



BANCA CENTRALE EUROPEA

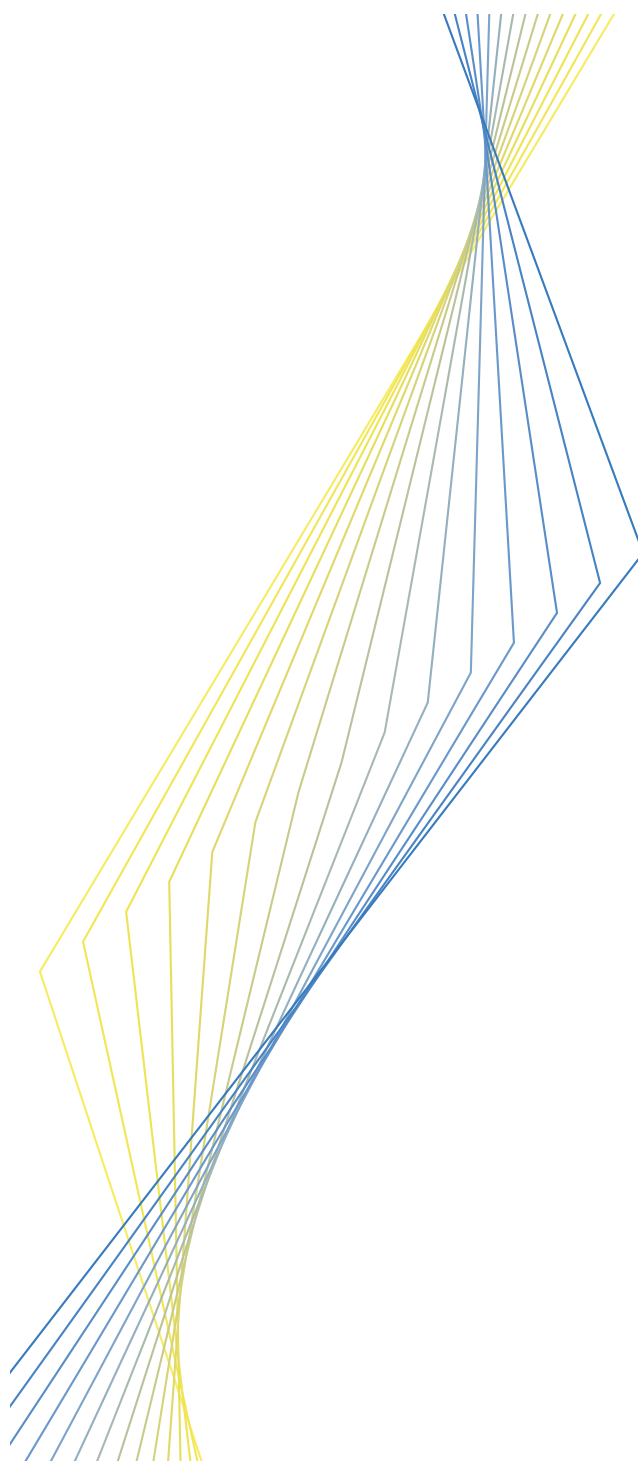
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO  
MENSILE**

Novembre 2003



**BANCA CENTRALE EUROPEA**



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

**Novembre 2003**

© **Banca Centrale Europea, 2003**

<b>Indirizzo</b>	<b>Kaiserstrasse 29</b>
	<b>60311 Frankfurt am Main</b>
	<b>Germany</b>
<b>Indirizzo postale</b>	<b>Postfach 16 03 19</b>
	<b>D-60066 Frankfurt am Main</b>
	<b>Germany</b>
<b>Telefono</b>	<b>+49 69 1344 0</b>
<b>Internet</b>	<b><a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a></b>
<b>Fax</b>	<b>+49 69 1344 6000</b>
<b>Telex</b>	<b>411 144 ecb d</b>

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

*Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.*

*Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 5 novembre 2003.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

# Indice

Editoriale	5
Gli andamenti economici e monetari nell'area dell'euro	7
Gli andamenti monetari e finanziari	7
I prezzi	25
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	34
Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti	40
Riquadri:	
1 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro	10
2 Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 ottobre 2003	17
3 Andamenti recenti dei differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	21
4 Andamenti recenti nei settori a rete di pubblica utilità	26
5 Le aspettative del settore privato sull'inflazione e l'attività economica nell'area dell'euro: i risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> (SPF) relativa al quarto trimestre 2003 e altri indicatori disponibili	31
6 L'andamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense: una prospettiva regionale	42
Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro	49
La risoluzione delle crisi nelle economie emergenti – le sfide per la comunità internazionale	61
Il ruolo internazionale dell'euro: principali andamenti dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria	73
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	97*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	101*

## **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. I	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 6 novembre 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariato, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

La decisione di lasciare i tassi d'interesse di riferimento della BCE su livelli contenuti riflette la valutazione che, malgrado l'attesa di un'ulteriore vischiosità del tasso di inflazione nel breve periodo, le prospettive per la stabilità dei prezzi a medio termine rimangono favorevoli. In tale contesto, il Consiglio direttivo continua a ritenere adeguato l'attuale orientamento di politica monetaria. Nel contempo, ha osservato che vi sono nuovi segnali di una graduale ripresa economica nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo seguirà con attenzione tutti gli sviluppi suscettibili di influenzare la propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne l'analisi economica, le recenti informazioni indicano chiaramente che la ripresa dell'economia mondiale sta procedendo. Anche per l'area dell'euro gli indicatori segnalano in misura crescente un certo miglioramento dell'attività nel secondo semestre del 2003. Allo stadio attuale questa evoluzione si riflette soprattutto nei risultati delle indagini congiunturali e negli indicatori anticipatori, tuttavia i prossimi dati sulla produzione e la domanda nell'area dovrebbero confermare che è iniziata una graduale ripresa dell'economia.

In tale contesto, lo scenario principale di un progressivo recupero dell'attività nell'area dell'euro in corso d'anno e di un suo ampliamento e rafforzamento nel 2004 sembra avere trovato ulteriori riscontri. Tale valutazione è confortata dalle previsioni pubblicate di recente da fonti ufficiali e private, nonché dagli andamenti dei mercati finanziari. Riguardo alla domanda esterna, l'espansione del commercio mondiale e la crescita del PIL in termini reali dovrebbero contrastare gli effetti dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro, che si è riportato sui livelli dei primi mesi del 1999. All'interno dell'area le condizioni per gli investimenti dovrebbero migliorare ulteriormente, dati gli aggiustamenti intrapresi dal settore societario per accrescere la produttività e la redditività,

il basso livello dei tassi di interesse e le condizioni di finanziamento generalmente favorevoli. Inoltre, i consumi privati dovrebbero beneficiare dell'espansione del reddito disponibile reale, sospinta dalle variazioni delle ragioni di scambio derivanti dallo scorso apprezzamento dell'euro.

Nel breve periodo questo principale scenario appare soggetto a rischi bilanciati. Su un orizzonte temporale più lungo, permangono timori che la crescita dell'economia mondiale sia frenata da perduranti squilibri in alcune regioni del mondo, connessi in particolare con la sostenibilità delle finanze pubbliche e gli squilibri esterni.

I recenti andamenti dei prezzi al consumo sono stati sostanzialmente in linea con le aspettative. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è rimasto invariato, al 2,1 per cento, rispetto ad agosto e settembre. Guardando agli sviluppi futuri, sembra che l'inflazione possa attestarsi intorno a questo livello per diversi mesi e che, quindi, non segni la rapida e pronunciata flessione attesa in precedenza. Tale vischiosità del tasso di inflazione può essere riconducibile a tre fattori. In primo luogo, nella restante parte del 2003 e agli inizi del 2004, i prezzi dei prodotti alimentari potrebbero indurre un'ulteriore pressione al rialzo dovuta alle condizioni di clima caldo della scorsa estate. In secondo luogo, le quotazioni petrolifere si mantengono più elevate del previsto, principalmente a causa delle incertezze politiche in Medio Oriente. Infine, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati programmati in alcuni paesi dell'area eserciteranno temporanee spinte al rialzo sull'inflazione nel corso del prossimo anno.

Tuttavia, tenendo conto dei fattori più persistenti, l'inflazione dovrebbe attenuarsi per poi rimanere su valori in linea con la stabilità dei prezzi, come si riflette anche nelle previsioni pubblicate di recente. Di fatto, l'incremento dei prezzi alla produzione seguita a essere contenuto. Inoltre, lo scorso rafforzamento dell'euro dovrebbe continuare a ridurre le pressioni interne sui prezzi. Nel contempo, l'attesa di prospettive favorevoli nel medio periodo si basa in ampia misura sull'ipotesi che la dinamica salariale non risenta dell'attuale inerzia del tasso di inflazione e resti moderata a fronte di una ripresa economica solo graduale. Non solo a tale proposito

ma anche su un piano generale, l'evoluzione delle aspettative di inflazione va seguita con attenzione.

Passando all'analisi monetaria, in seguito a un prolungato periodo di forte espansione di M3, la liquidità nell'area dell'euro rimane abbondante, a causa delle passate riallocazioni di portafoglio, del risparmio effettuato a scopo precauzionale e del basso livello dei tassi di interesse. Malgrado un certo rallentamento della moneta osservato negli ultimi mesi, la liquidità nell'area continua a essere notevolmente superiore a quanto necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Il basso livello dei tassi di interesse sostiene inoltre l'espansione dei prestiti al settore privato, che negli ultimi mesi hanno registrato tassi di incremento sul periodo corrispondente compresi tra il 4½ e il 5 per cento. Allo stadio attuale, l'accumulo di liquidità in eccesso non deve destare preoccupazione per la stabilità dei prezzi, data la ripresa solo graduale dell'economia. Tuttavia, se l'elevato eccesso di liquidità dovesse perdurare a fronte di un significativo rafforzamento dell'attività, potrebbe generare pressioni inflazionistiche nel medio periodo.

In sintesi, l'analisi economica indica che le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo rimangono favorevoli, nel contesto di una ripresa progressiva dell'economia e di un'evoluzione moderata dei prezzi all'importazione e dei salari. La verifica incrociata tra tale valutazione e l'analisi monetaria, nell'ambito dell'approccio basato sui due pilastri, induce a concludere che, alla luce della situazione economica, la forte espansione della moneta non va considerata, per il momento, un fattore suscettibile di influenzare negativamente questo scenario.

Gli andamenti della finanza pubblica e il Patto di stabilità e crescita si trovano ora in un momento critico in cui la credibilità dei fondamentali istituzionali dell'UEM deve essere salvaguardata. Il Trattato e il Patto di stabilità e crescita definiscono un quadro adeguato ad assicurare la disciplina di bilancio, con opportuni margini di flessibilità. Il valore di riferimento del 3 per cento del PIL per il disavanzo pubblico, sancito nello stesso Trattato di Maastricht, rappresenta l'ancora per le regole e procedure che governano le politiche di bilancio nell'UE. Tale ancora non deve essere messa in discussione.

Il pieno rispetto delle regole e la loro integrale applicazione non sono semplici questioni procedurali, ma si fondano su ragioni economiche molto robuste. Preservare la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche accresce la fiducia di tutti gli operatori economici, contribuendo in tal modo a un'espansione durevole di consumi e investimenti. La stabilità e la crescita non sono quindi obiettivi contrastanti, ma si rafforzano reciprocamente, come ben evidenzia la denominazione stessa del quadro per le politiche di bilancio, ovvero "Patto di stabilità e crescita". Quanto ai recenti sviluppi nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi, il Consiglio direttivo ritiene che le proposte della Commissione spingano al limite il margine per l'interpretazione delle regole e delle procedure. Riguardo alle decisioni future, attese in novembre, il Consiglio direttivo esorta vivamente le istituzioni e i governi interessati ad assumersi le rispettive responsabilità. Sono in gioco la credibilità complessiva del quadro per le politiche di bilancio e, quindi, le prospettive per la crescita economica nell'area dell'euro.

I piani di risanamento delle finanze pubbliche devono innestarsi in una strategia complessiva e credibile di medio periodo. Questo implica conferire grande rilevanza alla riforma strutturale della spesa e adeguare i sistemi pensionistici e sanitari pubblici alle sfide poste dall'invecchiamento della popolazione. Inoltre, sono necessarie riforme strutturali nei mercati del lavoro e dei beni e servizi volte a consentire una migliore allocazione e un più efficiente impiego del capitale e delle risorse umane, nonché ad aumentare il potenziale di crescita dell'area. Il Consiglio direttivo sostiene appieno gli sforzi attualmente compiuti in questa direzione da diversi governi e incoraggia, inoltre, le parti sociali a impegnarsi a fondo nella realizzazione dell'obiettivo di rendere l'area dell'euro un'economia più dinamica e innovativa.

Questa edizione del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo passa in rassegna i principali andamenti dei debiti finanziari del settore privato nell'area dell'euro osservati negli ultimi anni. Il secondo verte sulle sfide per la comunità internazionale che possono derivare dalla risoluzione delle crisi nelle economie emergenti. Il terzo analizza gli aspetti principali del ruolo internazionale dell'euro, ossia il suo utilizzo da parte dei non residenti nell'area.

# Gli andamenti economici e monetari nell'area dell'euro

## I Gli andamenti monetari e finanziari

### Le decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo della BCE

Nella riunione del 6 novembre 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere invariato al 2,0 per cento il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, condotte mediante aste a tasso variabile. Anche i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti invariati, al 3,0 e all'1,0 per cento rispettivamente (cfr. figura 1).

### In settembre rallenta ulteriormente la crescita di M3

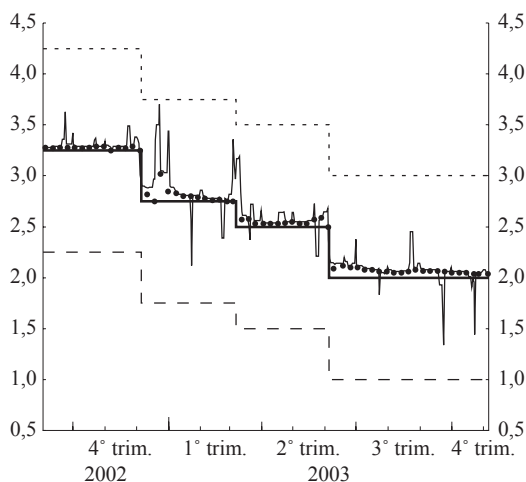
Pur restando su livelli elevati, la crescita monetaria ha segnato un'ulteriore diminuzione in settembre, quando il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 7,4 per cento, dall'8,2 di agosto (cfr. figura 2). Nel periodo luglio-settembre la media a tre

**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



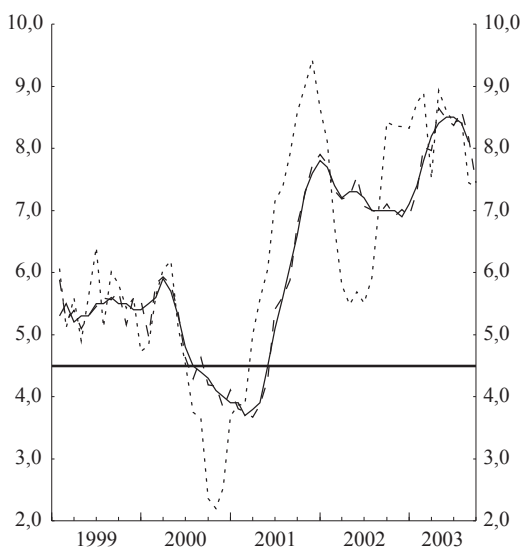
Fonti: BCE e Reuters.

**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.

termini è diminuita all'8,1 per cento, rispetto all'8,4 nel periodo giugno-agosto.

La moderazione dell'espansione di M3 in agosto e settembre potrebbe in una certa misura riflettere un'incipiente inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie, nel contesto del rinnovato interesse degli investitori privati per attività a più lungo termine, come azioni e obbligazioni, indotto dalle migliorate condizioni nei mercati finanziari. Vanno tuttavia considerati due motivi di cautela. In primo luogo, il calo del tasso di variazione di M3 in settembre rispecchia in parte cospicue operazioni di tesoreria condotte dall'Amministrazione centrale di un paese dell'area, cui corrisponderanno probabilmente operazioni inverse nei prossimi mesi. Le operazioni di tesoreria che implicano trasferimenti monetari dalle istituzioni diverse dalle IFM all'Amministrazione centrale (come il collocamento presso tali istituzioni di titoli di Stato di nuova emissione)



## Tavola I

### Tavola riepilogativa delle variabili monetarie per l'area dell'euro

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

	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 giu.	2003 lug.	2003 ago.	2003 set.
<b>M1</b>	10,3	11,4	11,6	11,4	11,5	11,8	11,3
<i>di cui:</i>							
Banconote e monete in circolazione	39,1	35,7	29,6	31,9	30,3	28,8	27,8
Depositi a vista	6,6	8,1	8,9	8,5	8,8	9,4	8,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	4,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,5	5,1
<b>M2</b>	7,1	8,2	8,4	8,3	8,5	8,5	8,0
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	10,5	9,8	7,4	8,7	9,5	6,3	4,3
<b>M3</b>	7,6	8,4	8,2	8,4	8,6	8,2	7,4
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>	5,0	5,1	5,5	5,2	5,4	5,6	5,8
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>	4,2	4,7	5,3	4,8	5,4	5,5	5,5
Credito alle Amministrazioni pubbliche	2,0	3,5	4,8	3,7	4,9	5,1	5,5
<i>di cui:</i>							
prestiti alle Amministrazioni pubbliche	-1,2	-0,4	1,0	-0,3	0,9	1,5	1,3
Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	4,8	5,1	5,5	5,2	5,6	5,6	5,5
<i>di cui:</i>							
prestiti al settore privato	5,0	4,6	4,9	4,6	4,9	5,0	4,9

Fonte: BCE.

hanno un effetto di contenimento sulla crescita di M3 dato che tale Amministrazione non fa parte del settore detentore di moneta. Un secondo e più generale motivo di cautela è dato dal fatto che, considerata la variabilità relativamente elevata dei dati mensili sulla crescita monetaria, gli andamenti osservati su orizzonti temporali brevi possono fornire solo limitate indicazioni sulle tendenze di fondo. È pertanto necessario raccogliere ulteriori evidenze nei prossimi mesi prima di poter giungere a conclusioni certe circa un'inversione di tendenza della crescita di M3.

