestrale (nei Bollettini di marzo, giugno, settembre, dicembre). Per questo motivo, possono verificarsi lievi discrepanze tra queste tavole e quelle contenenti i dati trimestrali.

Calcolo dei tassi di crescita

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dai flussi o dai numeri indice delle consistenze corrette. 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:

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

L'indice fissato come base è uguale a 100 nel dicembre 2001. La variazione percentuale sul periodo corrispondente nel quarto trimestre che termina nel mese t , cioè a_t , può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(i) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^3 \left(1 + \frac{F_{t-3i}^Q}{L_{t-3(i+1)}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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

Analogamente la variazione percentuale sul trimestre precedente a_t^Q per il mese t può essere calcolata come:

$$(k) \quad a_t^Q = \left(\frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right) \times 100$$

$$(l) \quad a_t^Q = \left(\frac{I_t}{I_{t-3}} - 1 \right) \times 100$$

Gli arrotondamenti possono dare luogo a differenze rispetto ai tassi di variazione sul periodo corrispondente riportati nelle tavole da 2.5 a 2.7. L'indice delle consistenze corrette con un più elevato livello di precisione, che consente il calcolo esatto delle variazioni percentuali riportate nelle tavole da 2.5 a 2.7, è disponibile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int), alla pagina "Euro area statistics – download" (in formato CSV).

Relative alla Tavola 3.7

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. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dai flussi o dai numeri indice delle consistenze corrette. Indicando con N_t^M il flusso (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

L'indice fissato come base è uguale a 100 nel dicembre 2001. La variazione percentuale sui 12 mesi a_t 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:

3) In 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.

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

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

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

Relative alla tavola 4.1

La destagionalizzazione dello IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (versione 0.2.2) (cfr. nota 2 alla pag. 85). 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 8.2

Destagionalizzazione del conto corrente della bilancia dei pagamenti

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (versione 0.2.2) (cfr. nota 2 alla pag. 85). I dati grezzi sui beni vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle "giornate lavorative", degli "anni bisestili" e della "Pasqua". I dati sui servizi sono preliminarmente corretti solo per il numero di "giornate lavorative". La destagionalizzazione per i beni e i servizi viene effettuata utilizzando queste serie pre-aggiustate. Per le entrate e per i trasferimenti correnti non si effettua alcuna correzione preliminare. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti per l'area dell'euro. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Cfr. nota 1 alla pagina 85.



Note generali

Il quadro di riferimento per le statistiche compilate dalla BCE è presentato nel documento *Statistical information collected and compiled by the ESCB*, del maggio 2000. Tale documento rappresenta un aggiornamento del rapporto *Requisiti statistici per la terza fase dell'Unione monetaria (Pacchetto di attuazione)*, del luglio 1996, e descrive la situazione attuale per quanto concerne la disponibilità delle statistiche. Il documento riguarda le statistiche monetarie e bancarie, quelle relative alla bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero e i conti finanziari. I requisiti indicati dalla BCE per quanto riguarda le statistiche sui prezzi e i costi, i conti nazionali, il mercato del lavoro, gli indicatori congiunturali sul prodotto e la domanda e le inchieste della Commissione europea presso le famiglie e le imprese sono invece definiti nel documento *Requisiti nel campo delle statistiche economiche generali*, dell'agosto 2000¹⁾.

Tali statistiche si riferiscono all'area dell'euro considerata nel suo insieme. Nuovi dati verranno pubblicati sul Bollettino mensile della BCE man mano che si rendono disponibili. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" 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).

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle tavole dalla 2.1 alla 2.6 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio irrevocabili con l'euro fissi adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano sui dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 4 giugno 2003.

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.

Le serie statistiche di riferimento per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ciò significa che i dati sull'area dell'euro coprono gli Euro 11 fino a fine 2000 e, dall'inizio 2001, gli Euro 12. Eccezioni a tale regola sono riportate ove necessario.

Nelle tavole l'interruzione è indicata mediante una linea che rappresenta l'ampliamento dell'area dell'euro. Nelle figure, invece, essa è indicata mediante una linea tratteggiata. Ove possibile 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.

I dati per l'area dell'euro più la Grecia fino alla fine del 2000 possono essere scaricati (sotto forma di file CSV) dal sito Internet della BCE (www.ecb.int).

Il gruppo "paesi aderenti" è costituito da: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia.

1) Le statistiche monetarie e bancarie rientrano nell'ambito di responsabilità della BCE a livello europeo; la responsabilità per le statistiche relative alla bilancia dei pagamenti, alla posizione patrimoniale sull'estero e ai conti finanziari è condivisa dalla BCE e dalla Commissione europea (Eurostat); le statistiche relative ai prezzi e ai costi e le altre statistiche economiche rientrano tra la responsabilità della Commissione europea (Eurostat).

Principali indicatori

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

Statistiche sulla politica monetaria

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 riportano la situazione finanziaria consolidata dell'Eurosistema, i dati sulle operazioni dell'Eurosistema, le statistiche relative alla riserva obbligatoria e la posizione di liquidità del sistema bancario. Le tavole 1.2 e 1.3 tengono conto del passaggio alle aste a tasso variabile nel giugno 2000.

Andamenti monetari e fondi d'investimento

Le statistiche monetarie riferite alle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono contenute nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.3 riporta dati consolidati; le posizioni interbancarie entro l'area dell'euro non sono riportate, ma eventuali discrepanze tra il totale delle attività e passività di questo tipo segnalate dalle banche sono indicate nella colonna 13. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); questi ultimi includono anche alcune passività (monetarie) dell'Amministrazione centrale. I dati di M3 riportati nella tavola 2.4 escludono le consistenze detenute da non residenti nell'area dell'euro dei seguenti strumenti: a) quote e partecipazioni in fondi comuni monetari dell'area dell'euro; b) titoli di mercato monetario e obbligazioni con scadenza fino a 2 anni. Pertanto, gli ammontari di tali disponibilità dei non residenti sono compresi nella voce "passività verso non residenti nell'area dell'euro" riportata nella tavola 2.3 e quindi si riflettono nella voce "attività nette sull'estero" nella tavola 2.4. La tavola 2.5 riporta una scomposizione per settore e per scadenza, su base trimestrale, dei prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.6 riporta un'analisi trimestrale dei depositi di residenti nell'area dell'euro presso le IFM. La tavola 2.7 fornisce un'analisi trimestrale delle attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.8 contiene una scomposizione per valuta, su base

trimestrale, di alcune voci di bilancio delle IFM. Le tavole da 2.5 a 2.7 riportano dati sui flussi corretti per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni, nonché le variazioni percentuali sul periodo corrispondente. Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. 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: *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) 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 (BCE/1998/16; BCE/2001/13 dal gennaio 2002).

In seguito all'entrata in vigore del Regolamento BCE/2001/13, 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 tavola 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 tavola 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo identificato dalla politica d'investimento, mentre la tavola 2.11 riporta il bilancio aggregato disaggregato per tipo di investitore.

Mercati finanziari e tassi d'interesse

Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario

(cfr. tavole dalla 3.1 alla 3.3) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica. Per dettagli concernenti le statistiche sui tassi di interesse bancari al dettaglio (cfr. tavola 3.4) si veda la nota a piè della relativa pagina.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 3.5, 3.6 e 3.7 nonché le azioni quotate che sono riportate nella tavola 3.8. 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, come previsto dal SEC 95). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con data 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.

La tavola 3.5 riporta le emissioni, i rimborsi e le consistenze in essere di titoli, con una scomposizione tra titoli a breve e a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

La tavola 3.6 contiene una scomposizione per settore di appartenenza degli emittenti di titoli denominati in euro, sia residenti sia non residenti nell'area dell'euro. Per i residenti, la scomposizione settoriale è coerente con il SEC 95²⁾. Si stima che le statistiche sulle emissioni di titoli coprano circa il 95 per cento del totale delle emissioni effettuate da residenti nell'area dell'euro. Per quanto riguarda i non residenti, il termine "banche (incluse banche centrali)" viene usato in questa tavola per indicare istituzioni non residenti nell'area dell'euro con caratteristiche simili a quelle delle istituzioni residenti nell'area incluse nella voce "IFM (incluso l'Eurosistema)". Il termine "istituzioni internazionali" comprende anche la Banca europea per gli investimenti; la BCE è compresa nell'Eurosistema.

I totali della tavola 3.6 (colonne 1, 7 e 14) sono identici ai dati relativi ai titoli denominati

in euro riportati nella tavola 3.5 (colonne 8, 16 e 20 per le consistenze; colonne 5, 13 e 17 per le emissioni lorde; colonne 7, 15 e 19 per le emissioni nette). Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 3.6) sono in linea di massima confrontabili con quelli relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2.8.3, colonne 2 e 10), nonostante il grado di copertura delle statistiche sulle emissioni di titoli sia, al momento, più limitato.

La tavola 3.7 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro e suddivisi per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale acquista o dismette attività finanziarie e contrae o ripiana una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La tavola 3.8 riporta le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella tavola 6.1 (Principali passività, colonna 20).

IAPC e altri prezzi

I dati, descritti in questa sezione e in quella sugli "indicatori congiunturali", sono prodotti, tranne qualche eccezione, dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme

2) I codici numerici SEC 95 per i settori indicati nelle tavole del Bollettino sono i seguenti: IFM (incluso l'Eurosistema), che comprendono la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); società finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le imprese di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); amministrazioni centrali (S1311); altre amministrazioni pubbliche, che comprendono le amministrazioni statali nei paesi a struttura federale (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti di previdenza (S1314).

dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Tuttavia, la disponibilità di dati comparabili è, in genere, migliore per i dati che si riferiscono a periodi più recenti che per quelli precedenti.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (cfr. tavola 4.1) 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) utilizzata per lo IAPC. Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La tavola comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

Indicatori congiunturali

Riguardo alle statistiche sulla contabilità nazionale (cfr. tavole 4.2 e 5.1), con l'attuazione del Sistema europeo di contabilità nazionale (SEC 95) nel corso del 1999 e successivamente si è cominciato a porre le basi per ottenere dati pienamente confrontabili, compresi conti sintetici trimestrali per l'area dell'euro. Per i periodi precedenti il 1999 i deflatori del PIL riportati nella tavola 4.2.2 sono calcolati sulla base di dati nazionali in valuta nazionale. I dati di contabilità nazionale riportati in questo numero sono basati prevalentemente su SEC 95.

La tavola 5.2 riporta alcuni altri indicatori congiunturali. L'attuazione del Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine ampliarà la gamma dei dati disponibili sull'area dell'euro. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti adottata nelle tavole 4.2.1 e 5.2.1 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.

I dati relativi alle inchieste congiunturali (cfr. tavola 5.3) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea tra le imprese e i consumatori.

I dati sull'occupazione (cfr. tavola 5.4) sono basati su SEC 95. Nei casi in cui il grado di copertura per l'area dell'euro è incompleto, alcuni dati sono stimati dalla BCE sulla base delle informazioni disponibili. I tassi di disoccupazione sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella tavola 5.4.

Risparmio, investimento e fonti di finanziamento

La tavola 6.1 riporta dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13), 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 riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni, 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. Ovunque possibile i 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 tavola 6.2 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125) dell'area dell'euro. Come nella tavola 6.1, i dati 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 in entrambe le tavole sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. La tavola 6.1 si riferisce, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tutti i paesi dell'area

dell'euro contribuiscono alle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli, ma l'Irlanda e il Lussemburgo per il momento non forniscono dati trimestrali sui conti finanziari nazionali.

La tavola 6.3 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti e sulle fonti di finanziamento (finanziari e non finanziari) dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare, informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due tavole precedenti.

La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

Le tavole da 7.1 a 7.3 riportano le posizioni di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati per l'area dell'euro 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.

Nella tavola 7.1 sono riportate statistiche sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000, che emenda il SEC 95. La tavola 7.2 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 tavole 7.1 e 7.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. La tavola 7.3 analizza 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.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve)

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (cfr. tavole da 8.1 a 8.6) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (cfr. tavole da 8.8.1 a 8.8.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni conformi alla 5ª edizione del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7) e con la documentazione dell'Eurostat.

Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati fino al dicembre 1998 sono espressi in ECU. 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 con la 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.

Alcuni dati relativi a periodi precedenti sono parzialmente stimati e potrebbero non essere del tutto confrontabili con le osservazioni più recenti. La tavola 8.5.2 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.

Nella sezione 8 è stata aggiunta una nuova tavola sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (tavola 8.7). Una specifica nota metodologica è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il riquadro I nel presente numero del bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro (cfr. tavole da 8.8.1 a 8.8.8) sono redatte sulla base delle posizioni dei singoli stati membri dell'area dell'euro nei confronti dei non residenti nell'area (cioè considerando l'area dell'euro come una singola economia) a partire dal 1999 in poi ed è per questo motivo che le attività e le passività dell'area dell'euro sono presentate separatamente (cfr. riquadro 9 nel numero di dicembre 2002 di questo Bollettino). La p.p.e. è compilata su base "netta" aggregando i dati nazionali relativi a fine 1997 e fine 1998. La metodologia di compilazione su base "netta" e quella basata sui "paesi all'esterno dell'area dell'euro" possono fornire risultati non completamente confrontabili. 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.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 8.8.5, insieme ai corrispondenti dati relativi alle riserve ufficiali e attività connesse della BCE. I dati contenuti nella tavola 8.8.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le serie storiche vengono riviste regolarmente. I dati sulle riserve ufficiali relativi a periodi anteriori a fine 1999 non sono del tutto confrontabili con quelli relativi ai periodi successivi. Una pubblicazione sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema è disponibile sul sito Internet della BCE (*Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema*, ottobre 2000).

Il commercio con l'estero in beni

La tavola 9 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è 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 (beni intermedi, di investimento e di consumo)

è coerente con la classificazione per destinazione economica (*Broad economic categories – BEC*), a sua volta basata sulle definizioni del SITC rev. 3; le definizioni di beni manufatti e di petrolio sono coerenti con il SITC rev. 3. Nella scomposizione per area geografica sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali.

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. tavole 8.1 e 8.2). Parte della differenza deriva dall'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nella rilevazione dei beni importati, che nel 1998 rappresentavano circa il 3,8 per cento del valore c.i.f. delle importazioni (stime della BCE).

Tassi di cambio

Nella tavola 10 sono riportati indici dei tassi di cambio nominali effettivi dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti nel 1995-97 con i paesi partner commerciali, e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Per i dati fino al dicembre 2000, il gruppo ristretto comprende i paesi le cui monete sono riportate nella tavola più la Grecia. Dal momento in cui ha adottato l'euro, nel gennaio 2001, la Grecia ha cessato di essere un paese partner ai fini del calcolo del tasso di cambio effettivo dell'euro; il sistema di ponderazione è stato modificato di conseguenza. Il gruppo ampio di paesi partner comprende, in aggiunta a quelli del gruppo ristretto, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cina, Cipro, Croazia, Estonia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Slovenia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Ungheria. I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati utilizzando i prezzi al consumo (IPC), i prezzi alla produzione nell'industria manifatturiera (IPP) e i costi unitari del lavoro nell'industria manifatturiera (CLUMP).

Laddove i deflatori non sono disponibili si utilizzano stime. I tassi di cambio bilaterali riportati sono quelli nei confronti delle 12 valute utilizzate dalla BCE per il calcolo del tasso di cambio effettivo "ristretto" dell'euro. La BCE pubblica tassi di riferimento per queste e alcune altre valute. Per informazioni più dettagliate si prega di consultare 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.