Nonostante la recente moderazione, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente maggiore di quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Questo eccesso di liquidità, ascrivibile alle scorse riallocazioni di portafoglio, al risparmio precauzionale e al basso livello dei tassi di interesse, non dovrebbe suscitare preoccupazioni in un contesto di crescita economica modesta come quello osservato nell'ultimo biennio. Tuttavia, se

dovesse persistere al momento di un significativo rafforzamento dell'attività economica, esso potrebbe produrre pressioni inflazionistiche nel medio termine. È pertanto importante tenere sotto attenta osservazione sia l'entità dell'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio, sia la possibilità che l'eccesso di liquidità alimenti la spesa aggregata.

Il calo del tasso di crescita di M3 in settembre ha interessato tutte le componenti dell'aggregato. Il tasso di variazione di M1 è sceso all'11,3 per cento, a fronte dell'11,8 di agosto; la flessione è imputabile alla minore crescita di entrambe le sue componenti, vale a dire le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista, i cui tassi di crescita sono diminuiti rispettivamente dal 28,8 al 27,8 per cento e dal 9,4 all'8,8 per cento. Nondimeno, il tasso di variazione di banconote e monete in circolazione è rimasto molto elevato in quanto gli agenti economici (sia all'interno che all'esterno dell'area) hanno continuato a ricostituire le proprie disponibilità di circolante dopo l'introduzione del contante in euro.

Il tasso di incremento sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è sceso al 5,1 per cento in settembre, dal 5,5 di agosto, di riflesso alla dinamica di entrambe le sue componenti: i tassi di variazione sia dei depositi con durata prestabilita fino a due anni sia dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono diminuiti, rispettivamente, al -2,6 dal -2,0 per cento ed al 10,9 dall'11,2.

Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è sceso al 4,3 per cento in settembre, dal 6,3 del mese precedente. Anche in questo caso l'andamento è imputabile alla minore crescita di tutte le componenti: dalle operazioni pronti contro termine (il cui tasso di variazione si è ridotto al -6,7 dal -3,1 per cento), alle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (al 14,6 dal 15,5 per cento), ai titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni (al -18,6 dal -15,4 per cento). La significativa moderazione nella crescita di questi strumenti negli ultimi mesi suffraga l'ipotesi di una riallocazione di portafoglio in atto da parte degli operatori economici.

Dal lato delle passività del bilancio consolidato del settore delle IFM, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è

salito al 5,8 per cento in settembre, dal 5,6 del mese precedente. La graduale tendenza al rialzo mostrata da questa contropartita di M3 negli ultimi mesi potrebbe aver riflesso in una certa misura l'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti. Anche gli andamenti di questa componente potrebbero suggerire riallocazioni di portafoglio intraprese dagli operatori economici.

### Rimane sostanzialmente invariata la crescita dei prestiti al settore privato in settembre

Dal lato delle attività del bilancio consolidato del settore delle IFM, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale concesso a residenti dell'area dell'euro è stato del 5,5 per cento in settembre, invariato rispetto ad agosto. In questo periodo il tasso di incremento del credito alle amministrazioni pubbliche è salito al 5,5 dal 5,1 per cento, mentre quello del credito al settore privato ha segnato un lieve calo, al 5,5 dal 5,6 per cento. All'interno di quest'ultimo aggregato, il tasso di crescita dei prestiti è stato pari al 4,9 per cento, a fronte del 5,0 in agosto; esso si è mantenuto fra il 4½ e il 5 per cento dall'inizio dell'anno, coerentemente con una perdurante stabilizzazione delle condizioni creditizie. Al tempo stesso, il costante incremento negli ultimi due

## Tavola 2

### 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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul trimestre corrispondente					
		2002 2° trim.	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.
<b>Società non finanziarie</b>	46,6	4,4	3,5	3,4	3,7	3,6	3,7
Fino a 1 anno	32,2	-3,1	-2,6	-2,6	-1,0	0,3	-0,9
Oltre 1 anno	67,8	8,8	6,9	6,7	6,3	5,3	6,1
Fino a 5 anni	17,3	12,2	8,9	6,3	5,8	2,4	5,4
Oltre 5 anni	50,5	7,6	6,2	6,8	6,5	6,3	6,3
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	53,4	5,7	5,8	5,9	5,9	5,6	5,8
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,8	3,3	3,6	4,4	3,4	3,7	2,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	66,6	7,7	7,7	7,6	7,2	7,1	7,4
Altri prestiti	19,6	1,4	1,7	1,4	3,5	2,0	3,0

Fonte: Statistiche monetarie e bancarie della BCE.

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 secondo 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) In base alla definizione SEC 95 di 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.

trimestri del tasso di crescita sui sei mesi annualizzato dei prestiti al settore privato potrebbe preannunciare una ripresa dell'espansione sui dodici mesi.

I dati trimestrali relativi alla scomposizione per settore dei prestiti al settore privato mostrano che negli ultimi trimestri i tassi di variazione sul periodo corrispondente sia dei prestiti alle famiglie sia di quelli alle società non finanziarie si sono stabilizzati, oscillando entro un intervallo ristretto (cfr. tavola 2): i primi si sono collocati fra il 5½ e il 6 per cento dalla fine del 2001, mentre i secondi si sono situati su valori compresi fra il 3½ e il 4 per cento dal terzo trimestre del 2002.

La crescita dei prestiti alle famiglie si è lievemente rafforzata nel terzo trimestre del 2003 (al 5,8 per cento dal 5,5 del trimestre precedente). Questo andamento è in gran parte riconducibile alla maggiore domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni, dovuta probabilmente all'effetto di stimolo derivante dai bassi tassi ipotecari nell'intera area dell'euro, nonché al continuo forte rialzo dei prezzi dell'edilizia residenziale in alcuni paesi. Anche il tasso di variazione degli altri prestiti (una categoria ampia comprendente prestiti destinati alla riduzione del debito, alla formazione, alle piccole imprese, ecc.) ha registrato un

aumento nel terzo trimestre, collocandosi al 3,0 per cento dal 2,0 del trimestre precedente. Per contro, la crescita del credito al consumo ha evidenziato una significativa contrazione, passando al 2,4 dal 3,7 per cento.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto pressoché invariato in settembre (al 3,7 per cento, rispetto al 3,6 del trimestre precedente), anche se i dati relativi alla scomposizione per scadenza fanno emergere dinamiche difformi a seconda della durata originaria dei prestiti: alla stabilità del tasso di variazione dei prestiti a lungo termine (oltre cinque anni) hanno fatto riscontro un significativo aumento di quello dei prestiti con scadenza compresa fra uno e cinque anni e un calo su livelli lievementi negativi di quello relativo ai prestiti a breve termine, che risultano particolarmente sensibili agli andamenti congiunturali.

Anche i risultati dell'indagine dell'Eurosistema sul credito bancario di ottobre suggeriscono che le condizioni di credito continuano a stabilizzarsi (cfr. riquadro 1). In particolare, il saldo percentuale di banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti e di linee di credito alle imprese negli ultimi tre mesi è ulteriormente diminuito;

## Riquadro 1

### Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro

Agli inizi di ottobre la BCE ha condotto la quarta indagine sul credito bancario. L'indagine fornisce informazioni sulle condizioni della domanda e dell'offerta di credito nell'area dell'euro ed è concepita per integrare altri dati sui tassi d'interesse bancari al dettaglio e credito<sup>1)</sup>. Questo riquadro contiene i risultati principali relativi al terzo trimestre di quest'anno e un raffronto con quelli del trimestre precedente (rilevati dall'indagine condotta in luglio). Un rapporto più approfondito è consultabile sul sito Internet della BCE.

I risultati dell'indagine sul credito bancario del mese di ottobre (basati sulle risposte delle 86 banche facenti parte del campione) mostrano una continua diminuzione del saldo percentuale di banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri applicati nell'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore delle imprese negli ultimi tre mesi. Tuttavia tale saldo è rimasto superiore al 20 per cento, e solo poche banche hanno segnalato un complessivo allentamento dei criteri. Il saldo percentuale di banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri applicati all'approvazione dei prestiti alle famiglie è rimasta bassa.

Per quanto riguarda i prestiti alle imprese, in ottobre il 23 per cento netto delle banche ha segnalato un inasprimento dei criteri per la concessione del credito nel periodo luglio-settembre (cfr. tavola A, riquadro superiore). Tale dato

1) Cfr. l'articolo L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro nel numero di aprile 2003 di questo Bollettino.

**Tavola A: Variazioni nei criteri per la concessione di credito alle imprese***(in percentuale)*

	Nel complesso		Prestiti alle piccole e medie imprese		Prestiti alle grandi imprese		Prestiti a breve termine		Prestiti a lungo termine	
	luglio	ottobre	luglio	ottobre	luglio	ottobre	luglio	ottobre	luglio	ottobre
<b>a) Negli ultimi tre mesi</b>										
Hanno registrato un notevole irrigidimento	0	2	0	2	0	2	0	2	2	2
Hanno registrato un moderato irrigidimento	27	34	32	23	25	18	19	17	28	24
Sono rimasti sostanzialmente invariati	73	72	65	70	75	77	82	78	68	73
Hanno registrato un moderato allentamento	0	3	3	5	0	3	0	3	2	1
Hanno registrato un notevole allentamento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Saldo percentuale<sup>1)</sup></b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>25</b>
Numero di banche che hanno risposto	83	83	81	81	80	80	82	82	83	82
<b>b) Nei tre mesi successivi</b>										
Hanno registrato un notevole irrigidimento	0	0	0	0	2	2	0	2	2	1
Hanno registrato un moderato irrigidimento	23	14	23	14	24	16	11	13	22	19
Sono rimasti sostanzialmente invariati	72	85	68	82	73	80	82	83	74	78
Hanno registrato un moderato allentamento	4	1	9	4	1	2	7	1	1	1
Hanno registrato un notevole allentamento	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Saldo percentuale<sup>1)</sup></b>	<b>19</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>19</b>
Numero di banche che hanno risposto	83	83	81	81	80	80	81	83	82	83

1) Differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

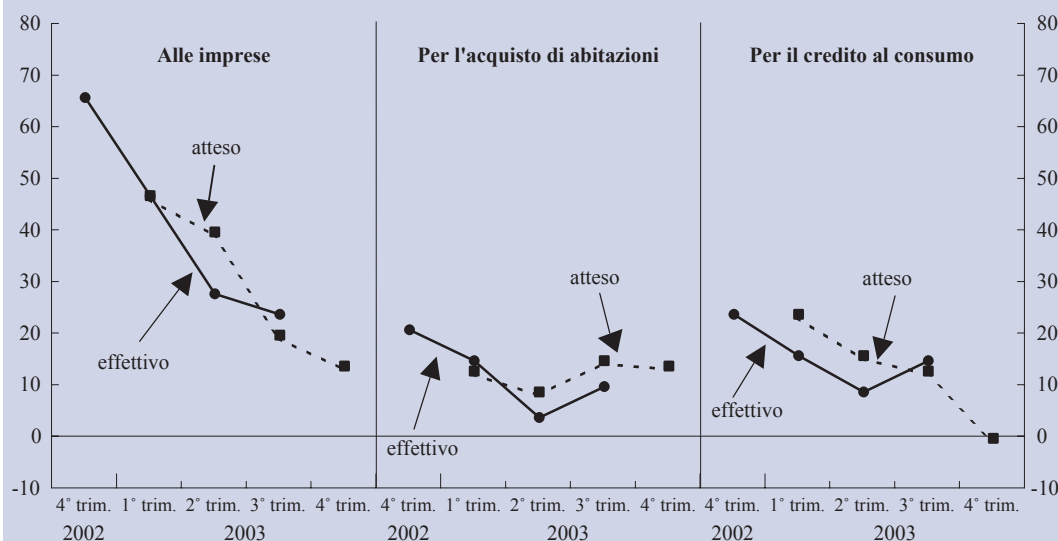
è lievemente superiore a quanto atteso dalle banche in luglio per questo periodo (19 per cento), ma inferiore a quanto segnalato nel periodo aprile-giugno (27 per cento) e in precedenza (cfr. la prima sezione della figura seguente). Per la prima volta una piccola percentuale delle banche (3 per cento) ha segnalato un complessivo allentamento dei criteri per l'erogazione del credito. Nel terzo trimestre di quest'anno la diminuzione del saldo percentuale delle banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri è risultata evidente sia per i prestiti concessi alle imprese di grandi dimensioni sia per quelli alle piccole e medie imprese. Per quanto riguarda la scadenza originaria dei prestiti, l'irrigidimento dei criteri ha continuato a diminuire per tutte le scadenze.

Come in luglio, la percezione del rischio, specialmente in termini di prospettive specifiche per settore o impresa, viene indicata come il fattore che ha contribuito in misura maggiore al continuo irrigidimento complessivo dei criteri per la concessione del credito applicati nel terzo trimestre, seguita da vicino dalle previsioni relative all'attività economica generale. I termini e le condizioni per l'approvazione di prestiti e l'apertura di linee di credito a favore di imprese che sono stati maggiormente ristretti sono i margini dei tassi d'interesse, l'entità del prestito o della linea di credito e le attività richieste a garanzia.

Passando a considerare le attese relative ai criteri per la concessione del credito nel quarto trimestre di quest'anno, il saldo percentuale di banche che ne prevedono un inasprimento è sceso al 13 per cento nell'indagine condotta in ottobre, dal 19 rilevato in luglio (cfr. tavola A, riquadro inferiore).

## Criteria per la concessione dei prestiti o di linee di credito

(saldo percentuale delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei criteri)



Nota: il saldo percentuale è ottenuto come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono le percentuali calcolate dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio, i valori per il terzo trimestre 2003 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di luglio.

Per quanto riguarda la domanda dei prestiti da parte delle imprese, le banche segnalano una diminuzione in termini netti minore che in passato. Sempre in termini netti, il 17 per cento netto delle banche partecipanti all'indagine in ottobre ha segnalato una diminuzione della domanda di prestiti e linee di credito a favore delle imprese nel trimestre precedente, in calo rispetto al 25 per cento rilevato nell'indagine di luglio (cfr. tavola B). La ragione principale addotta per il decremento della domanda è la diminuzione delle necessità di finanziamento per investimenti fissi da parte delle imprese. Nel contempo, quasi un terzo delle banche partecipanti indica la ristrutturazione del debito come fattore alla base di un aumento della domanda.

## Tavola B: Variazioni nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte delle imprese negli ultimi tre mesi

(in percentuale)

	Nel complesso		Prestiti alle piccole e medie imprese		Prestiti alle grandi imprese		Prestiti a breve termine		Prestiti a lungo termine	
	luglio	ottobre	luglio	ottobre	luglio	ottobre	luglio	ottobre	luglio	ottobre
Hanno registrato una notevole contrazione	2	1	2	2	4	2	2	1	3	2
Hanno registrato una moderata contrazione	33	29	30	27	25	31	20	26	38	34
È rimasta sostanzialmente invariata	54	57	52	51	57	54	61	60	47	39
Hanno registrato un moderato incremento	10	13	16	18	12	13	16	13	10	25
Hanno registrato un notevole incremento	0	0	0	3	2	0	0	0	2	0
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Saldo percentuale<sup>1)</sup></b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-6</b>	<b>-13</b>	<b>-30</b>	<b>-11</b>
Numero di banche che hanno risposto	83	83	81	81	80	80	81	82	82	83

1) Il saldo percentuale per le domande sulla richiesta di prestiti è definito come la differenza fra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione".

Per quanto attiene alle famiglie, il 9 per cento delle banche, in termini netti, segnala un inasprimento dei criteri applicati per l'approvazione di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Questa percentuale, sebbene superiore a quella rilevata in luglio (3 per cento; cfr. tavola C, riquadro superiore), risulta inferiore alle precedenti aspettative relative al terzo trimestre di quest'anno (14 per cento; cfr. la seconda sezione della figura). Per quanto riguarda i criteri applicati al credito al consumo e alle altre tipologie di prestiti alle famiglie, in ottobre il 14 per cento, in termini netti, delle banche ha segnalato un inasprimento per il periodo luglio-settembre (in aumento rispetto all'8 per cento di luglio), dato lievemente superiore a quello che era atteso per il terzo trimestre (12 per cento; cfr. la terza sezione della figura).

### Tavola C: Variazioni nei criteri per la concessione di credito alle famiglie

(in percentuale)

	Prestiti per l'acquisto di abitazioni		Credito al consumo e altri prestiti	
	luglio	ottobre	luglio	ottobre
<b>a) Negli ultimi tre mesi</b>				
Hanno registrato un notevole irrigidimento	1	0	0	0
Hanno registrato un moderato irrigidimento	12	18	13	19
Sono rimasti sostanzialmente invariati	77	72	82	76
Hanno registrato un moderato allentamento	8	9	5	5
Hanno registrato un notevole allentamento	2	0	0	0
Totale	100	100	100	100
<b>Saldo percentuale <sup>1)</sup></b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>14</b>
Numero di banche che hanno risposto	80	80	78	78
<b>b) Nei tre mesi successivi</b>				
Hanno registrato un notevole irrigidimento	0	0	0	0
Hanno registrato un moderato irrigidimento	14	19	16	13
Sono rimasti sostanzialmente invariati	85	76	80	72
Hanno registrato un moderato allentamento	1	6	4	14
Hanno registrato un notevole allentamento	0	0	0	0
Totale	100	100	100	100
<b>Saldo percentuale <sup>1)</sup></b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>-1</b>
Numero di banche che hanno risposto	80	80	78	78

1) Cfr. la nota nella tavola A.

Come nell'indagine precedente, le previsioni relative all'attività economica generale vengono indicate come il fattore che ha contribuito in misura maggiore al lieve irrigidimento complessivo dei criteri applicati per i prestiti alle famiglie nel trimestre luglio-settembre. L'inasprimento delle politiche di erogazione del credito, nei casi in cui si è verificato, si è tradotto prevalentemente in un aumento dei margini applicati dalla banca ai prestiti più rischiosi. Nel contempo, le banche hanno segnalato una riduzione dei loro margini sui prestiti medi.

Per quanto riguarda le aspettative relative al periodo ottobre-dicembre di quest'anno, l'inasprimento netto atteso per i prestiti finalizzati all'acquisto di abitazioni rimane allo stesso livello rilevato nell'indagine di luglio (13 per cento). Tuttavia le banche prevedono un lieve allentamento dei criteri applicati ai prestiti per il credito al consumo e alle altre tipologie di prestiti (cfr. tavola C, riquadro inferiore).

Nel contempo, sul lato della domanda, l'indagine di ottobre ha indicato che il saldo percentuale di banche che hanno segnalato un incremento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato pari al 31 per cento, rispetto al 29 dell'indagine di luglio (cfr. tavola D). Invece, la domanda di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti

alle famiglie è diminuita nello stesso periodo (il saldo percentuale è stato pari al -7 per cento, in calo rispetto al 5 per cento rilevato nell'indagine di luglio).

**Tavola D: Variazioni nella domanda di prestiti da parte delle famiglie negli ultimi tre mesi**  
(in percentuale)

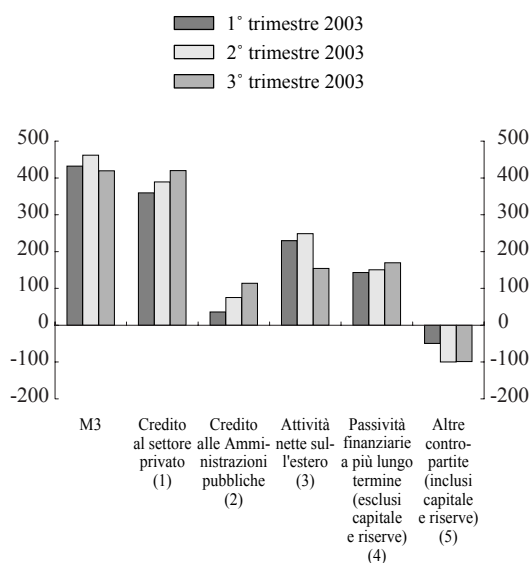
	Prestiti per l'acquisto di abitazioni		Credito al consumo e altri prestiti	
	luglio	ottobre	luglio	ottobre
Ha registrato una notevole contrazione	0	0	1	1
Ha registrato una moderata contrazione	14	7	18	22
È rimasta sostanzialmente invariata	44	56	58	61
Ha registrato un moderato incremento	30	28	21	14
Ha registrato un notevole incremento	12	10	2	2
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Saldo percentuale <sup>1)</sup></b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>-7</b>
Numero di banche che hanno risposto	80	80	78	78

1) Cfr. la nota nella tavola B.

Nel complesso, i risultati dell'indagine di ottobre forniscono qualche segnale di miglioramento delle condizioni del credito per i prestiti alle imprese e di stabilizzazione di quelle applicate alle famiglie. Tuttavia, considerata la novità dell'indagine, i risultati dovrebbero essere interpretati con grande cautela. Occorrerà del tempo prima che sia possibile fornire una interpretazione attendibile di questi dati e definire la loro relazione con gli effettivi andamenti economici e finanziari.

**Figura 3**  
**Variazioni di M3 e delle sue contropartite**

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



Fonte: BCE.

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

tale saldo percentuale continua tuttavia a essere superiore al 20 per cento e solo un numero ristretto di istituti ha segnalato un allentamento complessivo degli standard creditizi. Inoltre, è aumentato, pur restando su livelli bassi, il saldo percentuale delle banche che hanno dichiarato di aver irrigidito i criteri per la concessione di prestiti alle famiglie. Considerando il carattere di novità di questo strumento di indagine, è opportuno usare molta prudenza nell'interpretarne i risultati, poiché i dati in base ai quali valutare la relazione fra questi ultimi e l'andamento effettivo del credito e dell'attività economica sono ancora insufficienti.

In settembre la posizione netta sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro è diminuita di 5 miliardi di euro, in termini assoluti e destagionalizzati. Nei dodici mesi fino a settembre le attività nette sull'estero di questo settore si sono accresciute di 153 miliardi di euro, a fronte di un aumento di 161 miliardi nei dodici mesi fino ad agosto e di 207 miliardi nei dodici mesi fino a luglio. I dati della bilancia dei pagamenti (disponibili fino

ad agosto) indicano che il recente calo delle attività nette sull'estero è da ricondurre soprattutto agli acquisti di obbligazioni estere da parte di residenti e alle vendite di titoli dell'area dell'euro da parte di non residenti.

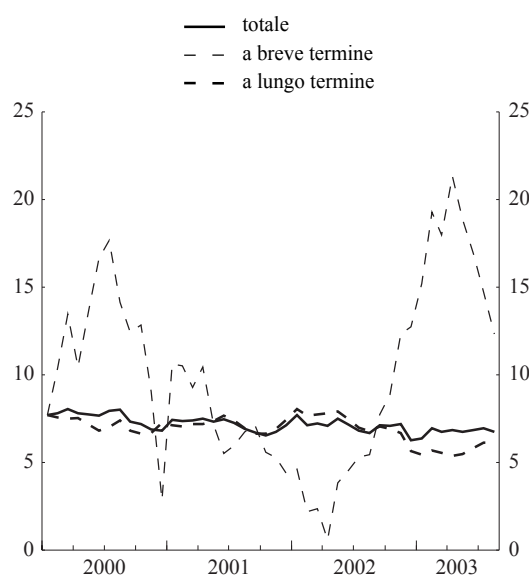
### Si mantengono stabili le emissioni di titoli di debito in agosto

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze di titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è diminuito lievemente in agosto, al 6,7 per cento dal 6,9 di luglio. L'andamento è imputabile a un calo di 2,4 punti percentuali del tasso di variazione delle consistenze di titoli di debito a breve termine, sceso al 12,3 per cento, mentre il tasso relativo alle consistenze di titoli a lungo termine è rimasto invariato al 6,1 per cento (cfr. figura 4).

La scomposizione per valuta mostra che in agosto il tasso di incremento delle consistenze di titoli di debito in euro emessi da residenti nell'area

**Figura 4**  
Scomposizione per scadenza 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 tragga origine da transazioni.

è diminuito di 0,2 punti percentuali rispetto a luglio, collocandosi al 6,4 per cento.

Per quanto concerne la scomposizione per settore emittente dei titoli di debito denominati in euro, la crescita delle consistenze di titoli emessi dalle IFM è stata del 3,7 per cento in agosto, con una diminuzione di 0,1 punti percentuali rispetto a luglio. Ciò riflette un rallentamento delle emissioni a breve termine, il cui tasso di variazione è diminuito dal 16,1 al 13,6 per cento, mentre il tasso relativo ai depositi a breve nel bilancio consolidato del settore delle IFM non ha evidenziato variazioni di rilievo. Si è mantenuto sostanzialmente stabile anche il tasso di variazione sia delle consistenze di titoli a lungo termine, collocatosi al 2,5 per cento, sia dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza superiore a due anni, pari al 7,5 per cento su base consolidata.

Nel comparto delle imprese diverse dalle IFM, che comprende sia le società finanziarie non monetarie che le società non finanziarie, il tasso di crescita delle consistenze di titoli di debito in euro non ha mostrato variazioni sostanziali, collocandosi al 23,1 per cento in agosto. Più specificatamente, il tasso di incremento delle emissioni delle società finanziarie non monetarie, rimasto invariato al livello elevato del 33,8 per cento, riflettendo la sostenuta attività di cartolarizzazione delle società veicolo (*special purpose vehicles*), mentre il tasso di incremento relativo alle emissioni delle società non finanziarie ha registrato un lieve aumento (di 0,5 punti percentuali) portandosi al 13,9 per cento, un valore prossimo alla media dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria.

Per quanto attiene al settore pubblico, il tasso di variazione sui dodici mesi delle consistenze di titoli di debito in euro emessi dalle Amministrazioni centrali è diminuito

di 0,3 punti percentuali rispetto al mese precedente, scendendo al 4,0 per cento in agosto. Nel resto del settore delle Amministrazioni pubbliche, che comprende le Amministrazioni statali e locali, la crescita delle emissioni di titoli di debito in euro è diminuita dal 20,2 per cento in luglio al 19,4 in agosto. Il persistere di una vigorosa attività di emissione in questo settore è riconducibile all'elevato fabbisogno finanziario delle autorità locali in alcuni paesi dell'area.



## I tassi di interesse al dettaglio mostrano tendenze contrastanti in settembre

In settembre i tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine si sono mantenuti invariati o sono diminuiti solo lievemente, restando sui livelli più bassi dal gennaio 1990, data in cui è iniziata la loro segnalazione (cfr. figura 5). Fra giugno 2002, quando si era registrato l'ultimo massimo, e settembre 2003 le flessioni sono state comprese fra circa 30 punti base, per i tassi sui depositi a vista, e circa 120 punti base, per i tassi sui depositi con durata prestabilita fino a un anno, a fronte di una riduzione di 130 punti base del tasso di interesse a tre mesi del mercato monetario nello stesso periodo.

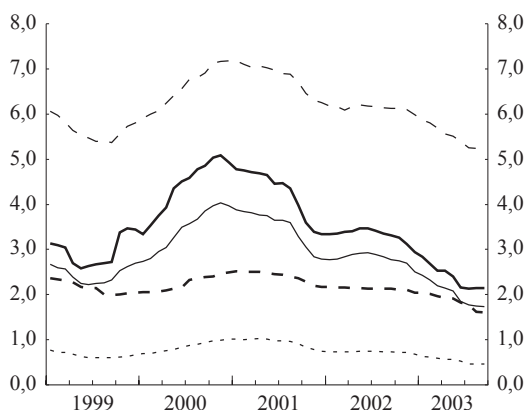
Sulle scadenze più lunghe, l'andamento recente è stato più disomogeneo. In settembre i tassi di interesse sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati di 13 punti base rispetto al mese precedente, riflettendo l'incremento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine iniziato a metà giugno. Sono inoltre aumentati di 4 punti base i tassi sui depositi a lungo termine, a

### Figura 5

#### 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 parzialmente basati su stime nazionali, e Reuters.

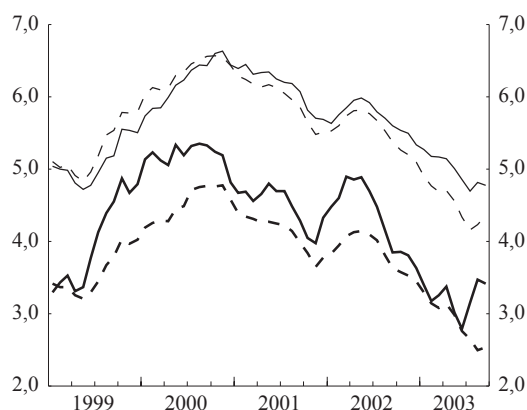
Nota: dal 1° gennaio 2001 sono compresi anche i dati relativi alla Grecia.

### Figura 6

#### 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 parzialmente basati su stime nazionali, e Reuters.

Nota: dal 1° gennaio 2001 sono compresi anche i dati relativi alla Grecia.

fronte di un calo della stessa entità dei tassi sui prestiti alle imprese, probabilmente riconducibile alla percezione di una diminuzione del rischio di credito. Tuttavia, i differenziali fra i tassi bancari a lungo termine e i tassi di mercato comparabili sono rimasti complessivamente invariati (cfr. figura 6).

#### Aumentano lievemente i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine in ottobre

Dopo il calo di settembre, i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati lievemente in ottobre e all'inizio di novembre, soprattutto nelle scadenze a più lungo termine, a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi a più breve termine. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, misurata dalla differenza fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, da un livello pressoché nullo alla fine di settembre è tornata positiva (intorno a 33 punti base) il 5 novembre.

Tra la fine di settembre e il 5 novembre il tasso di interesse overnight, misurato dall'Eonia, ha oscillato per la maggior parte del tempo fra il

2,05 e il 2,06 per cento. Nello stesso periodo il tasso swap a due settimane sull'Eonia è variato fra il 2,05 e il 2,09 per cento, collocandosi al 2,07 il 5 novembre. Il tasso marginale e quello medio di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si sono collocati in media 5 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta applicato a queste operazioni (cfr. riquadro 2).

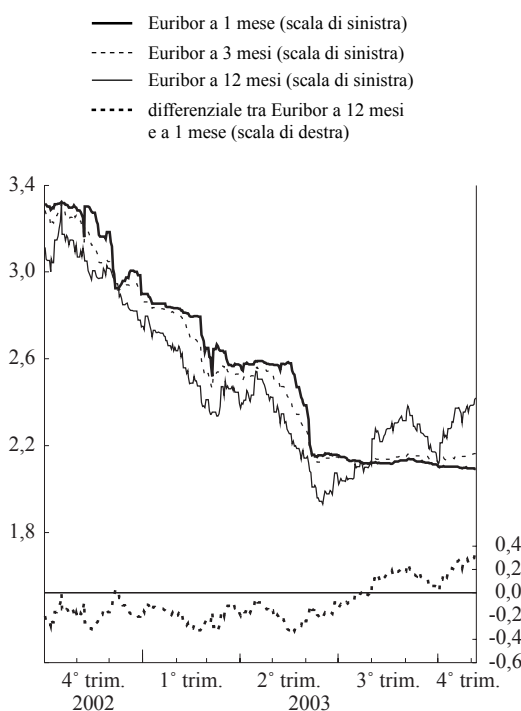
I tassi Euribor a uno e a tre mesi sono rimasti entrambi pressoché invariati nel periodo fra la fine di settembre e il 5 novembre, collocandosi in quest'ultima data rispettivamente al 2,09 e al 2,16 per cento (cfr. figura 7). Il tasso marginale e quello medio dell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 30 ottobre sono stati pari, rispettivamente, al 2,13 e 2,14 per cento, risultando inferiori di 3 e 2 punti base all'Euribor a tre mesi allora prevalente e superiori di 3 e 2 punti base ai corrispondenti tassi dell'operazione regolata il 25 settembre.

I tassi di interesse del segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti sono invece lievemente aumentati in ottobre e all'inizio di novembre. I tassi Euribor a sei e dodici mesi sono aumentati di 12 e 29 punti base tra la fine

**Figura 7**

**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.

**Riquadro 2**

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

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

**Operazioni di mercato aperto**

(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
ORP	24/09/2003	08/10/2003	109,74	81,00	1,35	304	2,00	2,06	2,07
ORP	01/10/2003	15/10/2003	164,02	123,00	1,33	292	2,00	2,05	2,06
ORP	08/10/2003	22/10/2003	135,89	82,00	1,66	304	2,00	2,05	2,06
ORP	15/10/2003	27/10/2003	153,30	113,00	1,36	321	2,00	2,05	2,05
ORP	22/10/2003	05/11/2003	119,33	90,00	1,33	310	2,00	2,04	2,05
ORLT	25/09/2003	17/12/2003	28,44	15,00	1,89	106	-	2,10	2,12

Fonte: BCE.

I tassi marginali e quelli medi ponderati delle operazioni di rifinanziamento principali sono diminuiti gradualmente dal 2,06 al 2,04 per cento e dal 2,07 al 2,05 per cento, rispettivamente.

Ad eccezione del consueto rialzo che si verifica nell'ultima giornata di apertura dei mercati del mese, l'Eonia è diminuita gradualmente dal 2,07 per cento di inizio periodo al 2,05 per cento il 16 ottobre. La flessione dell'Eonia è stata in linea con le condizioni di liquidità distese che hanno prevalso durante l'intero periodo di mantenimento. Come nel periodo di mantenimento precedente, i volumi di aggiudicazione delle ORP sono stati relativamente abbondanti. Successivamente l'Eonia è scesa su livelli prossimi o lievemente inferiori al tasso minimo di offerta del 2,00 per cento, per poi diminuire ulteriormente all'1,44 per cento il 23 ottobre, giorno di chiusura del periodo di mantenimento delle riserve. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento è terminato con un ricorso netto alle operazioni di deposito presso la banca centrale pari a 1,9 miliardi di euro.