Evoluzione economica e finanziaria all'esterno dell'area dell'euro

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. tavola 11) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. tavole/figure 12.1 e 12.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema ¹⁾

2 gennaio 2001

Il 1° gennaio 2001 l'euro è stato introdotto in Grecia. Quest'ultima è divenuta pertanto il dodicesimo paese membro della UE ad adottare la moneta unica e il primo a farlo dopo l'avvio, il 1° gennaio 1999, della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). Di conseguenza, la Banca di Grecia è ora membro a pieno diritto dell'Eurosistema, con gli stessi diritti e doveri delle undici banche centrali nazionali dei paesi membri della UE che avevano già adottato l'euro. In base all'articolo 49 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, la Banca di Grecia versa la parte rimanente del proprio contributo al capitale della BCE e la propria quota delle riserve della BCE; trasferisce inoltre a quest'ultima il proprio contributo alle attività di riserva della BCE.

Facendo seguito all'annuncio del 29 dicembre 2000, viene condotta con successo la prima operazione di rifinanziamento principale del 2001, alla quale prendono parte per la prima volta le controparti greche dell'Eurosistema. Il volume aggiudicato, pari a 101 miliardi di euro, riflette il fabbisogno addizionale di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro derivante dall'integrazione delle istituzioni finanziarie monetarie greche.

4 gennaio 2001

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 4,75, al 5,75 e al 3,75 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2001 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'euro nel 2001 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di

rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

18 gennaio, 1° febbraio, 15 febbraio, 1° marzo, 15 marzo, 29 marzo, 11 aprile e 26 aprile 2001

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 4,75, al 5,75 e al 3,75 per cento, rispettivamente.

10 maggio 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 4,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 maggio 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 5,50 e al 3,50 per cento, a decorrere dall'11 maggio 2001.

23 maggio, 7 giugno, 21 giugno, 5 luglio, 19 luglio e 2 agosto 2001

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 4,50, al 5,50 e al 3,50 per cento, rispettivamente.

30 agosto 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di

¹⁾ Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate nel 1999 e nel 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE e le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE.

rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 5 settembre 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 31 agosto 2001.

13 settembre 2001

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 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

17 settembre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 19 settembre 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 18 settembre 2001.

27 settembre, 11 ottobre e 25 ottobre 2001

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 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

8 novembre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione

con regolamento il 14 novembre 2001. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dal 9 novembre 2001.

6 dicembre 2001

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

3 gennaio 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

7 febbraio, 7 marzo, 4 aprile, 2 maggio, 6 giugno e 4 luglio 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca

centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

10 luglio 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre da 20 a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nella seconda metà del 2002. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

1° agosto, 12 settembre, 10 ottobre e 7 novembre 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

5 dicembre 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale di 0,50 punti percentuali, al 2,75 per cento, con effetto dalla operazione con regolamento l'11 dicembre 2002. Decide, inoltre, di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2002.

In aggiunta, decide che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

9 gennaio 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso

la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

23 gennaio 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Si prevede che queste misure divengano effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

6 febbraio 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

6 marzo 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

3 aprile 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 maggio 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre

1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come *benchmark* per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

5 giugno 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)

I flussi di pagamento in Target

Nel primo trimestre, il numero medio di pagamenti giornalieri complessivi (transfrontalieri e domestici) regolati in Target è stato pari a 252.899, per un valore di 1.696 miliardi di euro, con una riduzione del 2 per cento in volume e un aumento del 3 per cento in valore rispetto al trimestre precedente. Sia i pagamenti domestici che quelli transfrontalieri hanno contribuito all'aumento in termini di valore. La riduzione dei volumi è stata determinata da un minore numero di pagamenti domestici, pur in presenza di un aumento di quelli transfrontalieri. La quota di mercato complessiva di Target è aumentata sul valore dei pagamenti (dall'86,2

per cento del trimestre precedente all'86,6 per cento), ed è diminuita lievemente sul loro numero (dal 58,6 per cento del quarto trimestre del 2002 al 57,8 per cento).

Transazioni domestiche in Target

Target ha gestito un numero medio di pagamenti domestici pari a 195.334 (con una riduzione del 4 per cento rispetto al trimestre precedente), per un valore di 1.147 miliardi di euro (con un incremento del 2 per cento). Rispetto al primo trimestre del 2002 i pagamenti sono aumentati dell'8 per cento in valore, mentre si sono ridotti lievemente (0,5 per cento) in volume.

Tavola I

Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento fondi interbancari: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)

	1° trim.	2° trim.	2002		2003
			3° trim.	4° trim.	1° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
volume totale	15.364.299	15.834.392	16.361.900	16.581.446	15.932.658
media giornaliera	247.811	251.340	247.908	259.085	252.899
Pagamenti transfrontalieri Target					
volume totale	3.188.285	3.419.144	3.577.801	3.548.455	3.626.612
media giornaliera	51.424	54.272	54.209	55.445	57.565
Pagamenti domestici Target					
volume totale	12.176.014	12.415.248	12.784.099	13.032.991	12.306.046
media giornaliera	196.387	197.067	193.698	203.640	195.334
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
volume totale	7.790.799	8.549.759	8.866.903	9.193.222	9.175.565
media giornaliera	125.658	135.710	134.347	143.644	145.664
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.900.298	1.901.820	1.860.283	1.907.487	1.848.463
media giornaliera	30.650	30.188	28.186	29.804	29.341
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
volume totale	409.483	455.080	449.333	462.054	475.698
media giornaliera	6.605	7.223	6.808	7.220	7.551
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	152.445	212.064	157.864	138.552	134.248
media giornaliera	2.459	3.366	2.392	2.165	2.131

Tavola 2**Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di fondi interbancari:
valore delle transazioni***(in miliardi di euro)*

	2002				2003 1° trim.
	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Target					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	95.440	97.682	97.404	105.008	106.869
media giornaliera	1.539	1.551	1.476	1.641	1.696
Pagamenti transfrontalieri Target					
ammontare totale	29.720	30.794	30.309	32.899	34.636
media giornaliera	479	489	459	514	550
Pagamenti domestici Target					
ammontare totale	65.720	66.888	67.095	72.110	72.233
media giornaliera	1.060	1.062	1.017	1.127	1.147
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	11.961	12.045	12.279	11.711	11.431
media giornaliera	193	191	186	183	181
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	5.061	5.079	4.832	4.995	4.896
media giornaliera	82	81	73	78	78
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
ammontare totale	74	80	78	72	79
media giornaliera	1	1	1	1	1
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	92	100	98	102	115
media giornaliera	1	1	1	2	2

I pagamenti domestici hanno costituito il 67,6 e il 77,2 per cento del totale di Target, rispettivamente in valore e in volume. Il valore medio dei pagamenti domestici, pari a 5,9 milioni di euro, è stato superiore di 0,4 milioni di euro rispetto al trimestre precedente.

Il valore più alto dei pagamenti domestici è stato registrato il 21 febbraio 2003, con un ammontare pari a 1.404 miliardi di euro. In termini di volume, il picco di attività è stato toccato l'ultimo giorno del trimestre (31 marzo 2003) con un numero totale di pagamenti pari a 255.860. Il 61 per cento dei pagamenti domestici ha avuto importi unitari non superiori a 50.000 euro, mentre il 14 per cento si è collocato su valori superiori a un milione. In media, circa 150 pagamenti

domestici al giorno hanno superato il valore di un miliardo di euro.

Transazioni transfrontaliere in Target

Il numero di pagamenti transfrontalieri regolati in target è stato in media giornaliera pari a 57.565, per un valore pari a 550 miliardi di euro. Rispetto al quarto trimestre del 2002 il numero dei pagamenti è aumentato del 4 per cento e il valore del 7 per cento. Rispetto al corrispondente trimestre del 2001 i pagamenti transfrontalieri sono aumentati del 12 per cento in volume e del 15 per cento in valore.

Rispetto al trimestre precedente la componente interbancaria è aumentata del 7 per cento in

valore e del 6 per cento in volume. I pagamenti per conto della clientela sono aumentati del 4 per cento in valore, e del 2 per cento in volume.

In rapporto al totale del traffico transfrontaliero in TARGET I pagamenti interbancari rappresentano il 52,4 per cento in termini di volume (51,3 per cento nel trimestre precedente), il 97,5 per cento in termini di valore (95,5 per cento nel trimestre precedente). Il valore medio dei pagamenti interbancari è aumentato lievemente rispetto al quarto trimestre 2002, portandosi da 17,3 a 17,4 milioni di euro. Il valore medio dei pagamenti per conto della clientela è passato da 851.000 a 867.000 euro.

Nel corso del primo trimestre, il valore più elevato di pagamenti transfrontalieri regolati in una sola giornata in Target è stato registrato il 28 febbraio 2003, ultimo giorno del mese, con un valore complessivo pari a 653 miliardi di euro. In termini di volume, il giorno di picco dell'attività, con 76.045 operazioni transfrontaliere, è stato il 18 febbraio, giorno successivo a una festività statunitense.

In termini di classi di valore, il 54 per cento dei pagamenti transfrontalieri ha avuto importi non superiori a 50.000 euro, mentre il 18 per cento si è collocato su valori superiori a un milione di euro. In media, circa 40 pagamenti transfrontalieri al giorno hanno superato il miliardo di euro.

Sistema Informativo di TARGET (SIT)

Il Sistema Informativo di TARGET, strumento a disposizione del mercato per far fronte alle tensioni derivanti da temporanea indisponibilità di

una delle componenti di TARGET, è stato reso operativo il 23 ottobre 2000.

Il SIT è uno strumento informativo basato su standard comuni, complementare rispetto ai preesistenti canali di comunicazione a livello nazionale. Esso permette agli utenti di sapere se il sistema è pienamente funzionante e, qualora non lo sia, evidenzia quale componente non è attiva. L'informazione viene diffusa simultaneamente da tre agenzie d'informazione, Reuters (pagina ECB46), Telerate/Bridge (pagine 47556/47557) e Bloomberg (pagina ECB17).

Il SIT è stato sottoposto a una approfondita revisione, al fine di renderlo compatibile con i requisiti utente di TARGET e per tenere conto dell'esperienza maturata durante i suoi primi anni di attività. In seguito a tale revisione è stata sviluppata una versione avanzata del SIT, ritenuta più adatta a soddisfare le esigenze del mercato per un'informazione tempestiva e affidabile sullo stato di funzionamento del sistema TARGET. La nuova versione è divenuta operativa il 26 maggio 2003.

Versione 2003 di TARGET

Sono cominciati i preparativi per la nuova versione di TARGET, che diverrà operativa nel novembre 2003. Essa si caratterizzerà per l'eliminazione del sottomessaggio di tipo 100, parallelamente all'eliminazione dell'MT100 a livello SWIFT. Dal novembre 2003, per i pagamenti per conto della clientela sarà utilizzato solo l'MT103 già disponibile dal novembre 2000. Non si prevedono ulteriori modifiche di TARGET.

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea. 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 dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

Rapporto annuale

Rapporto annuale 1998, aprile 1999.

Rapporto annuale 1999, aprile 2000.

Rapporto annuale 2000, maggio 2001.

Rapporto annuale 2001, aprile 2002.

Rapporto annuale 2002, aprile 2003.

Rapporto sulla convergenza

Rapporto sulla convergenza 2000, maggio 2000.

Rapporto sulla convergenza 2002, maggio 2002.

Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal gennaio 1999:

L'area dell'euro all'inizio della terza fase, gennaio 1999.

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, gennaio 1999.

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, febbraio 1999.

Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro, aprile 1999.

Il settore bancario dell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze, aprile 1999.

L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni, maggio 1999.

L'attuazione del Patto di stabilità e crescita, maggio 1999.

Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro, luglio 1999.

L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali, luglio 1999.

Il ruolo internazionale dell'euro, agosto 1999.

I bilanci delle Istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999, agosto 1999.

I differenziali d'inflazione in una unione monetaria, ottobre 1999.

I preparativi del SEBC per l'anno 2000, ottobre 1999.

Politiche orientate alla stabilità e andamento dei tassi di interesse reali a lungo termine negli anni novanta, novembre 1999.

TARGET e i pagamenti in euro, novembre 1999.

Gli strumenti giuridici della Banca centrale europea, novembre 1999.

L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria, gennaio 2000.

Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema, gennaio 2000.

L'Eurosistema e il processo di ampliamento della UE, febbraio 2000.

Il processo di consolidamento nel settore dei servizi di regolamento delle transazioni in titoli, febbraio 2000.

I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro, aprile 2000.

L'UEM e la vigilanza bancaria, aprile 2000.

Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria, maggio 2000.

Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, maggio 2000.

Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali, luglio 2000.

La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, luglio 2000.

Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro, luglio 2000.

Indicatori dei prezzi e dei costi per l'area dell'euro: uno sguardo d'insieme, agosto 2000.

Il commercio con l'estero dell'area dell'euro: principali caratteristiche e tendenze recenti, agosto 2000.

Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime, ottobre 2000.

I rapporti della BCE con le istituzioni e gli organi della Comunità europea, ottobre 2000.

I due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE, novembre 2000.

Le problematiche connesse allo sviluppo della moneta elettronica, novembre 2000.

L'area dell'euro dopo l'ingresso della Grecia, gennaio 2001.

La politica monetaria in presenza di incertezza, gennaio 2001.

I rapporti della BCE con le organizzazioni e i consessi internazionali, gennaio 2001.

Caratteristiche del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, febbraio 2001.

Verso un livello uniforme di servizi per i pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro, febbraio 2001.

La comunicazione esterna della Banca centrale europea, febbraio 2001.

Una valutazione delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, aprile 2001.

Il sistema delle garanzie per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, aprile 2001.

L'introduzione delle banconote e delle monete in euro, aprile 2001.

Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria, maggio 2001.

La nuova regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale: il punto di vista della BCE, maggio 2001.

Fonti di finanziamento e investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, maggio 2001.

Nuove tecnologie e produttività nell'area dell'euro, luglio 2001.

Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro, luglio 2001.

Le politiche di bilancio e la crescita economica, agosto 2001.

Le riforme dei mercati dei beni e dei servizi nell'area dell'euro, agosto 2001.

Il processo di consolidamento nei sistemi di compensazione con controparte centrale nell'area dell'euro, agosto 2001.

Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria, ottobre 2001.

L'andamento delle richieste delle controparti nelle regolari operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema, ottobre 2001.

La sostituzione del contante in euro nei mercati al di fuori dell'area dell'euro, ottobre 2001.

Il contenuto informativo degli indicatori compositi del ciclo economico dell'area dell'euro, novembre 2001.

Il quadro di riferimento per le politiche economiche nell'UEM, novembre 2001.

I fattori di fondo dell'economia e il tasso di cambio dell'euro, gennaio 2002.

I preparativi per le banconote in euro: dalla sostituzione del contante ai lavori previsti dopo la transizione, gennaio 2002.

Il mercato azionario e la politica monetaria, febbraio 2002.

La recente evoluzione della cooperazione internazionale, febbraio 2002.

Il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio nell'area dell'euro, aprile 2002.

Il ruolo dell'Eurosistema nei sistemi di pagamento e di compensazione, aprile 2002.

Miglioramenti delle statistiche sui bilanci e sui tassi di interesse delle IFM, aprile 2002.

La gestione delle liquidità da parte della BCE, maggio 2002.

La cooperazione internazionale in materia di vigilanza prudenziale, maggio 2002.