La differenza media tra le riserve detenute sui conti correnti dalle istituzioni creditizie presso l'Eurosistema e le riserve obbligatorie è stata pari a 0,64 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 settembre e il 23 ottobre 2003

	Creazione di liquidità	Assorbimento di liquidità	Contributo netto
<b>(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema</b>	<b>253,5</b>	<b>0,2</b>	<b>+253,3</b>
Operazioni di rifinanziamento principali	208,4	-	+208,4
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45,0	-	+45,0
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,1	0,2	-0,1
Altre operazioni	-	-	-
<b>(b) Altri fattori che incidono sulla liquidità del sistema bancario <sup>1)</sup></b>	<b>321,3</b>	<b>442,7</b>	<b>-121,4</b>
Banconote in circolazione	-	395,5	-395,5
Conti delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema	-	48,3	-48,3
Attività nette dell'Eurosistema verso l'estero (incluso l'oro)	315,0	-	+321,3
Altri fattori (netto)		1,1	-1,1
<b>(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) + (b)</b>			<b>131,9</b>
<b>(d) Riserva obbligatoria</b>			<b>131,2</b>

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 111,6 e 141,4 miliardi di euro. La deviazione massima tra le stime pubblicate e i dati effettivi si è verificata nel periodo compreso tra il 6 e il 14 ottobre ed è stata pari a 2,2 miliardi di euro.

di settembre e il 5 novembre, collocandosi in quest'ultima data, rispettivamente, al 2,23 e al 2,42 per cento. Nello stesso periodo il profilo atteso dell'Euribor a tre mesi implicito nei prezzi dei contratti future è aumentato in misura significativa. I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future con scadenza nel dicembre 2003 e nel marzo e giugno 2004 sono aumentati, rispettivamente, di 16, 33 e 45 punti base, collocandosi il 5 novembre al 2,19, al 2,33 e al 2,56 per cento.

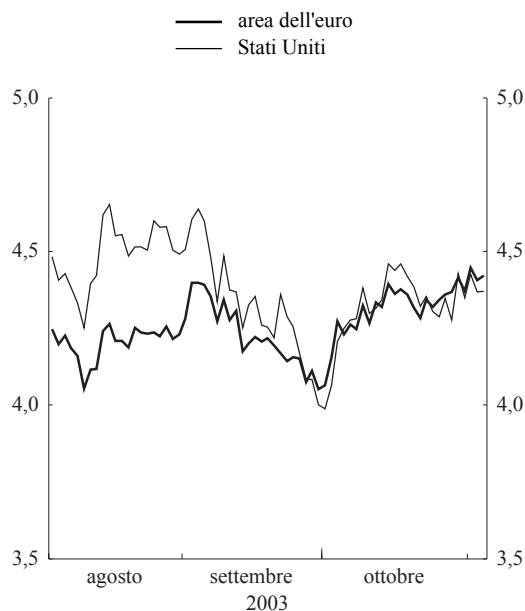
### Aumentano i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine in ottobre

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati in ottobre sui principali mercati mondiali, in molti casi compensando i cali osservati nel mese precedente. Negli Stati Uniti e dell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di 40 punti base fra la fine di settembre e il 5 novembre, portandosi in entrambi i casi al 4,4 per cento alla fine

**Figura 8**

**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.

del periodo (cfr. figura 8). Di conseguenza, il differenziale tra i rendimenti dei titoli a dieci anni nelle due economie era prossimo a zero il 5 novembre.

Il recente incremento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi sembra riflettere revisioni al rialzo delle aspettative degli operatori di mercato circa la crescita e l'inflazione, principalmente riconducibili alla pubblicazione di dati più positivi sulla crescita economica e l'occupazione negli Stati Uniti. In particolare, l'incremento di 10 punti base del rendimento reale dei titoli a dieci anni indicizzati osservato fra la fine di settembre e il 5 novembre suggerisce un miglioramento delle prospettive per la crescita, mentre nello stesso periodo l'aumento delle aspettative di inflazione fra gli operatori di mercato è indicato dall'incremento di 30 punti base del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni (misurato dalla differenza fra i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni nominali e indicizzati).

L'incertezza degli operatori di mercato sulle variazioni future dei rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti è rimasta relativamente elevata.

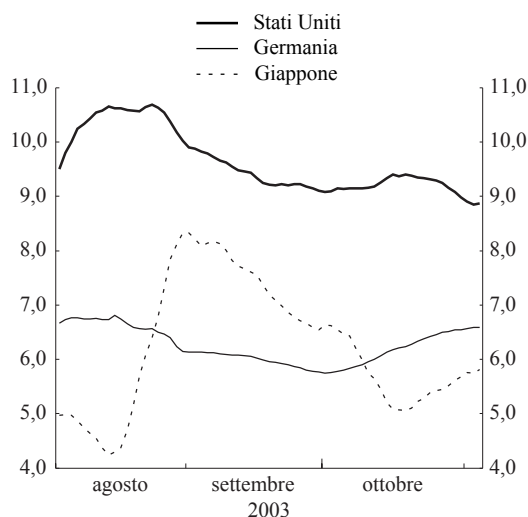
La media mobile a dieci giorni della volatilità implicita nei prezzi dei contratti future sui titoli di Stato decennali statunitensi si è mantenuta complessivamente invariata nel periodo in esame, collocandosi all'8,9 per cento il 5 novembre, un livello di 0,9 punti percentuali superiore alla media degli ultimi due anni (cfr. figura 9).

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati di 10 punti base fra la fine di settembre e il 5 novembre, collocandosi all'1,5 per cento alla fine del periodo. Tale incremento sembra collegato alle più favorevoli prospettive per l'economia ed è in linea con l'andamento degli altri principali mercati. L'incertezza fra gli operatori di mercato è diminuita, come indicato dal calo della volatilità implicita in ottobre (cfr. figura 9). Il 5 novembre la media mobile a dieci giorni della volatilità implicita del mercato obbligazionario era pari al 5,8 per cento, un livello ancora significativamente superiore alla media del 3,4 per cento degli ultimi due anni.

**Figura 9**

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

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



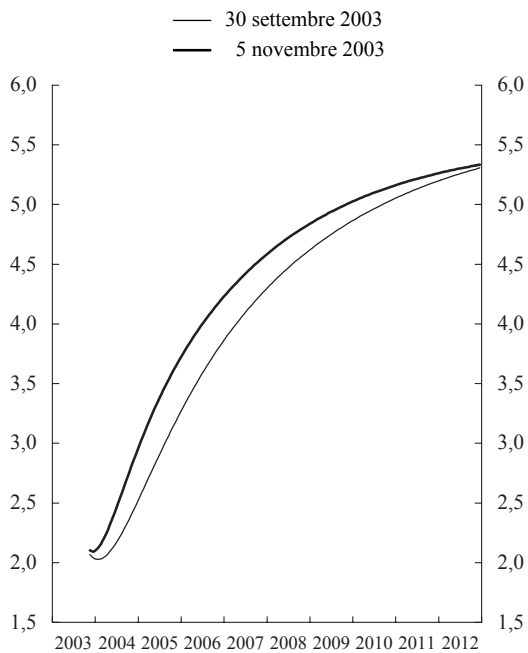
Fonte: Bloomberg.

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 10**

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

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



Fonte: stima della BCE.

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

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato rialzi su tutte le scadenze in ottobre. Gli incrementi più marcati hanno interessato le scadenze a medio termine, e ciò ha determinato un aumento dell'inclinazione della curva dei tassi overnight a termine impliciti nei tassi swap fra le scadenze a breve e medio termine (cfr. figura 10). L'incremento generale dei rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro sembra essere stato innescato dalla pubblicazione di dati superiori alle attese circa l'economia dell'area e dalle prospettive più favorevoli per l'economia mondiale.

La correzione al rialzo delle attese a lungo termine degli operatori di mercato è segnalata da un incremento di 15 punti base fra la fine di settembre e il 5 novembre dei rendimenti dei titoli decennali francesi, indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro esclusi i prezzi del tabacco.

La valutazione più favorevole sull'economia dell'area si è riflessa anche nel calo dei differenziali di interesse sulle obbligazioni societarie. Per esempio, il differenziale fra i rendimenti dei titoli societari con rating BBB e i titoli di Stato comparabili è diminuito di 20 punti base tra la fine di settembre e il 5 novembre, collocandosi a 90 punti base alla fine del periodo, il livello più basso dall'introduzione dell'euro nel gennaio 1999.

Nel contempo, il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni per l'area dell'euro (misurato dalla differenza fra rendimenti nominali e reali dei titoli di Stato francesi) è aumentato di 25 punti base fra la fine di settembre e il 5 novembre. Pur essendo in parte riconducibile ad alcuni fattori tecnici, tale incremento potrebbe anche indicare un aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine fra gli investitori dell'area.

Il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita delle opzioni sui contratti future sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni, è aumentato di 0,8 punti percentuali fra la fine di settembre e il 5 novembre. In tale data l'indicatore si collocava al 6,6 per cento, un valore superiore di 0,9 punti percentuali alla propria media degli ultimi due anni.

Dall'introduzione dell'euro nel 1999 i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro e in Germania sono fortemente diminuiti. Il riquadro 3 esamina in maggior dettaglio tale andamento e suggerisce come esso potrebbe essere stato influenzato di recente dalle posizioni di bilancio dei Governi dei paesi membri dell'area.

**Aumentano a livello globale i prezzi azionari in ottobre**

In ottobre i prezzi delle azioni sono aumentati a livello globale, principalmente sospinti dal miglioramento della attese del mercato circa le prospettive per l'economia mondiale e gli utili societari. I prezzi delle azioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati dagli indici azionari

### Riquadro 3

#### Andamenti recenti dei differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

Nel periodo che ha preceduto l'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria, avvenuto il 1° gennaio 1999, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dei paesi che avrebbero successivamente adottato l'euro hanno mostrato una significativa convergenza. Tale fenomeno è stato indotto dalle anticipazioni connesse all'introduzione della moneta unica e alla conseguente eliminazione del rischio di cambio all'interno dell'area. Dopo l'inizio della Terza fase, questi differenziali di rendimento hanno continuato a sussistere, pur collocandosi su livelli decisamente inferiori a quelli riscontrabili prima del 1999. Ciò fa ritenere che gli investitori effettuino una distinzione fra i titoli di

#### Andamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine fra paesi dell'area dell'euro e la Germania <sup>1)</sup>

(punti base)

	Gennaio 1999	Ottobre 2003	Variazione dal gennaio 1999 all'ottobre 2003
Belgio	22	6	-16
Spagna	19	1	-18
Francia	8	2	-6
Irlanda	21	0	-21
Italia	23	13	-10
Paesi Bassi	11	2	-9
Austria	18	5	-13
Portogallo	22	10	-12
Finlandia	21	-1	-22
Media	18	4	-14

Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

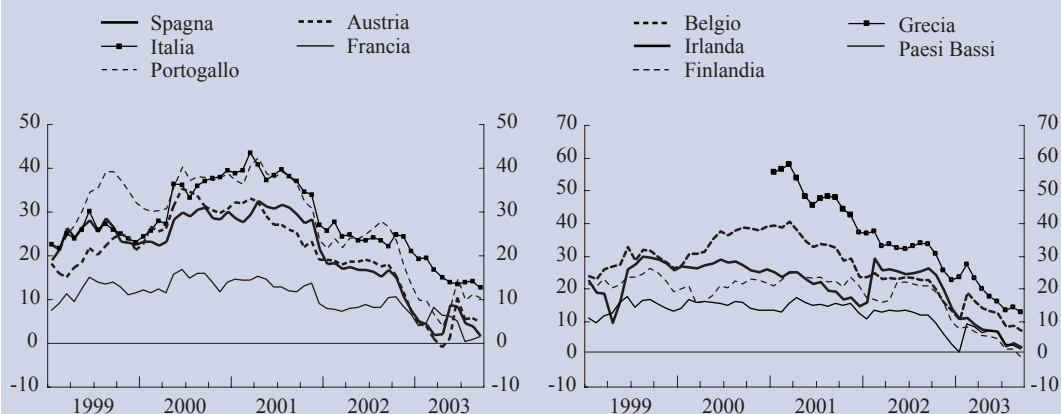
1) Il rendimento dei titoli di Stato a lungo termine si riferisce a titoli a dieci anni o alla più vicina scadenza disponibile.

Stato emessi dai diversi paesi dell'area sia in termini di liquidità sia, in una certa misura, in termini di rischio di credito. Nel 1999 i rendimenti obbligazionari a lungo termine tedeschi erano i più bassi dell'intera area dell'euro, in parte per effetto della liquidità relativamente elevata dei titoli di Stato. Il vantaggio di finanziamento del governo tedesco rispetto agli altri governi dell'area (con l'eccezione della Francia) si situava su livelli pari o superiori a 10 punti base. Tuttavia questo quadro si è alquanto modificato negli ultimi anni. La tavola mostra come i differenziali fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dei paesi dell'area e quelli di titoli tedeschi comparabili si siano considerevolmente assottigliati fra gennaio del 1999 e ottobre del 2003, risultando in una riduzione del differenziale medio da 18 a 5 punti base. I paesi che in ottobre del 2003 presentavano i differenziali più ampi rispetto alla Germania erano la Grecia, l'Italia e il Portogallo. I cali di maggiore entità nei differenziali di rendimento dal 1999 sono stati invece registrati da Finlandia, Irlanda, Spagna e Belgio (cfr. figura A). Una notevole riduzione ha interessato altresì i differenziali di rendimento con i titoli di Stato greci dopo l'adesione del paese all'area dell'euro, il 1° gennaio 2001.

Il processo di convergenza dei differenziali di rendimento osservato dal 1999 non ha avuto un profilo regolare. Come desumibile dalla figura A, l'andamento più evidente è che i differenziali hanno iniziato a ridursi in modo contestuale per tutti i paesi a partire dall'inizio del 2001. A questo fenomeno potrebbero aver concorso, fra gli altri fattori, gli andamenti delle posizioni di bilancio nell'area dell'euro, come il deteriorarsi fra il 2001 e il 2003 del rapporto fra debito e PIL in Germania rispetto agli altri paesi dell'area con l'eccezione della Francia.

**Figura A: Differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nei confronti dei corrispondenti titoli tedeschi <sup>1)</sup>**

(in punti base; dati mensili)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

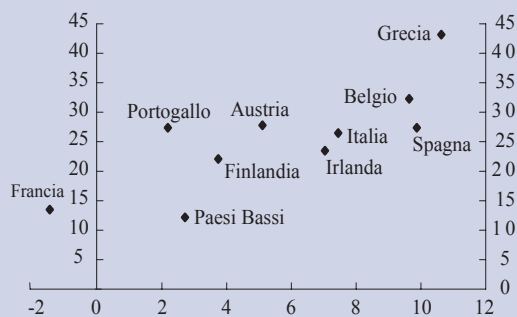
1) I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile.

La figura B fornisce evidenza sulla relazione fra le posizioni di bilancio e l'evoluzione dei differenziali di rendimento dal 2001 ponendo a raffronto, da un lato, la variazione nei rapporti relativi debito/PIL degli altri paesi nei confronti della Germania e, dall'altro, le corrispondenti variazioni del differenziale di rendimento fra i titoli di Stato. La figura mostra come i paesi in cui si è registrato un miglioramento del rapporto debito/PIL rispetto a quello della Germania hanno evidenziato altresì una diminuzione dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi.

Sebbene alcuni fattori tecnici (connessi ad esempio alla liquidità di taluni titoli) potrebbero aver influito sulla riduzione di taluni differenziali, la figura B pare suggerire che gli operatori di mercato tengano conto delle singole posizioni di bilancio dei governi dell'area nella determinazione del prezzo delle obbligazioni emesse da questi ultimi e sembrano premiare, anche se solo limitatamente, i paesi che hanno adottato politiche di bilancio più prudenti, offrendo loro migliori condizioni di finanziamento.

**Figura B: Variazioni nei rapporti relativi debito pubblico/PIL nei confronti della Germania <sup>1)</sup> e variazioni nei differenziali di rendimento <sup>2)</sup> tra il 2001 e il 2003**

(asse orizzontale: in punti percentuali; asse verticale: in punti base)



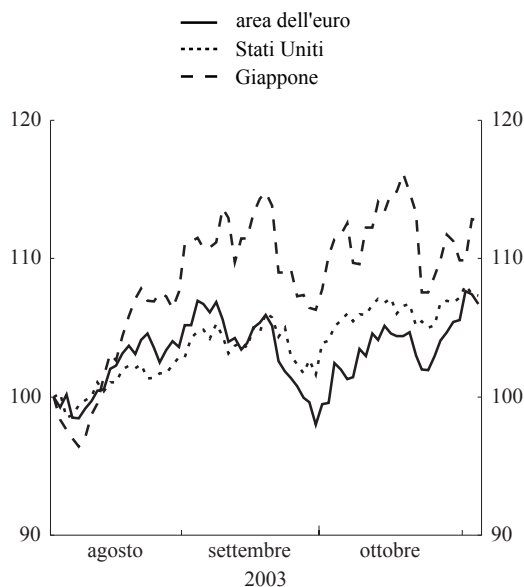
Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

1) Asse orizzontale: variazione nel differenziale tra il rapporto debito pubblico/PIL della Germania e il rapporto degli altri paesi dell'area dell'euro tra il 2001 e il 2003 (le cifre relative al 2003 si riferiscono alle previsioni della Commissione europea di ottobre 2003).