Implicazioni della sostituzione del contante in euro sull'andamento delle banconote e monete in circolazione, maggio 2002.

Caratteristiche del ciclo economico dell'area dell'euro negli anni novanta, luglio 2002.

Il dialogo dell'Eurosistema con i paesi candidati all'adesione, luglio 2002.

Andamenti dei flussi di investimenti esteri diretti e di portafoglio dell'area dell'euro, luglio 2002.

Convergenza dei prezzi e concorrenza nell'area dell'euro, agosto 2002.

I recenti sviluppi e i rischi del settore bancario nell'area dell'euro, agosto 2002.

Risparmio, fonti di finanziamento e investimenti nell'area dell'euro, agosto 2002.

Recenti risultati sulla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, ottobre 2002.

Caratteristiche principali del mercato delle operazioni pronti contro termine nell'area dell'euro, ottobre 2002.

La responsabilità della BCE per il proprio operato, novembre 2002.

La trasparenza della politica monetaria della BCE, novembre 2002.

La composizione della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro negli anni recenti, novembre 2002.

La domanda di circolante nell'area dell'euro e l'impatto della sostituzione del contante, gennaio 2003.

CLS – obiettivi, principi generali e implicazioni, gennaio 2003.

La relazione tra la politica monetaria e le politiche di bilancio nell'area dell'euro, febbraio 2003.

Regimi di cambio per i paesi emergenti, febbraio 2003.

La necessità di riforme di vasta portata per far fronte all'invecchiamento della popolazione, aprile 2003.

Sviluppi nell'ambito delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, aprile 2003.

L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro, aprile 2003.

Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, maggio 2003.
L'elettronificazione dei pagamenti in Europa, maggio 2003.
L'adeguamento delle modalità di voto del Consiglio direttivo, maggio 2003.
I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria, giugno 2003.

Occasional Papers Series

- 1 *The impact of the euro on money and bond markets*, di J. Santillán, M. Bayle e C. Thygesen, luglio 2000.
 - 2 *The effective exchange rates of the euro*, di L. Buldorini, S. Makrydakis e C. Thimann, febbraio 2002.
 - 3 *Estimating the trend of M3 income velocity undestying the reference value for monetary growth*, di C. Brand, D. Gestesmeier e B. Roffia, maggio 2002.
 - 4 *Labour force developments in the euro area since the 1980s*, di V. Genre e R. Gómez-Salvador, luglio 2002.
 - 5 *The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison*, di D. Russo, T. L. Hart e A. Schönenberger, settembre 2002.
 - 6 *Banking integration in the euro area*, di J. Cabral, F. Dierik e J. Vesala, dicembre 2002.
 - 7 *Economic relations with regions neighbouring the euro area in the "euro time zone"*, di F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann e A. Winkler, dicembre 2002.
-

Working Papers Series

- 1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.
- 2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.
- 3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.
- 4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.
- 5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.
- 6 *The demand for M3 in the euro area*, di G. Coenen e J.-L. Vega, settembre 1999.
- 7 *A cross-country comparison of market structures in European banking*, di O. De Bandt e E. P. Davis, settembre 1999.
- 8 *Inflation zone targeting*, di A. Orphanides e V. Wieland, ottobre 1999.
- 9 *Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*, di G. Coenen, gennaio 2000.
- 10 *On the effectiveness of sterilised foreign exchange intervention*, di R. Fatum, febbraio 2000.

- 11 *Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*, di J. M. Berk e P. van Bergeijk, febbraio 2000.
- 12 *Indicator variables for optimal policy*, di L. E. O. Svensson e M. Woodford, febbraio 2000.
- 13 *Monetary policy with uncertain parameters*, di U. Söderström, febbraio 2000.
- 14 *Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty*, di G. D. Rudebusch, febbraio 2000.
- 15 *The quest for prosperity without inflation*, di A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 *Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model*, di P. Hördahl, marzo 2000.
- 17 *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, di S. Fabiani e R. Mestre, marzo 2000.
- 18 *House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis*, di M. Iacoviello, aprile 2000.
- 19 *The euro and international capital markets*, di C. Detken e P. Hartmann, aprile 2000.
- 20 *Convergence of fiscal policies in the euro area*, di O. De Bandt e F. P. Mongelli, maggio 2000.
- 21 *Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data*, di M. Ehrmann, maggio 2000.
- 22 *Regulating access to international large-value payment systems*, di C. Holthausen e T. Rønde, giugno 2000.
- 23 *Escaping Nash inflation*, di In-Koo Cho e T. J. Sargent, giugno 2000.
- 24 *What horizon for price stability*, di F. Smets, luglio 2000.
- 25 *Caution and conservatism in the making of monetary policy*, di P. Schellekens, luglio 2000.
- 26 *Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making*, di B. Winkler, agosto 2000.
- 27 *This is what the US leading indicators lead*, di M. Camacho e G. Perez-Quiros, agosto 2000.
- 28 *Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions*, di M. Ellison e N. Valla, agosto 2000.
- 29 *The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case*, di S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto e P. Sestito, settembre 2000.
- 30 *A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities*, di G. Coenen e V. Wieland, settembre 2000.
- 31 *The disappearing tax base: is foreign direct investment eroding corporate income taxes?*, di R. Gropp e K. Kostial, settembre 2000.
- 32 *Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?*, di F. de Fiore, settembre 2000.
- 33 *The information content of M3 for future inflation in the euro area*, di C. Trecroci e J.-L. Vega, ottobre 2000.
- 34 *Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs*, di O. Castrén e T. Takalo, ottobre 2000.
- 35 *Systemic risk: a survey*, di O. De Bandt e P. Hartmann, novembre 2000.

- 36 *Measuring core inflation in the euro area*, di C. Morana, novembre 2000.
- 37 *Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe*, di P. Vermeulen, novembre 2000.
- 38 *The optimal inflation tax when taxes are costly to collect*, di F. De Fiore, novembre 2000.
- 39 *A money demand system for euro area M3*, di C. Brand e N. Cassola, novembre 2000.
- 40 *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy*, di B. Mojon, novembre 2000.
- 41 *Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts*, di P. M. Geraats, gennaio 2001.
- 42 *An area-wide model (AWM) for the euro area*, di G. Fagan, J. Henry e R. Mestre, gennaio 2001.
- 43 *Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm*, di D. Rodrigues Palenzuela, febbraio 2001.
- 44 *The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months*, di U. Bindseil e F. Seitz, febbraio 2001.
- 45 *Testing the rank of the Hankel matrix: a statistical approach*, di G. Camba-Mendez e G. Kapetanios, marzo 2001.
- 46 *A two-factor model of the German term structure of interest rates*, di N. Cassola e J. B. Luís, marzo 2001.
- 47 *Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?*, di R. Gropp e J. Vesala, marzo 2001.
- 48 *Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets*, di M. Fratzscher, marzo 2001.
- 49 *Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area*, di M. Casares, marzo 2001.
- 50 *Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the United States*, di T. von Wachter, marzo 2001.
- 51 *The functional form of the demand for euro area M1*, di L. Stracca, marzo 2001.
- 52 *Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?*, di G. Peersman e F. Smets, marzo 2001.
- 53 *An evaluation of some measures of core inflation for the euro area*, di J.-L. Vega e M. A. Wynne, aprile 2001.
- 54 *Assessment criteria for output gap estimates*, di G. Camba-Méndez e D. Rodriguez Palenzuela, aprile 2001.
- 55 *Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area*, di A. Calza, G. Gartner e J. Sousa, aprile 2001.
- 56 *Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions*, di E. Faia, aprile 2001.
- 57 *Model-based indicators of labour market rigidity*, di S. Fabiani e D. Rodriguez Palenzuela, aprile 2001.
- 58 *Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities*, di G. Pérez-Quirós e A. Timmermann, aprile 2001.

- 59 *Uncertain potential output: implications for monetary policy*, di M. Ehrmann e F. Smets, aprile 2001.
- 60 *A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties*, di E. Angelini, J. Henry e R. Mestre, aprile 2001.
- 61 *Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area*, di E. Angelini, J. Henry e R. Mestre, aprile 2001.
- 62 *Spectral based methods to identify common trends and common cycles*, di G. C. Mendez e G. Kapetanias, aprile 2001.
- 63 *Does money lead inflation in the euro area?*, di S. Nicoletti Altimari, maggio 2001.
- 64 *Exchange rate volatility and euro area imports*, di R. Anderson e F. Skudelny, maggio 2001.
- 65 *A system approach for measuring the euro area NAIRU*, di S. Fabiani e R. Mestre, maggio 2001.
- 66 *Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, giugno 2001.
- 67 *The daily market for funds in Europe: has something changed with the EMU?*, di G. Pérez-Quirós e H. R. Mendizábal, giugno 2001.
- 68 *The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty*, di A. Levin, V. Wieland e J. C. Williams, luglio 2001.
- 69 *The ECB monetary policy strategy and the money market*, di V. Gaspar, G. Pérez-Quirós e J. Sicilia, luglio 2001.
- 70 *Central bank forecasts of liquidity factors: quality, publication and the control of the overnight rate*, di U. Bindseil, luglio 2001.
- 71 *Asset market linkages in crisis periods*, di P. Hartmann, S. Straetmans e C. G. de Vries, luglio 2001.
- 72 *Bank concentration and retail interest rates*, di S. Corvoisier e R. Gropp, luglio 2001.
- 73 *Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany*, di M. Ehrmann e A. Worms, luglio 2001.
- 74 *Interbank market integration under asymmetric information*, di X. Freixas e C. Holthausen, agosto 2001.
- 75 *Value at risk models in finance*, di S. Manganelli e R. F. Engle, agosto 2001.
- 76 *Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we infer about private sector monitoring of bank soundness?*, di R. Gropp e A. J. Richards, agosto 2001.
- 77 *Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach*, di C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano e M. Tujula, settembre 2001.
- 78 *Investment and monetary policy in the euro area*, di B. Mojon, F. Smets e P. Vermeulen, settembre 2001.
- 79 *Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area*, di L. Stracca, ottobre 2001.

- 80 *The microstructure of the euro money market*, di P. Hartmann, M. Manna e A. Manzanares, ottobre 2001.
- 81 *What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?*, di J. Morgan e A. Mourougane, ottobre 2001.
- 82 *Economic forecasting: some lessons from recent research*, di D. Hendry e M. P. Clements, ottobre 2001.
- 83 *Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts*, di K. F. Wallis, novembre 2001.
- 84 *Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy*, di G. Coenen, A. Levin e V. Wieland, novembre 2001.
- 85 *Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach*, di F. Maeso-Fernandez, C. Osbat e B. Schnatz, novembre 2001.
- 86 *Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations*, di M. Beeby, S. G. Hall e S. B. Henry, novembre 2001.
- 87 *Credit rationing, output gap and business cycles*, di F. Boissay, novembre 2001.
- 88 *Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?*, di L. Kilian e M. P. Taylor, novembre 2001.
- 89 *Monetary policy and fears of instability*, di V. Brousseau e Carsten Detken, novembre 2001.
- 90 *Public pensions and growth*, di S. Lambrecht, P. Michel e J.-P. Vidal, novembre 2001.
- 91 *The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis*, di G. Peersman e F. Smets, dicembre 2001.
- 92 *A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area*, di B. Mojon e G. Peersman, dicembre 2001.
- 93 *The monetary transmission mechanism at the euro area level: issues and results using structural macroeconomic models*, di P. McAdam e J. Morgan, dicembre 2001.
- 94 *Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?*, di P. van Els, A. Locarno, J. Morgan e J.-P. Villetelle, dicembre 2001.
- 95 *Some stylised facts on the euro area business cycle*, di A.-M. Agresti e B. Mojon, dicembre 2001.
- 96 *The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany*, di A. Worms, dicembre 2001.
- 97 *Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s.*, di S. Kaufmann, dicembre 2001.
- 98 *The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets*, di L. De Haan, dicembre 2001.
- 99 *Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?*, di I. Hernando e J. Martínez-Pagés, dicembre 2001.
- 100 *Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans*, di J. Topi e J. Vilmunen, dicembre 2001.
- 101 *Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?*, di C. Loupias, F. Savignac e P. Sevestre, dicembre 2001.

- 102 *The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data*, di L. Farinha e C. Robalo Marques, dicembre 2001.
- 103 *Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy*, di L. Gambacorta, dicembre 2001.
- 104 *Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data*, di S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou e G. T. Simigiannis, dicembre 2001.
- 105 *Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, di M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre e A. Worms, dicembre 2001.
- 106 *Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation*, di J. B. Chatelain e A. Tiomo, dicembre 2001.
- 107 *The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data*, di P. Butzen, C. Fuss e P. Vermeulen, dicembre 2001.
- 108 *Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro econometric approach*, di M. Valderrama, dicembre 2001.
- 109 *Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending*, di U. von Kalckreuth, dicembre 2001.
- 110 *Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms*, di E. Gaiotti e A. Generale, dicembre 2001.
- 111 *Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data*, di P. Lünemann e T. Mathä, dicembre 2001.
- 112 *Firm investment and monetary transmission in the euro area*, di J. B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth e P. Vermeulen, dicembre 2001.
- 113 *Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications*, di C. Bean, J. Larsen e K. Nikolov, gennaio 2002.
- 114 *Monetary transmission in the euro area: where do we stand?*, di I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon e D. Terlizzese, gennaio 2002.
- 115 *Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches*, di A. Orphanides, dicembre 2001.
- 116 *Rent indices for housing in West Germany 1985 to 1998*, di J. Hoffmann e C. Kurz, gennaio 2002.
- 117 *Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing*, di O. Bover e P. Velilla, gennaio 2002.
- 118 *Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-98*, di G. M. Tomat, gennaio 2002.
- 119 *Monetary policy and the stock market in the euro area*, di N. Cassola e C. Morana, gennaio 2002.
- 120 *Learning stability in economics with heterogeneous agents*, di S. Honkapohja e K. Mitra, gennaio 2002.
- 121 *Natural rate doubts*, di A. Beyer e R. E. A. Farmer, febbraio 2002.

- 122 *New technologies and productivity growth in the euro area*, di F. Vijselaar e R. Albers, febbraio 2002.
- 123 *Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions*, di E. Tabakis e A. Vinci, febbraio 2002.
- 124 *Monetary policy, expectations and commitment*, di G. W. Evans e S. Honkapohja, febbraio 2002.
- 125 *Duration, volume and volatility impact of trades*, di S. Manganelli, febbraio 2002.
- 126 *Optimal contracts in a dynamic costly state verification model*, di C. Monnet e E. Quintin, febbraio 2002.
- 127 *Performance of monetary policy with internal central bank forecasting*, di S. Honkapohja e K. Mitra, febbraio 2002.
- 128 *Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy*, di F. Smets e R. Wouters, marzo 2002.
- 129 *Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence*, di A. al-Nowaihi e L. Stracca, marzo 2002.
- 130 *Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations*, di E. Diewert, marzo 2002.
- 131 *Measurement bias in the HICP: what do we know, and what do we need to know?*, di M. A. Wynne e D. Rodríguez-Palenzuela, marzo 2002.
- 132 *Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a “new Keynesian” perspective*, di O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela e C. Thimann, marzo 2002.
- 133 *Can confidence indicators be useful to predict short-term real GDP growth?*, di A. Mourougane e M. Roma, marzo 2002.
- 134 *The cost of private transportation in the Netherlands, 1992-99*, di B. Bode e J. Van Dalen, marzo 2002.
- 135 *The optimal mix of taxes on money, consumption and income*, di F. De Fiore e P. Teles, aprile 2002.
- 136 *Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level*, di G. de Bondt, aprile 2002.
- 137 *Equilibrium bidding in the Eurosystem’s open market operations*, di U. Bindseil, aprile 2002.
- 138 *“New” views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?*, di F. P. Mongelli, aprile 2002.
- 139 *On currency crises and contagion*, di M. Fratzscher, aprile 2002.
- 140 *Price setting and the steady-state effects of inflation*, di M. Casares, maggio 2002.
- 141 *Asset prices and fiscal balances*, di F. Eschenbach e L. Schuknecht, maggio 2002.
- 142 *Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank*, di A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch e F. Nieto, maggio 2002.
- 143 *A non-parametric method for valuing new goods*, di L. Blow e I. Crawford, maggio 2002.
- 144 *A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data*, di M. Silver e S. Heravi, maggio 2002.