2) Asse verticale: decremento nei differenziali di rendimento nei confronti dei titoli di Stato a 10 anni tedeschi tra gennaio 2001 e ottobre 2003.

ampi Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono aumentati rispettivamente del 9 e del 6 per cento tra la fine di settembre e il 5 novembre (cfr. figura 11), a fronte di un aumento del 6 per cento nello stesso periodo dei corsi azionari giapponesi, misurati dall'indice Nikkei 225.

L'aumento delle quotazioni azionarie osservato negli Stati Uniti in ottobre ha riflesso dati migliori del previsto sugli utili societari relativi al terzo trimestre oltre che la pubblicazione di dati macroeconomici indicativi di un miglioramento del clima economico nel paese. L'incertezza del mercato azionario, misurata dalla media mobile a

**Figura 11****Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone***(indici: 1° agosto 2003 = 100; dati giornalieri)*

Fonte: Reuters.

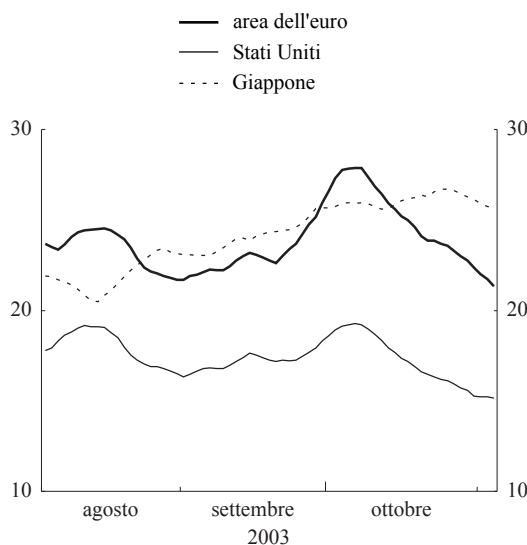
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

dieci giorni della volatilità implicita nel prezzo delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è diminuita di circa 3 punti percentuali fra la fine di settembre e il 5 novembre, collocandosi al 15 per cento in quest'ultima data, un valore significativamente inferiore alla sua media di lungo periodo (cfr. figura 12). È inoltre possibile che il calo dell'incertezza abbia alimentato il recente rialzo dei prezzi azionari, poiché esso implica, in linea di principio, una riduzione dei premi per il rischio richiesti per l'investimento in azioni. L'aumento dei corsi azionari è stato particolarmente pronunciato nel settore tecnologico, come indica l'aumento dell'8 per cento dell'indice Nasdaq Composite tra la fine di settembre e il 5 novembre.

In Giappone dopo i rapidi aumenti dei mesi precedenti, i prezzi delle azioni hanno continuato a crescere in ottobre. A tale andamento positivo ha contribuito l'ottimismo riguardo alle prospettive economiche per il Giappone e alla capacità del settore bancario di migliorare la propria redditività. Nel contempo, l'apprezzamento dello yen giapponese e il livello inferiore alle attese

degli utili trimestrali riportati da alcune grandi imprese hanno esercitato pressioni al ribasso sulle quotazioni. L'incertezza dei mercati azionari giapponesi, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225, è rimasta invariata fra la fine di settembre e il 5 novembre, collocandosi al 26 per cento in quest'ultima data, un livello prossimo alla sua media di lungo periodo.

Nell'area dell'euro i prezzi delle azioni hanno confermato in ottobre la tendenza complessiva al rialzo, in atto dal marzo di quest'anno. L'aumento di ottobre dei prezzi azionari riflette in larga misura i miglioramenti degli utili aziendali oltre che la pubblicazione di dati che suffragano le attese di mercato circa l'imminente ripresa dell'economia dell'area. Insieme all'andamento del mercato azionario globale, ciò ha contribuito a ripristinare la fiducia nei mercati azionari dell'area. Di conseguenza, l'incertezza dei mercati sembra essersi ridotta, come indica il calo

**Figura 12****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 &amp; Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.



di 5 punti percentuali della media mobile a dieci giorni della volatilità implicita nel prezzo delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 fra la fine di settembre e il 5 novembre. La volatilità implicita del mercato si è mantenuta ben al di sotto della sua media di lungo periodo, collocandosi al

21 per cento il 5 novembre. Come negli Stati Uniti, le azioni collegate al settore tecnologico hanno registrato i maggiori incrementi di prezzo nel periodo in esame, sospinte dalle attese degli operatori secondo cui sarà tale settore a beneficiare maggiormente della ripresa economica globale.

## 2 I prezzi

### Le stime indicano che l'inflazione in ottobre è rimasta invariata

In base alla stima rapida dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta invariata al 2,1 per cento (cfr. tavola 3). Sebbene non sia ancora disponibile una disaggregazione dettagliata dello IAPC per questo mese, i dati preliminari indicano che l'inflazione complessiva continua a risentire dell'andamento dei prezzi dei prodotti alimentari, saliti a causa della straordinaria siccità di quest'estate. Al contrario, non ci si attende che i prezzi dell'energia abbiano esercitato un'ulteriore pressione al rialzo sull'inflazione complessiva in ottobre.

In settembre, l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro si è fermata al 2,1 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Tale andamento rispecchia variazioni di segno opposto dei tassi di crescita sui dodici mesi delle componenti più variabili dell'indice (ossia i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dell'energia), nonché lievi incrementi in alcune delle componenti meno variabili.

L'impatto dell'estate straordinariamente calda e della siccità nell'area dell'euro sui prezzi dei prodotti alimentari freschi, già notevole in agosto, si è ampliato in settembre. Nel corso di questo mese, infatti, i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati sono saliti del 4,2 per cento sui dodici

### Tavola 3

#### Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2000	2001	2002	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 mag.	2003 giu.	2003 lug.	2003 ago.	2003 set.	2003 ott.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>													
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
<i>di cui:</i>													
Beni	2,5	2,3	1,7	1,8	2,0	1,5	1,7	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	.
Alimentari	1,4	4,5	3,1	2,2	1,9	2,5	3,2	2,4	2,9	3,0	3,1	3,5	.
Alimentari trasformati	1,2	2,9	3,1	2,6	3,1	3,3	3,1	3,3	3,2	3,2	3,0	3,1	.
Alimentari non trasformati	1,8	7,0	3,1	1,6	0,1	1,5	3,4	1,1	2,5	2,7	3,3	4,2	.
Beni industriali	3,0	1,2	1,0	1,6	2,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,9	1,5	1,2	0,7	0,9	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	.
Beni energetici	13,0	2,2	-0,6	2,9	7,0	1,5	2,1	0,6	1,6	2,0	2,7	1,7	.
Servizi	1,5	2,5	3,1	3,1	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>													
Prezzi alla prod. dei beni industriali	5,3	2,2	0,0	1,3	2,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,1	.
Costo del lavoro per un. di prodotto	1,3	2,5	2,1	1,5	2,0	2,5	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro	1,3	0,2	0,5	1,0	0,7	0,2	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per occupato	2,6	2,8	2,6	2,5	2,7	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata	2,8	3,4	3,5	3,5	2,7	2,9	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile)	31,0	27,8	26,5	26,5	28,4	22,7	25,1	21,9	23,3	25,0	26,5	23,9	24,7
Prezzi delle materie prime (in euro)	20,4	-8,1	-0,9	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-8,0	-9,6	-7,5	-5,2	-4,7	-3,7

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

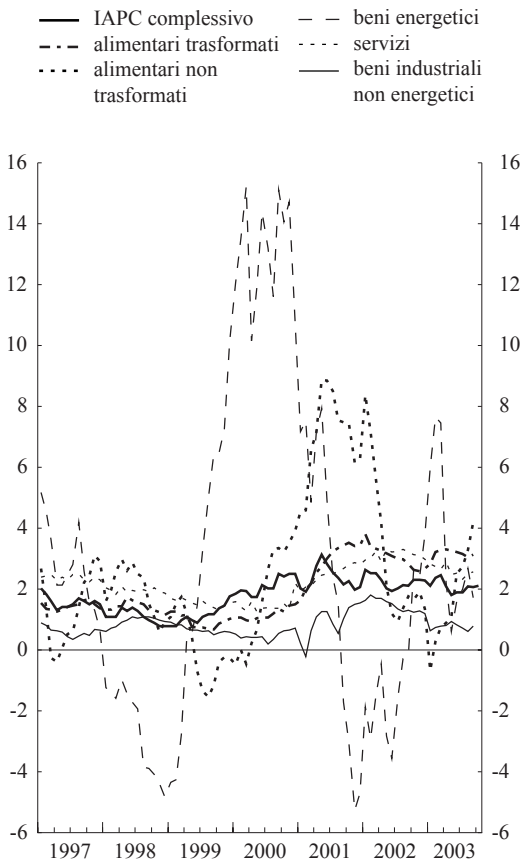
Nota: per i periodi precedenti al 2001, i dati dello IAPC non includono la Grecia. Gli altri indicatori di prezzi e costi includono la Grecia per i periodi precedenti al 2001. Per ulteriori dettagli sui dati si veda la sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo numero del Bollettino.

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

### Figura 13

#### 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.

mesi, sospinti in particolare da un considerevole rincaro dei prezzi degli ortofrutticoli (pari quasi

al 10 per cento sui dodici mesi). Tuttavia, la pressione al rialzo sull'inflazione complessiva derivante dai prezzi dei prodotti alimentari non trasformati è stata ampiamente compensata da un rallentamento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dell'energia (passato dal 2,7 per cento in agosto all'1,7 per cento in settembre). Questo andamento ha riflesso una riduzione di circa il 10 per cento dei prezzi del petrolio denominati in euro, rispetto al livello medio registrato in agosto. Sebbene in ampia misura riconducibile al calo dei prezzi del greggio espressi in dollari, questa flessione è stata accentuata dall'ulteriore lieve apprezzamento dell'euro verificatosi in settembre (in base alle medie mensili).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di queste componenti maggiormente variabili è salito di 0,1 punti percentuali, collocandosi al 2,0 per cento in settembre. Questo incremento va ricondotto al lieve aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati e dei beni industriali non energetici. In particolare, i prezzi dell'abbigliamento e delle calzature sono risaliti in settembre, dopo un rallentamento stagionale lievemente più marcato rispetto alle svendite estive degli anni precedenti. Al contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei servizi è rimasto invariato al 2,5 per cento.

In una prospettiva di più lungo termine, il riquadro 4 illustra i recenti progressi nel campo delle riforme normative realizzate nei settori del gas, dell'elettricità e delle telecomunicazioni nonché gli andamenti dei prezzi dall'inizio del 2000.

### Riquadro 4

#### Andamenti recenti nei settori a rete di pubblica utilità

Vi è ampio consenso nel ritenere che le riforme della regolamentazione dei mercati in Europa nei settori a rete di pubblica utilità (gas, elettricità e telecomunicazioni) arrechino benefici ai consumatori, comportando una diminuzione dei prezzi<sup>1)</sup>. Il presente riquadro passa in rassegna i recenti progressi compiuti nelle riforme in ambito regolamentare in questi settori e illustra l'andamento dei relativi prezzi rispetto a quello dello IAPC complessivo. Questi tre settori concorrono congiuntamente a quasi il 6 per cento dello IAPC complessivo dell'area dell'euro.

Le riforme della regolamentazione nel settore delle telecomunicazioni hanno continuato a esercitare pressioni al ribasso sull'andamento dei prezzi, sebbene in misura notevolmente inferiore rispetto ai primi anni successivi alla liberalizzazione del mercato. È auspicabile che si pervenga a un'accresciuta concorrenza, in particolar modo nel settore energetico.

1) Cfr., ad esempio, Banca centrale europea, Price effects of regulatory reform in selected network industries, marzo 2001.

## Progressi recenti nelle riforme della regolamentazione dei mercati

Il processo di riforma in ambito regolamentare è allo stadio più avanzato nel **settore delle telecomunicazioni**, benché in alcuni paesi e segmenti di mercato la concorrenza effettiva resti piuttosto limitata, in particolare perché i principali operatori già attivi (*incumbent*) detengono tuttora una quota significativa del mercato. La parte del mercato della telefonia mobile riconducibile a imprese affiliate dei principali operatori preesistenti della rete fissa era superiore al 40 per cento in tutti i paesi dell'area dell'euro nel 2002, ultimo anno per cui sono disponibili dati<sup>2)</sup>. La quota del mercato della telefonia fissa in mano agli *incumbent* era persino superiore: in genere pari a oltre l'80 per cento per le telefonate urbane e tra il 60 e l'80 per cento per le telefonate interurbane e internazionali.

Per quanto riguarda il **mercato dell'energia elettrica**, a partire dal 2001 vari paesi dell'area dell'euro hanno esteso il grado di apertura del mercato. La figura mostra la quota percentuale del mercato dell'elettricità nell'area dell'euro aperto alla concorrenza al marzo 2003 e i progressi realizzati dal 2001. Più del 70 per cento del mercato è oggi formalmente aperto alla concorrenza, anche se sussistono tuttora differenze significative tra i vari paesi, con Francia e Grecia che presentano il grado più basso di apertura (leggermente al di sopra del 30 per cento). Nonostante i progressi compiuti a livello formale in alcuni paesi, la concorrenza resta spesso limitata, principalmente a causa della posizione dominante degli *incumbent* e della debolezza delle autorità di regolamentazione.

Il **mercato del gas naturale** si è ulteriormente aperto a partire dal 2001. Quasi l'80 per cento del mercato del gas dell'area è oggi formalmente aperto, ma la concorrenza effettiva sembra ancora relativamente limitata e decisamente inferiore rispetto al settore dell'elettricità. I principali ostacoli alla concorrenza provengono dalle disparità delle tariffe di accesso alla rete tra paesi e tra regioni diverse, dalla concentrazione della produzione e dell'importazione del gas in poche imprese e dal lento sviluppo dei centri di compravendita (*trading hub*), che impedisce alle imprese entranti di acquistare gas all'ingrosso.

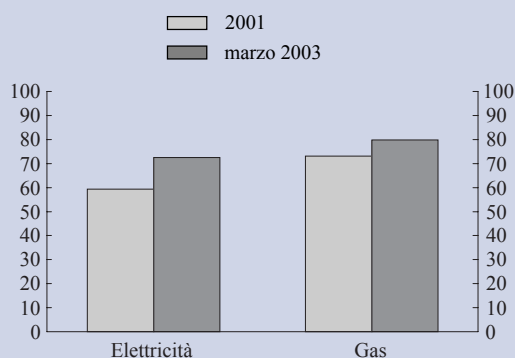
Nel complesso, le riforme in materia regolamentare nei settori del gas, dell'elettricità e delle telecomunicazioni hanno segnato ulteriori progressi nel 2002 e nel 2003, sebbene in modo non uniforme tra settori e tra paesi. Nel novembre del 2002, il Consiglio UE per i trasporti, le telecomunicazioni e l'energia ha fissato un calendario per la piena apertura del mercato dell'energia, da completarsi il 1° luglio 2004 per l'uso non domestico e il 1° luglio 2007 per l'uso domestico. Questo accordo rappresenta un importante passo in avanti nella liberalizzazione dei mercati dell'energia.

## Andamento dei prezzi nei settori a rete di pubblica utilità

In seguito alla graduale introduzione di riforme in materia regolamentare nel **settore delle telecomunicazioni**, i prezzi nell'area dell'euro hanno continuato a scendere nel 2002 e nel 2003, seppure a un tasso considerevolmente inferiore che nel biennio 2000-01 (cfr. tavola seguente). Nel 2002 e nel periodo da gennaio a settembre del 2003 la componente dello IAPC relativa ai servizi di telecomunicazione ha continuato a fornire all'inflazione misurata sullo IAPC complessivo un contributo negativo, sebbene soltanto marginale. Tuttavia, l'effetto negativo di tale voce sull'inflazione al consumo totale, cumulato dal 2000, è stato piuttosto ampio, ammontando a 0,33 punti percentuali.

2) I dati sulle quote di mercato nel settore delle telecomunicazioni provengono da Eurostat.

### Quota percentuale di mercato dell'energia dell'area dell'euro aperto alla concorrenza



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le elaborazioni della BCE relative alle quote di mercato sono basate su pesi di domanda di elettricità e gas nel 2001 e 2002, rispettivamente. Per il mercato del gas, i dati relativi a Grecia, Portogallo e Finlandia non sono disponibili.