- 145 *Towards a new early warning system of financial crises*, di M. Bussiere e M. Fratzscher, maggio 2002.
- 146 *Competition and stability – what’s special about banking?*, di E. Carletti e P. Hartmann, maggio 2002.
- 147 *Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimising monetary model*, di M. Casares, maggio 2002.
- 148 *The functional form of yield curves*, di V. Brousseau, maggio 2002.
- 149 *The Spanish block of the ESCB multi-country model*, di A. Willman e A. Estrada, maggio 2002.
- 150 *Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility*, di R. Gropp, J. Vesala e G. Vulpes, giugno 2002.
- 151 *G-7 inflation forecasts*, di F. Canova, giugno 2002.
- 152 *Short-term monitoring of fiscal policy discipline*, di G. Camba-Mendez e A. Lamo, giugno 2002.
- 153 *Euro area production function and potential output: a supply side system approach*, di A. Willman, giugno 2002.
- 154 *The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?*, di M. Fratzscher, giugno 2002.
- 155 *Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks*, di J. F. Jimeno e D. Rodriguez-Palenzuela, giugno 2002.
- 156 *Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models*, di J. J. Perez e P. Hiebert, luglio 2002.
- 157 *Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations*, di Kjell G. Nyborg, U. Bindseil e J. A. Strebulaev, luglio 2002.
- 158 *Quantifying embodied technological change*, di P. Sakellaris e D. J. Wilson, luglio 2002.
- 159 *Optimal public money*, di C. Monnet, luglio 2002.
- 160 *Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate*, di C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Mann e F. Smets, luglio 2002.
- 161 *The optimal allocation of risks under prospect theory*, di L. Stracca, luglio 2002.
- 162 *Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union*, di S. Krogstrup, agosto 2002.
- 163 *The rationality of consumers’ inflation expectations: survey-based evidence for the euro area*, di M. Forsells e G. Kenny, agosto 2002.
- 164 *Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence*, di G. de Bondt, agosto 2002.
- 165 *The industry effects of monetary policy in the euro area*, di G. Peersman e F. Smets, agosto 2002.
- 166 *Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union*, di R. M. W. J. Beetsma e H. Jensen, agosto 2002.
- 167 *Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data*, di J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson e J. H. Wright, agosto 2002.
- 168 *Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries*, di R. Perotti, agosto 2002.

- 169 *Modelling model uncertainty*, di A. Onatski e N. Williams, agosto 2002.
- 170 *What measure of inflation should a central bank target?*, di G. Mankiw e R. Reis, agosto 2002.
- 171 *An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area*, di F. Smets e R. Wouters, agosto 2002.
- 172 *Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models*, di N. Jonker, settembre 2002.
- 173 *Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules*, di F. de Fiore e Z. Liu, settembre 2002.
- 174 *International monetary policy co-ordination and financial market integration*, di A. Sutherland, settembre 2002.
- 175 *Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union*, di S. Gilchrist, J. O. Hairault e H. Kempf, settembre 2002.
- 176 *Macroeconomics of international price discrimination*, di G. Corsetti e L. Dedola, settembre 2002.
- 177 *A theory of the currency denomination of international trade*, di P. Bacchetta e E. van Wincoop, settembre 2002.
- 178 *Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area*, di P. Benigno e J. D. López-Salido, settembre 2002.
- 179 *Optimal monetary policy with durable and non-durable goods*, di C. J. Erceg e A. T. Levin, settembre 2002.
- 180 *Regional inflation in a currency union: fiscal policy versus fundamentals*, di M. Duarte e A. L. Wolman, settembre 2002.
- 181 *Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan*, di G. Coenen e V. Wieland, settembre 2002.
- 182 *The information content of real-time output gap estimates: an application to the euro area*, di G. Rünstler, settembre 2002.
- 183 *Monetary policy in a world with different financial systems*, di E. Faia, ottobre 2002.
- 184 *Efficient pricing of large-value interbank payment systems*, di C. Holthausen e J. C. Rochet, ottobre 2002.
- 185 *European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America*, di E. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher e F. P. Mongelli, ottobre 2002.
- 186 *Using money market rates to assess the alternatives of fixed versus variable rate tenders: the lesson from 1989-98 data for Germany*, di M. Manna, ottobre 2002.
- 187 *A fiscal theory of sovereign risk*, di M. Uribe, ottobre 2002.
- 188 *Should central banks really be flexible?*, di H. P. Grüner, ottobre 2002.
- 189 *Debt reduction and automatic stabilisation*, di P. Hiebert, J. J. Pérez e M. Rostagno, ottobre 2002.
- 190 *Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review*, di T. Yates, ottobre 2002.
- 191 *The fiscal costs of financial instability revisited*, di L. Schuknecht e F. Eschenbach, novembre 2002.
- 192 *Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?*, di G. Perez-Quiros e J. Sicilia, novembre 2002.
- 193 *Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline*, di J. Marín, novembre 2002.

- 194 *Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management*, di S. Manganelli, V. Ceci e W. Vecchiato, novembre 2002.
- 195 *In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?*, di A. Inoue e L. Kilian, novembre 2002.
- 196 *Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form*, di S. Gonçalves e L. Kilian, novembre 2002.
- 197 *A model of the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation*, di C. Ewerhart, novembre 2002.
- 198 *Extracting risk-neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M Euribor futures option prices*, di A. B. Andersen e T. Wagener, dicembre 2002.
- 199 *Time variation in the tail behaviour of bunds futures returns*, di T. Werner e C. Upper, dicembre 2002.
- 200 *Interdependence between the euro area and the United States: what role for EMU?*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, dicembre 2002.
- 201 *Euro area inflation persistence*, di N. Batini, dicembre 2002.
- 202 *Aggregate loans to the euro area private sector*, di A. Calza, M. Manrique e J. Sousa, gennaio 2003.
- 203 *Myopic loss aversion, disappointment aversion and the equity premium puzzle*, di D. Fielding e L. Stracca, gennaio 2003.
- 204 *Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns*, di L. Cappiello, R. F. Engle e K. Sheppard, gennaio 2003.
- 205 *Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets*, di B. Mercereau, gennaio 2003.
- 206 *Empirical estimates of reaction functions for the euro area*, di D. Gerdesmeier e B. Roffia, gennaio 2003.
- 207 *A comprehensive model on the euro overnight rate*, di F. R. Würtz, gennaio 2003.
- 208 *Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data*, by A. Ang e A. Maddaloni, gennaio 2003
- 209 *A framework for collateral risk control determination*, by D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin e F. González, gennaio 2003.
- 210 *Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets*, di S. Schmitt-Grohé e M. Uribe, gennaio 2003.
- 211 *Self-control and savings*, di P. Michel e J. P. Vidal, gennaio 2003.
- 212 *Modelling the implied probability of stock market movements*, di E. Glatzer e M. Scheicher, gennaio 2003.
- 213 *Aggregation and euro area Phillips curves*, di S. Fabiani e J. Morgan, febbraio 2003.
- 214 *On the selection of forecasting models*, di A. Inoue e L. Kilian, febbraio 2003.
- 215 *Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries*, di H. Gleich, febbraio 2003.
- 216 *The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment*, di M. Ca' Zorzi e R. A. De Santis, febbraio 2003.

- 217 *The role of product market regulations in the process of structural change*, di J. Messina, marzo 2003.
- 218 *The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan*, di G. Coenen e V. Wieland, marzo 2003.
- 219 *Extra-euro area manufacturing import prices and exchange rate pass-through*, di B. Anderton, marzo 2003.
- 220 *The allocation of competencies in an international union: a positive analysis*, di M. Ruta, aprile 2003.
- 221 *Estimating risk premia in money market rates*, di A. Durré, S. Evjen e R. Pilegaard, aprile 2003.
- 222 *Inflation dynamics and subjective expectations in the United States*, di K. Adam e M. Padula, aprile 2003.
- 223 *Optimal monetary policy with imperfect common knowledge*, di K. Adam, aprile 2003.
- 224 *The rise of the yen vis-à-vis the (synthetic) euro: is it supported by economic fundamentals?*, di C. Osbat, R. Ruffer e B. Schnatz, aprile 2003.
- 225 *Productivity and the (synthetic) euro-dollar exchange rate*, di C. Osbat, F. Visselaar e B. Schnatz, aprile 2003.
- 226 *The central banker as a risk manager: quantifying and forecasting inflation risks*, di L. Kilian e S. Manganelli, aprile 2003.
- 227 *Monetary policy in a low pass-through environment*, di T. Monacelli, aprile 2003.
- 228 *Monetary policy shocks – a non-fundamental look at the data*, di M. Klaeffing, maggio 2003.
- 229 *How does the ECB target inflation?*, di P. Surico, maggio 2003.
- 230 *The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives*, di P. Hartmann, A. Maddaloni e S. Manganelli, maggio 2003.
- 231 *Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero*, di G. Coenen, A. Orphanides e V. Wieland, maggio 2003.
- 232 *Describing the Fed's conduct with Taylor rules: is interest rate smoothing important?*, di E. Castelnuovo, maggio 2003.
- 233 *The natural real rate of interest in the euro area*, di N. Giammarioli e N. Valla, maggio 2003.
- 234 *Unemployment, hysteresis and transition*, di M. León-Ledesma e P. McAdam, maggio 2003.
- 235 *Volatility of interest rates in the euro area: evidence from high frequency data*, di N. Cassola e C. Morana, giugno 2003.
- 236 *Swiss monetary targeting 1974-96: the role of internal policy analysis*, di G. Rich, giugno 2003.

Altre pubblicazioni

The TARGET service level, luglio 1998.

Report on electronic money, agosto 1998.

Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations, settembre 1998.

Money and banking statistics compilation guide, settembre 1998.

La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC, settembre 1998.

Third progress report on the TARGET project, novembre 1998.

Correspondent central banking model (CCBM), dicembre 1998.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures, gennaio 1999.

Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, febbraio 1999.

Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise, luglio 1999.

The effects of technology on the EU banking system, luglio 1999.

Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union, agosto 1999.

Rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri al dettaglio – La posizione dell'Eurosistema, settembre 1999.

Compendium: raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998-maggio 1999, ottobre 1999.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 1999.

Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper, novembre 1999.

Money and Banking Statistic Sector Manual, seconda edizione, novembre 1999.

Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States, novembre 1999.

Correspondent central banking model (CCBM), novembre 1999.

Cross-border payments in TARGET: A users' survey, novembre 1999.

Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series, novembre 1999.

Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics, dicembre 1999.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures, febbraio 2000.

Interlinking: Data dictionary, Version 2.02, marzo 2000.

Asset prices and banking stability, aprile 2000.

EU banks' income structure, aprile 2000.

Informazioni statistiche raccolte ed elaborate dal SEBC, maggio 2000.

Correspondent central banking model (CCBM), luglio 2000.

Requisiti della Banca centrale europea nel campo delle statistiche economiche generali, agosto 2000.

Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, agosto 2000.

Improving cross-border retail payment services, settembre 2000.

Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves, ottobre 2000.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2000.

Information guide for credit institutions using TARGET, novembre 2000.

La politica monetaria unica nella terza fase. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, novembre 2000.

EU banks' margin and credit standards, dicembre 2000.

Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications, dicembre 2000.

Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, gennaio 2001.

Cross-border use of collateral: A user's survey, febbraio 2001.

Price effects of regulatory reform in selected net work industries, marzo 2001.

Il ruolo delle banche centrali nella vigilanza prudenziale, marzo 2001.

Money and banking statistics in the accession countries: Methodological Manual, aprile 2001.

TARGET: Annual Report, maggio 2001.

A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises, giugno 2001.

Payment and securities settlement systems in the European Union, giugno 2001.

Why price stability?, giugno 2001.

The euro bond market, luglio 2001.

The euro money market, luglio 2001.

The euro equity markets, agosto 2001.

The monetary policy of the ECB, agosto 2001.

Monetary analysis: tools and applications, agosto 2001.

Review of the international role of the euro, settembre 2001.

The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing, settembre 2001.

Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000), ottobre 2001.

TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001, novembre 2001.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2001.

Fair value accounting in the banking sector, novembre 2001.

Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro, novembre 2001.

Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods, febbraio 2002.

List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2002.

Labour market mismatches in euro area countries, marzo 2002.

Compendium: raccolta degli strumenti giuridici, giugno 1998-dicembre 2001, marzo 2002.

Evolution of the 2002 cash changeover, aprile 2002.

TARGET Annual Report 2001, aprile 2002.

The single monetary policy in the euro area: general documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, aprile 2002.

Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002, maggio 2002.

Developments in banks' liquidity profile and management, maggio 2002.

Criteri generali dell'eurosistema sull'uso delle apparecchiature di introito ed esito del contante da parte delle istituzioni creditizie e di altri soggetti dell'area dell'euro che effettuano a titolo professionale la selezione delle banconote e la loro erogazione al pubblico, maggio 2002.

Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries, giugno 2002.

TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001, giugno 2002.

TARGET Instestinking data dictionary as at November 2001, giugno 2002.

TARGET Instestinking specification as at November 2001, giugno 2002.

TARGET Instestinking user requirement as at November 2001, giugno 2002.

Task force on portfolio investment collection systems, Final Report, giugno 2002.

Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP, luglio 2002.

Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures, luglio 2002.

Financial sectors in EU accession countries, agosto 2002.

Payment and securities settlement systems in accession countries, agosto 2002.

TARGET Interlinking specification, novembre 2002.

TARGET Interlinking data dictionary, novembre 2002.

Guidance note to the regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics, novembre 2002.

Structural analysis of the EU banking sector, novembre 2002.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2002.

Review of the international role of the euro, dicembre 2002.

Euro money market study 2001 (MOC), dicembre 2002.

EU banking sector stability, febbraio 2003.

Review of the foreign exchange market structure, marzo 2003.

List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2003.

Structural factors in the EU housing markets, marzo 2003.

List of Monetary Financial Institutions in the accession countries, marzo 2003.

Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions, marzo 2003.

Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat). Annex I: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics, marzo 2003.

TARGET Annual Report 2002, aprile 2003.

Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units, aprile 2003.

Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries, maggio 2003.

Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries, maggio 2003.

Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods, maggio 2003.

Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology, maggio 2003.

The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main, giugno 2003.

Opuscoli informativi

TARGET: Facts, figures, future, settembre 1999.

EPM: the ECB payment mechanism, agosto 2000.

The euro: integrating financial services, agosto 2000 (esaurito).

TARGET, agosto 2000 (esaurito).

The European Central Bank, aprile 2001.

Le banconote e le monete in euro, maggio 2001.

TARGET – update 2001, luglio 2001.

The euro and the integration of financial services, settembre 2001.

L'euro, la nostra moneta, giugno 2002.