## Il contributo dei prezzi nel settore delle telecomunicazioni, dell'elettricità e del gas allo IAPC complessivo dell'area

	Variazione percentuale sui dodici mesi				Contributo alla variazione dello IAPC (punti percentuali)				
	2000	2001	2002	gen.-set. 2003	2000	2001	2002	gen.-set. 2003	2000-set. 2003
IAPC complessivo	2,1	2,3	2,3	2,1					
Telecomunicazioni	-8,2	-4,9	-0,6	-0,5	-0,20	-0,11	-0,01	-0,01	-0,33
Elettricità	-1,1	2,0	1,8	2,8	-0,02	0,04	0,04	0,06	0,11
Gas	11,6	14,7	-2,3	4,4	0,15	0,21	-0,03	0,06	0,38

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La componente dello IAPC relativa all'**energia elettrica** per l'insieme dell'area dell'euro è salita nel periodo da gennaio a settembre del 2003 del 2,8 per cento, un tasso superiore a quello registrato dall'inflazione complessiva misurata sullo IAPC. Tuttavia, l'incremento medio nel biennio 2000-02 è stato inferiore a quello dell'indice complessivo. I prezzi dell'elettricità hanno continuato a essere fortemente influenzati da fattori indipendenti dal quadro di regolamentazione adottato, quali la combinazione delle fonti energetiche primarie, i prezzi del carburante ed effetti specifici ai singoli paesi (ad esempio, variazioni dell'imposizione indiretta). Inoltre, l'andamento dei prezzi negli ultimi anni ha probabilmente riflesso più politiche di prezzo preventive da parte degli *incumbent* e la fissazione dei prezzi da parte delle autorità, piuttosto che gli effetti della limitata concorrenza effettiva nel settore. Un'accresciuta concorrenza sarà essenziale per garantire un'evoluzione favorevole dei prezzi.

L'andamento dei **prezzi del gas naturale** riflette soltanto in parte variazioni nel livello della concorrenza, dal momento che essi risentono ampiamente della sottostante evoluzione dei prezzi dell'energia sul mercato mondiale e del tasso di cambio dell'euro. I prezzi del gas nell'area, misurati dalla corrispondente voce dello IAPC, sono scesi del 2,3 per cento nel 2002, contribuendo così negativamente all'inflazione al consumo complessiva. Nel 2003 si è osservata un'inversione di tendenza, e il contributo del gas all'inflazione complessiva dell'area nel periodo da gennaio a settembre del 2003 è stata pari a 0,06 punti percentuali. Come per il settore dell'elettricità, anche in questo comparto è necessario apportare ulteriori riforme normative per far sì che una quota maggiore delle rendite degli *incumbent* sia distribuita ai consumatori.

La dispersione del livello dei prezzi tra i paesi dell'area è lievemente diminuita lo scorso anno per le telefonate nazionali e internazionali, per i prezzi del gas e per quelli dell'elettricità a uso domestico. Tuttavia, in tutti i settori considerati sussistono ancora differenze significative nell'andamento dei prezzi tra paesi e tra tipi di servizio, che riflettono, tra l'altro, processi di attuazione delle riforme che non procedono di pari passo e regimi differenti di imposizione indiretta.

### I prezzi alla produzione sono rimasti moderati in settembre

Dopo un lieve incremento registrato in agosto, in settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro è sceso all'1,1 per cento, in calo dall'1,4 per cento del mese precedente (cfr. figura 14). Questo rallentamento è riconducibile per intero a una diminuzione dei prezzi dell'energia, che ha riflesso un effetto base e presumibilmente il calo

dei prezzi del petrolio osservato tra agosto e settembre. Al contrario, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è salito marginalmente, dallo 0,6 per cento in agosto allo 0,7 per cento in settembre, per effetto dei lievi aumenti registrati nella maggior parte dei settori industriali.

Le spinte al rialzo sui prezzi alla produzione si mantengono complessivamente contenute. Infatti,

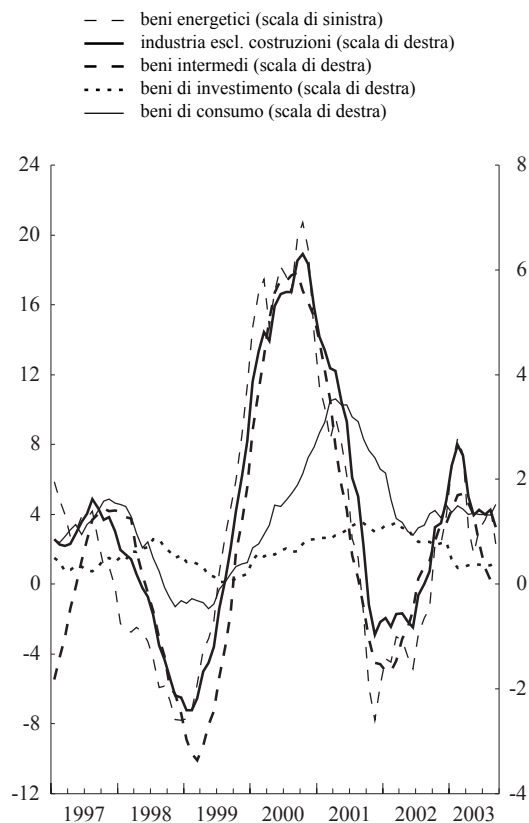
il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni e dell'energia è andato gradualmente calando (dall'1,2 per cento nel primo trimestre allo 0,6 per cento nel terzo). Questa flessione, che in parte risente dell'impatto dell'apprezzamento dell'euro, è dovuta principalmente all'evoluzione dei prezzi nel settore dei beni intermedi. Al contrario, i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni di investimento e dei beni di consumo sono rimasti complessivamente stabili dall'inizio dell'anno.

Gli indicatori sull'andamento dei prezzi alla produzione desunti dalle inchieste indicano una ripresa di lievi spinte al rialzo dei prezzi in ottobre (cfr. figura 15). Per la prima volta negli ultimi sei mesi, l'Eurozone Price Index (EPI) basato sulle

**Figura 14**

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

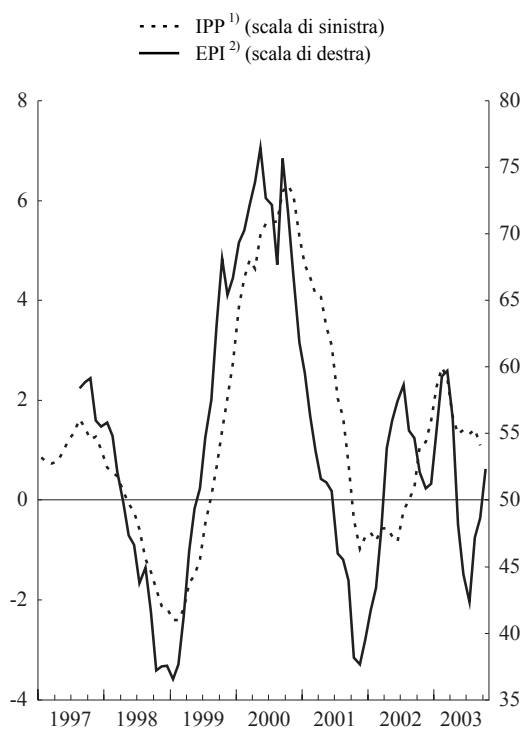


Fonte: Eurostat.  
Nota: i dati si riferiscono agli Euro 12 (anche per i periodi precedenti al 2001).

**Figura 15**

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

(dati mensili)



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.

indagini presso i responsabili degli acquisti ha superato il valore di riferimento di 50, teoricamente associato a una crescita nulla. In ottobre tale indicatore si è portato, infatti, a 52,3 da 48,7 nel mese precedente, sospinto dall'incremento dei prezzi delle materie prime derivante principalmente dal perdurante aumento della domanda delle stesse.

**La crescita salariale tende a stabilizzarsi nella prima metà 2003**

Gli indicatori del costo del lavoro nel primo semestre di quest'anno offrono un quadro contrastante della dinamica salariale complessiva. Nel secondo trimestre il costo orario totale del lavoro (nel

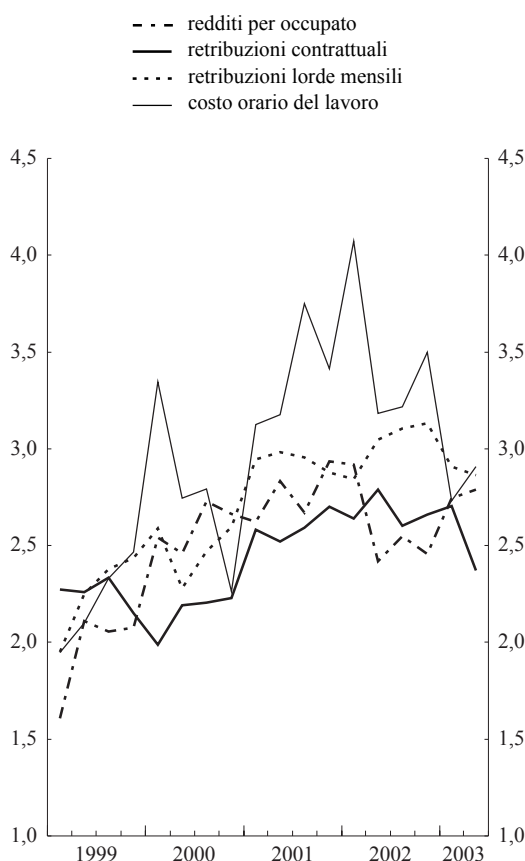
settore delle imprese non agricole) nell'area dell'euro è salito del 2,9 per cento sul periodo corrispondente, un tasso di crescita sostanzialmente simile a quello registrato nel primo trimestre (cfr. figura 16). Si è così verificato un notevole calo (di circa 0,5 punti percentuali) rispetto alla crescita media del costo orario del lavoro registrata nel 2001 e nel 2002, e anche una sensibile diminuzione del tasso di crescita sia dei costi salariali che non salariali del lavoro.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è calato di 0,3 punti percentuali nel secondo trimestre, portandosi al 2,4 per cento. Questa flessione, tuttavia, è derivata in parte da un forte divario in Germania tra i considerevoli aumenti delle retribuzioni concessi l'anno scorso e il minor numero di nuovi accordi salariali firmati quest'anno.

### Figura 16

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Correggendo per tali effetti, la crescita delle retribuzioni contrattuali dovrebbe essere rimasta sostanzialmente invariata nel secondo trimestre e in linea con la crescita media registrata nel 2001 e nel 2002. Inoltre, anche i dati relativi alle retribuzioni mensili, disponibili sino al secondo trimestre di quest'anno, indicano che i tassi di crescita sul periodo corrispondente sono rimasti complessivamente in linea con quelli dei due anni precedenti.

In parziale contrasto, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato, che si colloca intorno al 2,7 per cento nel primo semestre di quest'anno, è risultato lievemente superiore alla media del 2002. Al momento sono disponibili i dati settoriali relativi ai redditi per occupato nel secondo trimestre. La crescita dei redditi per occupato nel settore dei servizi è rimasta in linea con le medie registrate nel 2001 e nel 2002. Tuttavia, si è verificato un rialzo generalizzato del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nel settore dei servizi di mercato (passato dal 2,8 per cento nel primo trimestre al 3,4 per cento nel secondo). Questo incremento è stato parzialmente compensato dal rallentamento della crescita dei redditi per occupato nel settore della pubblica amministrazione e dei servizi affini. Nel settore industriale, il tasso di crescita medio dei redditi per occupato registrato nel primo semestre dell'anno è rimasto superiore alle medie del 2001 e del 2002, oscillando tra 0,2 e 0,3 punti percentuali in più.

Complessivamente, nonostante alcune indicazioni contrastanti, i dati registrati confermano il quadro di una dinamica salariale nell'area dell'euro che si va stabilizzando dall'inizio del 2002.

Dopo un graduale miglioramento nel corso del 2002, la crescita della produttività ha registrato un ulteriore calo nel secondo trimestre di quest'anno. Di conseguenza la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è salita di 0,5 punti percentuali, portandosi al 2,5 per cento nel secondo trimestre del 2003. L'incremento sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto dall'inizio dell'anno sembra lievemente superiore a quanto registrato nel 2002, ma si mantiene inferiore rispetto al 2001.

## Si prevede che l'inflazione continui a oscillare intorno al 2 per cento

In prospettiva, i tassi d'inflazione dovrebbero continuare a oscillare intorno al 2 per cento ancora per parecchi mesi. È possibile che l'andamento dei prezzi dei prodotti alimentari comporti, tra la parte finale di quest'anno e gli inizi del 2004, un'ulteriore pressione al rialzo riconducibile all'ondata di caldo di quest'estate, mentre i prezzi del greggio sono rimasti su livelli più elevati del previsto principalmente in seguito alle incertezze sul piano politico nel medio oriente. Inoltre, gli aumenti di diverse imposte indirette e di prezzi amministrati, programmati nel corso del 2004 in alcuni paesi

dell'area dell'euro, provocheranno una temporanea spinta al rialzo sulla crescita dei prezzi. Ciò suggerisce che il calo dell'inflazione misurata sullo IAPC potrebbe rivelarsi più lento o più contenuto rispetto a quanto precedentemente previsto.

Nel medio termine, tuttavia, assumendo che la dinamica salariale resti moderata, l'inflazione dovrebbe scendere. L'apprezzamento dell'euro, inoltre, dovrebbe continuare a frenare le pressioni interne sui prezzi. Questo quadro è sostanzialmente in linea con le previsioni recentemente pubblicate da fonti sia ufficiali sia private (cfr. riquadro 5 sui risultati della Survey of Professional Forecasters del quarto trimestre del 2003).

### Riquadro 5

#### Le aspettative del settore privato sull'inflazione e l'attività economica nell'area dell'euro: i risultati della *Survey of Professional Forecasters (SPF)* relativa al quarto trimestre 2003 e altri indicatori disponibili

Questo riquadro presenta i risultati della ventunesima *Survey of Professional Forecasters (SPF)* condotta dalla BCE tra il 16 e il 28 ottobre 2003. La SPF raccoglie le aspettative circa l'inflazione, l'attività economica e la disoccupazione nell'area dell'euro di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie che hanno sede nell'Unione europea. È importante ricordare che, data la diversità del gruppo di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere una serie relativamente eterogenea di opinioni e ipotesi. Ove possibile, i risultati sono confrontati con altri indicatori disponibili delle aspettative del settore privato per gli stessi orizzonti temporali<sup>1)</sup>.

#### Le aspettative di inflazione per 2003, 2004 e 2005

Rispetto alla precedente SPF del luglio 2003 i partecipanti all'indagine hanno corretto lievemente al rialzo le attese per l'inflazione misurata sullo IAPC, portandole al 2,0 per cento per il 2003 contro l'1,9 per cento. Considerato che questa era l'ultima SPF dell'anno, l'incertezza relativa al risultato finale per il 2003 è insolitamente elevata. Di fatto, molti partecipanti hanno segnalato la possibilità di andamenti impreveduti del prezzo del petrolio, oltre che alcune preoccupazioni quanto alla probabile entità della pressione al rialzo sui prezzi risultante dall'effetto ritardato delle temperature eccezionalmente elevate e della siccità della scorsa estate nell'area dell'euro sui prezzi dei prodotti alimentari. Anche le attese relative all'inflazione misurata sullo IAPC per il 2004 e 2005 sono state riviste al rialzo (di 0,1 punti percentuali) rispetto alla precedente SPF, e si collocano ora rispettivamente all'1,6 e all'1,8 per cento. Il calo atteso del tasso di inflazione per il 2004 è in genere attribuito a un ulteriore graduale apprezzamento dell'euro e al proseguimento di una crescita economica relativamente moderata. Tuttavia, l'attuazione di una serie di misure fiscali (quali gli aumenti pianificati delle imposte sul carburante e sui tabacchi in Francia e la riforma del sistema sanitario in Germania) agli inizi del 2004 comporterebbero rischi verso l'alto per le previsioni. Nel complesso, la maggior parte dei risultati tende a essere leggermente al di sopra dei valori riportati ad ottobre di quest'anno sia da *Consensus Economics* (cfr. tavola) sia da *Euro Zone Barometer* (2,0 per cento per il 2003 e 1,5 per cento per il 2004).

1) Tali orizzonti corrispondono agli anni solari 2003, 2004, 2005 e "cinque anni avanti, ovvero 2008". Sono inoltre riportate le aspettative per due "orizzonti mobili" (rolling horizons) richiesti nella SPF. Questi orizzonti mobili sono fissati, per ciascuna variabile, a uno e a due anni dal periodo cui si riferiscono i dati più recenti disponibili al momento dell'indagine. Nella SPF relativa al quarto trimestre del 2003, tali orizzonti mobili sono fissati al settembre 2004 e 2005 per il tasso d'inflazione misurato sullo IAPC, al secondo trimestre del 2004 e 2005 per il tasso di crescita del PIL e all'agosto 2004 e 2005 per il tasso di disoccupazione. Gli orizzonti mobili possono essere utili per individuare dinamiche difficilmente deducibili dalle previsioni sugli andamenti medi negli anni solari.



## Risultati della *Survey of Professional Forecasters* (3° trimestre 2003 e 4° trimestre 2003) e di *Consensus Economics* (ottobre 2003)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione					
	2003	settembre 2004	2004	settembre 2005	2005	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 4° trim. 2003	2,0	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9
Precedente SPF, 3° trim. 2003	1,9	-	1,5	-	1,7	1,9
Consensus (ottobre 2003)	2,0	-	1,5	-	1,7	1,8
Crescita del PIL in termini reali	2003	2° trim. 2004	2004	2° trim. 2005	2005	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 4° trim. 2003	0,5	1,6	1,7	2,2	2,3	2,4
Precedente SPF, 3° trim. 2003	0,7	-	1,7	-	2,3	2,4
Consensus (ottobre 2003)	0,5	-	1,7	-	2,2	2,1
Tasso di disoccupazione <sup>1)</sup>	2003	agosto 2004	2004	agosto 2005	2005	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 4° trim. 2003	8,8	8,8	8,9	8,5	8,5	7,4
Precedente SPF, 3° trim. 2003	8,9	-	8,9	-	8,5	7,4

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2008. Le previsioni di Consensus Economics si riferiscono al periodo 2009-2013 (dati pubblicati nel Consensus Economics Survey di ottobre 2003).

Il questionario della SPF richiede inoltre ai partecipanti di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni, espressa in percentuali rientranti entro determinati intervalli. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette pertanto di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La figura A mostra le distribuzioni di probabilità relative alle due ultime inchieste per i tassi medi annuali dell'inflazione al consumo nel 2004. Sebbene buona parte della distribuzione per l'inflazione al consumo attesa nel 2004 rimanga concentrata sull'intervallo 1,5-1,9 per cento, vi è stato un chiaro spostamento verso destra.

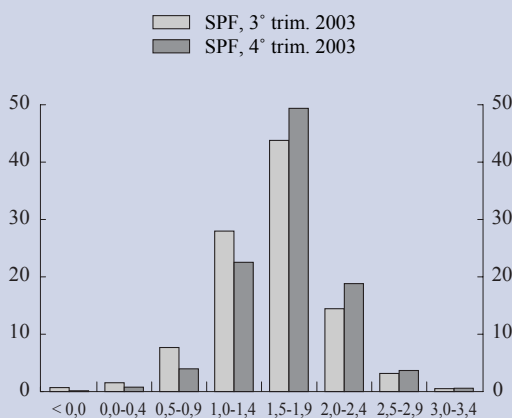
### Gli indicatori di aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (ovvero a cinque anni) riportate dai partecipanti alla SPF sono rimaste stabili all'1,9 per cento, invariate per l'ottava SPF consecutiva. Tale risultato è ampiamente

in linea con altre misure disponibili delle aspettative di inflazione a più lungo termine. In ottobre le attese pubblicate nello *Euro Zone Barometer* indicavano un tasso medio di inflazione dell'1,9 per cento nel 2007, mentre *Consensus Economics* segnalava un tasso di inflazione nell'area dell'euro dell'1,8 per cento per l'insieme del periodo 2009-2013. Tuttavia, sui mercati finanziari i tassi di inflazione "di pareggio" a dieci anni desunti dalle obbligazioni francesi indicizzate allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei tabacchi) sono aumentati

**Figura A: Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2004**  
(*Survey of Professional Forecasters*, ultime due inchieste)

(valori percentuali)



lievemente negli ultimi mesi (cfr. figura B), anche se va notato che questi i tassi di inflazione "di pareggio" non costituiscono una misura delle sole aspettative sull'inflazione a lungo termine degli operatori di mercato, giacché sono influenzati da vari premi per il rischio (compresi un premio per l'incertezza di inflazione e un premio per la liquidità) che potrebbero essere all'origine dei recenti aumenti<sup>2)</sup>.

### Le aspettative per la crescita del PIL reale e la disoccupazione nell'area dell'euro

Le attese per l'attività economica sono state riviste al ribasso per la terza SPF consecutiva. Rispetto alla precedente SPF, la crescita del PIL in termini reali è stata ridotta di 0,2 punti percentuali, allo 0,5 per cento nel 2003. Per il 2004 e il 2005 le attese rimangono invariate rispetto alla precedente SPF, con attese di crescita media del PIL rispettivamente all'1,7 e al 2,3 per cento. La prevista accelerazione dell'attività nel 2004 è basata principalmente sulla presunta ripresa dell'economia mondiale e su un atteso graduale calo dei prezzi del petrolio. Per la domanda interna è anticipato un lieve ritardo, in linea con le prospettive per l'occupazione. Queste previsioni sono simili a quelle pubblicate nell'edizione di ottobre di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer*, che indicano entrambi una crescita del PIL dello 0,5 per cento nel 2003 e dell'1,7 per cento nel 2004. Infine, il tasso di crescita atteso a cinque anni (ossia nel 2008) si colloca al 2,4 per cento, invariato rispetto alle precedenti inchieste.

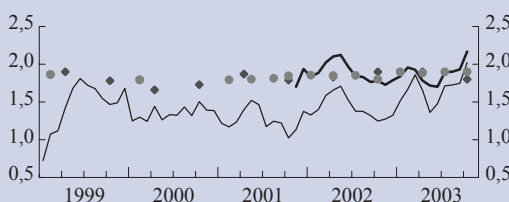
Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe situarsi all'8,8 per cento nel 2003, lievemente rivisto al ribasso rispetto all'ultima SPF. Ci si attende che la ripresa nel 2004 non sarà abbastanza vigorosa da produrre un miglioramento nel mercato del lavoro dell'area fino ad almeno la metà dell'anno. La situazione dovrebbe migliorare nel 2005, quando le attese sul tasso di disoccupazione ne indicano una diminuzione all'8,5 per cento. L'ottimismo dei partecipanti relativamente agli andamenti a lungo termine sembra tuttavia dipendere dall'attuazione di ulteriori riforme del mercato del lavoro.

2) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio rispecchia il valore medio delle aspettative di inflazione sull'orizzonte di validità del titolo indicizzato in considerazione e non è una stima puntuale per un anno preciso (come nel caso degli indicatori della SPF delle aspettative di inflazione a lungo termine). Per una approfondita descrizione della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio, si veda il riquadro intitolato Le aspettative di inflazione di lungo termine nell'area dell'euro ottenute dai titoli indicizzati del Tesoro francese a pagina 16 del numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.

### Figura B: Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)

- ◆ Consensus Economics
- Survey of Professional Forecasters (SPF); aspettative di inflazione nei cinque anni successivi
- tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni per l'area dell'euro
- tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni per la Francia



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

### 3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

#### L'attività economica è stata debole nella prima metà del 2003

Le seconde stime dei dati di contabilità nazionale per l'area dell'euro diffuse dall'Eurostat per il secondo trimestre del 2003 hanno confermato la debolezza della crescita del PIL in termini reali nella prima metà di quest'anno (cfr. tavola 4). È stata inoltre rivista al ribasso la crescita per il quarto trimestre dell'anno, dallo 0,1 per cento a zero.

La composizione della crescita del PIL dal lato della spesa è stata leggermente rivista nelle ultime stime. Mentre la domanda interna ha fornito nel secondo trimestre un contributo positivo alla crescita, quello delle esportazioni nette è stato negativo. Dalle nuove stime emerge che

l'impatto positivo della domanda interna nel secondo trimestre è stato lievemente maggiore di quanto anticipato dalla stima precedente, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato rivisto al ribasso. Sebbene le esportazioni si siano contratte nel complesso della prima metà del 2003, la loro diminuzione è stata meno pronunciata nel secondo trimestre che nel primo.

Nella prima metà del 2003 la crescita non è stata uniforme nei settori dei servizi e dell'industria. Dopo un primo trimestre di sostanziale stabilità, nel secondo trimestre dell'anno i servizi hanno fatto registrare un'espansione. I dati più recenti confermano che la crescita in questo settore è diminuita in misura inferiore rispetto ad altri comparti, a riprova della natura

#### Tavola 4

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

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

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

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.

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.

## Tavola 5

### Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
			giu.	lug.	ago.	giu.	lug.	ago.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.
				variaz. sul mese prec.			medie mobili di 3 mesi						
Totale industria escluse le costruzioni	0,5	-0,5	-1,3	0,8	-0,4	0,0	1,0	-0,6	0,2	-0,2	-0,5	-0,5	0,0
<i>principali categorie di prodotti industriali:</i>													
Totale industria escluse costruzioni e beni energetici	0,2	-0,7	-1,6	0,5	-0,8	-0,1	1,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,1
Beni intermedi	-0,5	0,4	-0,5	0,1	0,4	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,6	0,1
Beni di investimento	1,6	-1,9	-3,8	1,4	-2,8	-1,2	2,0	-1,6	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5
Beni di consumo	0,5	-0,4	-0,9	1,5	0,6	0,8	1,3	-0,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	0,6
durevoli	-1,8	-5,3	-6,7	-2,3	-3,8	0,4	2,7	-2,5	-1,7	-1,8	-2,1	-1,0	0,1
non durevoli	0,9	0,6	0,2	2,2	1,2	0,8	1,1	-0,4	0,3	0,2	0,1	-0,2	0,6
Beni energetici	1,6	1,0	2,0	1,7	3,5	2,0	0,1	0,7	3,1	-0,5	-0,5	-0,1	2,1
Industria manifatturiera	0,3	-0,7	-1,7	0,7	-0,9	-0,2	1,2	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-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 Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.

meno ciclica del settore dei servizi nel suo complesso. Le stime confermano inoltre che l'attività nel settore industriale ha subito una contrazione nel secondo trimestre del 2003, dopo aver dato segnali di ripresa in quello precedente.

#### Segnali di espansione nel settore dell'industria

Benché si sia osservata una contrazione in agosto, è probabile che la crescita della produzione industriale sia positiva nel terzo trimestre del 2003. Dalle ultime stime emerge che, al netto delle costruzioni, la produzione è diminuita in agosto dello 0,6 per cento rispetto al mese precedente, dopo essere aumentata dell'1,0 per cento in luglio (cfr. tavola 5). In termini di componenti settoriali, il calo di agosto è principalmente riconducibile a una contrazione nella produzione di beni di investimento e beni di consumo (in particolare di beni durevoli), che avevano fatto registrare i maggiori aumenti in luglio. Se si considera la media mobile su tre mesi, tutte le componenti presentano tassi di crescita positivi, fatta eccezione per la produzione di beni di

investimento, il cui tasso di incremento è rimasto negativo. La produzione di energia ha segnato un recupero particolarmente sostenuto, mentre si è rafforzata anche la produzione di beni di consumo.

Il particolare profilo assunto dalla crescita della produzione nei primi due mesi del terzo trimestre è in parte imputabile all'effetto del differimento di periodi di vacanza in Germania. Appare dunque preferibile una valutazione degli andamenti più recenti basata sulla crescita media nel bimestre, che evidenzia un miglioramento di fondo dell'attività industriale nel terzo trimestre. Nei tre mesi da giugno ad agosto del 2003 la produzione nell'industria si è stabilizzata rispetto al periodo da marzo a maggio.

Secondo la più recente indagine della Commissione europea presso le imprese, in ottobre il grado di utilizzo della capacità produttiva è aumentato rispetto a luglio (cfr. tavola 6). Poiché le imprese indicano che la capacità produttiva corrente è invariata, i dati più recenti

## Tavola 6

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

(dati destagionalizzati)

	2000	2001	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
				4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.
Indice del clima economico <sup>1)</sup>	2,5	-3,0	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,4	0,2
Indici del clima di fiducia:													
dei consumatori <sup>2)</sup>	12	6	0	-3	-8	-8	-6	-9	-8	-7	-6	-6	-6
delle imprese industriali <sup>2)</sup>	12	-2	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-5	-7	-4	-2	-1
nel settore delle costruzioni <sup>2)</sup>	16	10	2	-1	1	0	-1	0	-1	1	-2	-2	0
nel commercio al dettaglio <sup>2)</sup>	5	0	-9	-8	-10	-8	-6	-6	-7	-5	-7	-5	-3
nei servizi <sup>2)</sup>	11	4	-18	-23	-25	-21	-14	-21	-20	-16	-13	-12	-10
<i>Business climate indicator</i> <sup>3)</sup>	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2
Capacità utilizzata (in perc.)	84,5	82,9	81,4	81,5	81,1	80,8	81,0	-	-	80,7	-	-	81,2

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 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.

indicherebbero una ripresa della produzione industriale a partire da luglio.

#### I dati delle indagini per ottobre segnalano un miglioramento delle condizioni economiche

Dai risultati dell'indagine della Commissione europea presso le imprese, per ottobre emerge un protratto miglioramento del clima di fiducia delle imprese, che riflette una valutazione più positiva del livello corrente degli ordini che più che compensa il leggero peggioramento delle attese sulla produzione (cfr. tavola 6). L'aumento della fiducia è stato ampiamente diffuso nelle principali categorie industriali. Nel complesso, questi risultati suggeriscono una ripresa dell'attività nella seconda metà dell'anno.

L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) è significativamente aumentato in ottobre, segnalando il miglioramento mensile più marcato delle condizioni di mercato nel settore manifatturiero dal luglio 2002 (cfr. figura 17). In linea con l'andamento del clima di fiducia delle imprese, il PMI indica che, nel complesso, la produzione manifatturiera dovrebbe essersi stabilizzata nel

terzo trimestre, dopo il forte calo del secondo. All'aumento del PMI in ottobre ha contribuito, fra gli altri fattori, una più ottimistica valutazione delle variazioni della produzione e dei nuovi ordini, tornate sui livelli, rispettivamente, di luglio e maggio del 2002. Anche le indagini presso il settore dei servizi hanno rilevato forti miglioramenti in ottobre, che fanno seguito ai significativi aumenti osservati a partire da luglio. La maggior parte delle componenti dell'indagine PMI per il settore dei servizi ha raggiunto livelli che non si registravano dalla fine del 2000.

#### L'andamento dei consumi privati nel terzo trimestre è stato modesto

Il volume delle vendite al dettaglio si è lievemente ridotto nell'agosto di quest'anno, dopo il contenuto aumento di luglio, segnalando un andamento modesto dei consumi privati (cfr. figura 18). Il calo delle vendite al dettaglio in agosto è stato causato da una contrazione di quelle di beni non alimentari, a fronte dell'aumento di quelle di prodotti alimentari. Altri indicatori della spesa delle famiglie per settembre e ottobre, come le immatricolazioni di nuove autovetture e il clima di fiducia presso consumatori e dettaglianti, forniscono

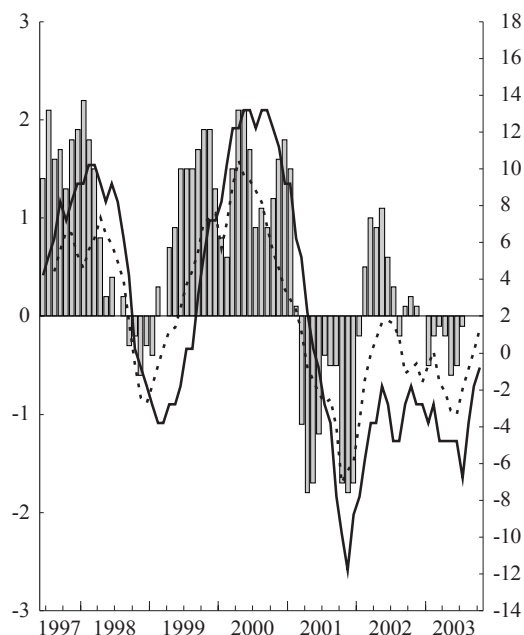
anch'essi segnali contrastanti. Da un lato le immatricolazioni di nuove autovetture sono notevolmente cresciute in settembre, dell'1,9 per cento sul mese precedente (cfr. figura 18), dall'altro la fiducia dei consumatori è rimasta invariata in ottobre per il secondo mese consecutivo a fronte di attese più ottimistiche sulla disoccupazione e lievemente peggiori sul risparmio e sulla situazione economica generale futura. Le intenzioni di acquisti correnti e futuri di importo rilevante, che non sono comprese nell'indice generale di fiducia, sono rimaste sostanzialmente invariate in ottobre.

**Figura 17**

**Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti nell'area dell'euro**

(dati mensili)

- ▒ produzione industriale <sup>1)</sup> (scala di sinistra)
- clima di fiducia delle imprese industriali <sup>2)</sup> (scala di destra)
- · · · · Indice dei responsabili degli acquisti <sup>3)</sup> (scala di destra)



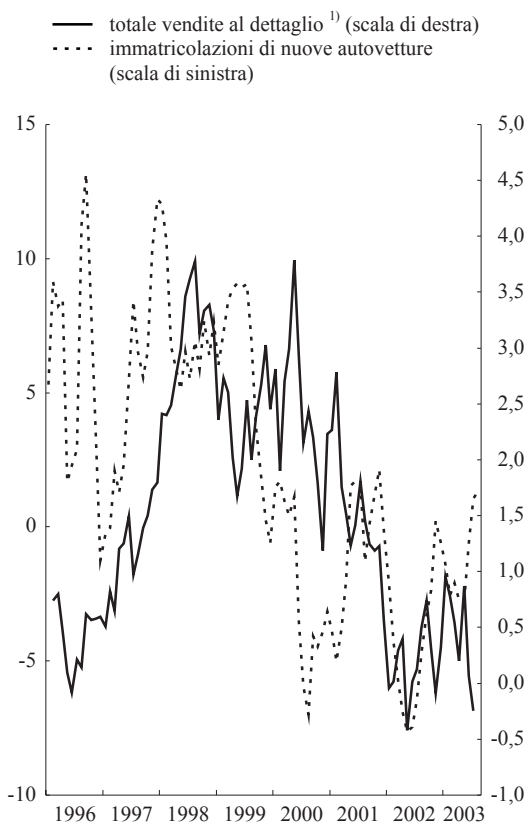
Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Reuters ed elaborazioni della BCE.

- 1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi; dati destagionalizzati 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 industriale.

**Figura 18**

**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 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.

Il clima di fiducia nel settore del commercio al dettaglio è ulteriormente migliorato in ottobre, in virtù sia di una valutazione più favorevole dell'attività corrente e futura, sia della segnalazione di un livello più basso delle scorte. Per contro, gli ordini ai fornitori sono diminuiti e le attese sull'occupazione peggiorate.

**Le condizioni del mercato del lavoro rimangono invariate**

In settembre il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è stato pari all'8,8 per cento, un livello raggiunto a marzo del 2003 e rimasto da allora sostanzialmente invariato (cfr. figura 19 e tavola 7). Il numero di disoccupati è cresciuto

## Tavola 7

### Disoccupazione nell'area dell'euro

(in percentuale delle forze di lavoro; dati destagionalizzati)

	2000	2001	2002	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 apr.	2003 mag.	2003 giu.	2003 lug.	2003 ago.	2003 set.
Totale	8,5	8,0	8,4	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Sotto i 25 anni <sup>1)</sup>	16,6	15,7	16,2	16,4	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8	16,8
25 anni e oltre	7,4	7,0	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	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 22,2 per cento della disoccupazione totale.

di 23.000 unità, in rialzo rispetto agli aumenti dei quattro mesi precedenti. Nondimeno, gli incrementi mensili della disoccupazione sono inferiori a quelli osservati prima del maggio 2003.

Nel complesso, la crescita dell'occupazione è rimasta debole nella prima metà dell'anno (cfr. tavola 8). Analogamente a quanto registrato nei tre precedenti trimestri, nel secondo trimestre

del 2003 il tasso di crescita dell'occupazione sul trimestre precedente per l'intera economia è stato pari a zero. I dati più recenti mostrano che, sempre nel secondo trimestre, l'occupazione è aumentata nei settori dei servizi e delle costruzioni; per contro, la crescita è rimasta negativa nell'industria.

Le attese sull'occupazione rilevate dalle indagini della Commissione europea indicano come improbabile un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro entro la fine dell'anno. In ottobre, mentre vi sono alcune indicazioni di miglioramento nei settori industriale e delle costruzioni, le attese sono rimaste invariate nel comparto dei servizi e sono peggiorate in quello del commercio al dettaglio. Tale quadro è confermato anche dai risultati sul mercato del lavoro dell'inchiesta presso i responsabili degli acquisti. In ottobre l'indice PMI dell'occupazione è aumentato, ma è rimasto ben al di sotto di 50, a indicazione che nel comparto manifatturiero non sono attesi andamenti positivi dell'occupazione nel prossimo futuro. Tuttavia, il livello dell'indice ha raggiunto il valore più alto dal luglio 2002.

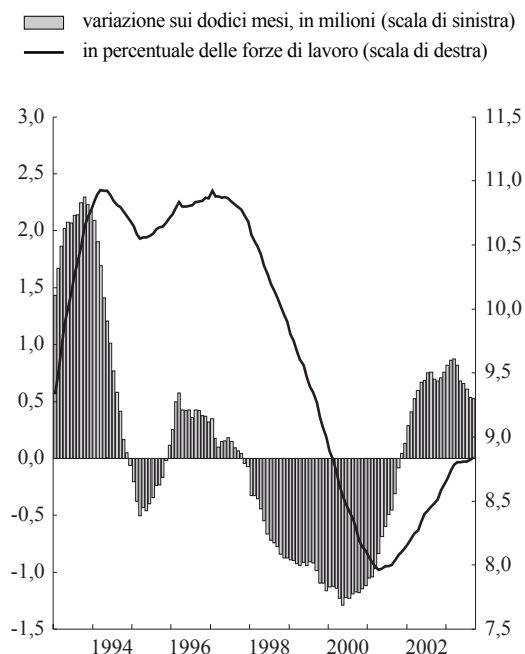
#### Si rafforzano i segnali di un miglioramento dell'attività economica

L'andamento del PIL in termini reali è stato debole nella prima metà dell'anno, ma vi sono crescenti indicazioni di una ripresa nella seconda metà. I dati sulla produzione fino ad agosto suggeriscono una crescita positiva nel terzo trimestre. I risultati delle indagini presso le imprese

## Figura 19

### Disoccupazione nell'area dell'euro

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

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

## Tavola 8

### Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2002	2002	2002	2003	2003
				2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
	Variazioni trimestrali <sup>1)</sup>												
Totale economia	2,2	1,4	0,4	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
di cui:													
Agricoltura e pesca	-1,6	-0,8	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-2,3	-2,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,8	-0,5
Industria	0,9	0,4	-1,2	-1,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3
Escluse le costruzioni	0,5	0,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,7	-1,8	-2,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5
Costruzioni	1,9	0,4	-1,1	-0,9	-1,3	-1,3	-1,0	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,3
Servizi	3,0	1,9	1,2	1,3	1,1	0,9	0,7	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Commercio e trasporti	3,1	1,6	0,5	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Finanziari e alle imprese	5,8	3,9	2,3	2,6	2,1	2,0	1,6	1,2	0,7	0,2	0,5	0,1	0,3
Pubblica amministrazione	1,6	1,3	1,3	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1	0,3	0,3	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). Per ulteriori dettagli sui dati si veda la sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.

1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente.

fino a ottobre indicano un miglioramento della fiducia, mentre il grado di utilizzazione della capacità produttiva è aumentato. I dati di prossima pubblicazione sulla produzione e sulla domanda nell'area dell'euro dovrebbero confermare tale quadro, che è in linea anche con le recenti previsioni di fonte ufficiale e privata (cfr. il riquadro 5

sui risultati della *Survey of Professional Forecasters* del quarto trimestre 2003). Nel complesso queste indicazioni confermano ulteriormente lo scenario principale di un graduale miglioramento dell'attività economica quest'anno, che dovrebbe diffondersi e rafforzarsi nel corso del 2004.



## 4 I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti

### L'euro si è indebolito lievemente in ottobre e all'inizio di novembre

Dopo le marcate oscillazioni di settembre, nel mese di ottobre i cambi hanno registrato movimenti relativamente modesti. L'euro ha fluttuato entro intervalli piuttosto ristretti, sia nei confronti di gran parte delle principali divise sia in termini effettivi nominali, per poi collocarsi – agli inizi di novembre – lievemente al di sotto del livello di

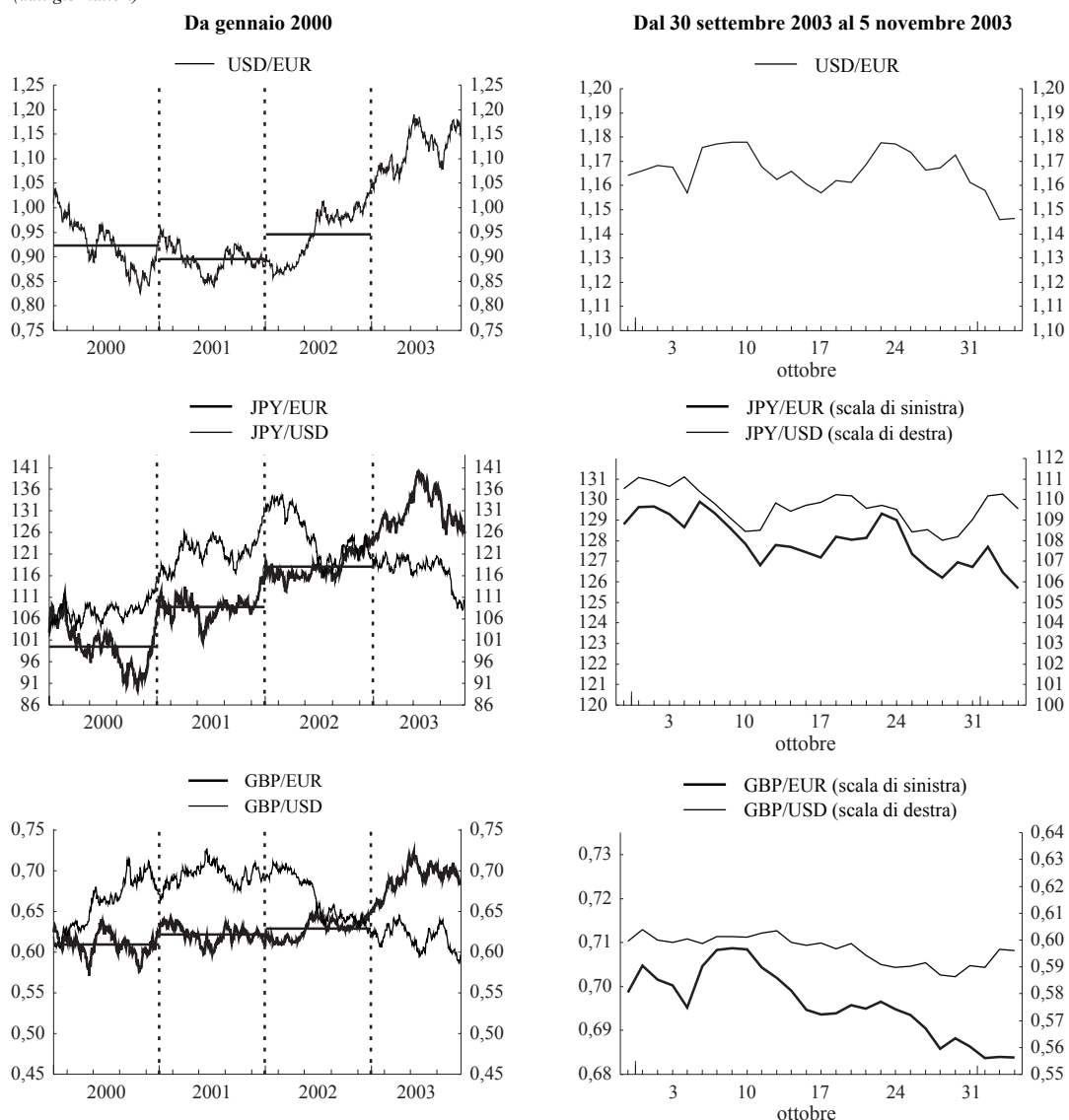
fine settembre. In un contesto di perduranti preoccupazioni per gli squilibri esterni a livello globale, gli analisti di mercato hanno considerato le recenti notizie economiche quali indicazioni circa la sostenibilità della ripresa internazionale e ne hanno recepito le potenziali implicazioni per i tassi d'interesse in vari paesi.

L'euro, che si era rafforzato notevolmente sul dollaro statunitense in settembre, è rimasto pressoché

**Figura 20**

### 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.

stabile nel mese di ottobre e ha registrato un lieve indebolimento agli inizi di novembre in presenza di un più generale recupero della moneta americana (cfr. figura 20). Tale andamento è principalmente riconducibile al consolidarsi delle attese sulle prospettive economiche negli Stati Uniti. In particolare, i dati pubblicati in ottobre indicavano il consolidamento della ripresa, come evidenziato dal fatto che la stima rapida del tasso di crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre 2003 è risultata migliore del previsto. Sono perdurate tuttavia alcune incertezze connesse al disavanzo statunitense di parte corrente e di bilancio. La decisione del Federal Open Market Committee, nella riunione del 28 ottobre, di lasciare invariati sia i tassi d'interesse sia la precedente valutazione secondo la quale i rischi per l'inflazione erano orientati verso il basso, era stata ampiamente anticipata e non ha avuto effetti di rilievo sui mercati valutari. Il 5 novembre l'euro è stato quotato a 1,15 dollari, un livello inferiore dell'1,5 per cento a quello di fine settembre e superiore del 21,3 per cento alla media del 2002.

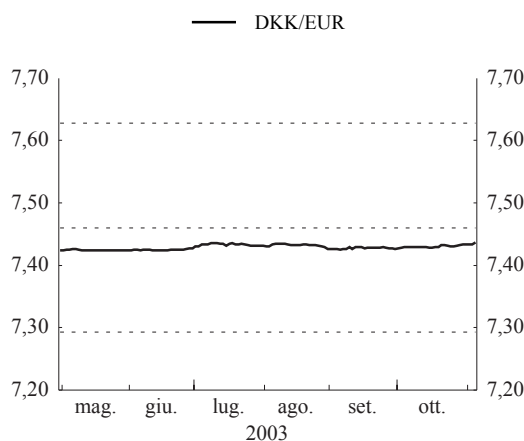
All'inizio di ottobre lo yen si è rafforzato sull'euro per il persistere delle generalizzate pressioni verso l'alto che erano iniziate alla fine di settembre (cfr. figura 20). Nella seconda parte del mese, la moneta nipponica si è sostanzialmente stabilizzata rispetto sia all'euro sia alle altre maggiori valute, principalmente per le notizie che segnalavano la probabile moderazione della crescita del paese dopo i tassi elevati della prima metà dell'anno. Anche la decisione della Banca del Giappone, il 10 ottobre, di innalzare a 32 mila miliardi di yen il limite superiore del proprio intervallo obiettivo per il saldo sui conti correnti presso la banca centrale è stata vista come un contributo alla stabilizzazione della moneta nazionale, in quanto i mercati l'hanno ritenuta in linea con le politiche di cambio precedentemente adottate dalle autorità giapponesi. Verso la fine di ottobre e all'inizio di novembre lo yen è tuttavia tornato a rafforzarsi sull'euro, mentre si è indebolito rispetto al dollaro statunitense. Il 5 novembre la moneta unica europea è stata scambiata a 125,7 yen, un valore inferiore del 2,4 per cento a quello di fine settembre ma superiore del 6,5 per cento alla media del 2002.

Dopo le modeste oscillazioni della prima metà di ottobre, nel prosieguo del mese la sterlina britannica ha registrato un apprezzamento abbastanza generalizzato (cfr. figura 20). L'hanno sorretta le attese di aumento del tasso d'interesse britannico a breve, a loro volta alimentate dalla pubblicazione – il 22 ottobre – del verbale della riunione del Monetary Policy Committee della Bank of England tenutasi precedentemente nel mese, dal quale emergeva che la decisione di mantenere invariati i tassi di interesse era stata adottata con una maggioranza più ristretta del previsto. Il suddetto annuncio, inoltre, ha temporaneamente portato il cambio della valuta britannica con il dollaro statunitense al livello più alto degli ultimi cinque anni. Verso la fine del periodo in esame, la sterlina ha tratto ulteriore vigore dalle notizie di una crescita economica relativamente sostenuta nel Regno Unito e di vendite al dettaglio superiori alle previsioni in settembre. Il 5 novembre l'euro è stato quotato a 0,68 sterline, un livello inferiore del 2,1 per cento a quello di fine settembre ma ancora superiore dell'8,7 per cento alla media del 2002.

All'interno degli AEC II, la corona danese ha continuato a oscillare in un intervallo ristretto e prossimo alla sua parità centrale rispetto all'euro (cfr. figura 21). Con riferimento ad altre valute europee, dopo il netto apprezzamento

**Figura 21**  
Tasso 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 ( $\pm 2,25\%$ ).

di settembre, nel mese di ottobre la corona svedese ha in parte consolidato i precedenti guadagni e il 5 novembre risultava lievemente rafforzata sull'euro rispetto alla media del 2002. Nel periodo in rassegna la moneta unica si è leggermente apprezzata sul franco svizzero ed è rimasta sostanzialmente stabile sulla corona norvegese: il 5 novembre l'euro si è collocato su livelli superiori rispettivamente del 6,7 e del 9,8 per cento alle medie del 2002 per queste due valute.

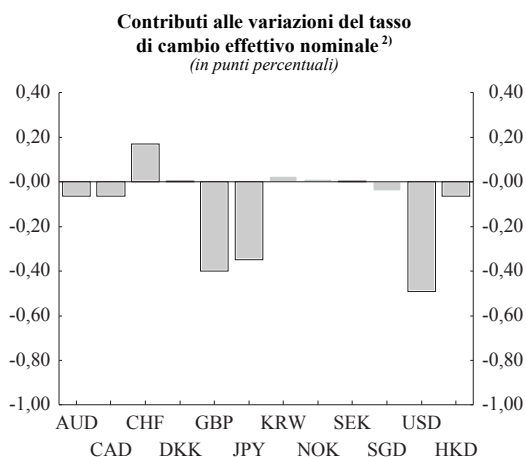
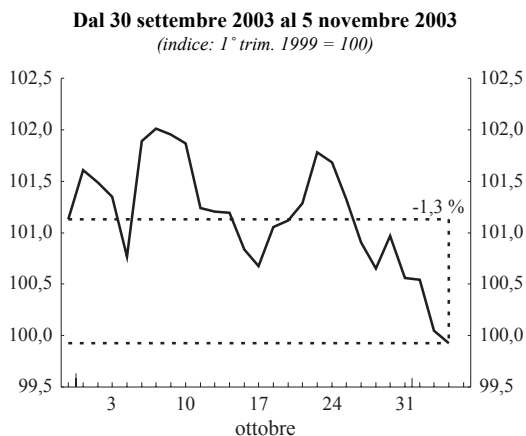
Per quanto concerne le altre valute all'interno del gruppo ristretto dei maggiori partner commerciali dell'area, nel periodo in considerazione l'euro si è leggermente apprezzato nei confronti del won coreano mentre si è significativamente deprezzato rispetto al dollaro canadese e su quello australiano. Queste ultime due valute hanno tratto slancio in ottobre soprattutto dal persistente incremento dei prezzi delle materie prime, cui sono di norma strettamente legate. All'apprezzamento del dollaro australiano hanno altresì concorso le più diffuse attese di un inasprimento monetario in Australia, di fatto concretizzatesi agli inizi di novembre.

Alla luce dei suddetti andamenti, il 5 novembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 12 maggiori partner commerciali dell'area – era inferiore dell'1,3 per cento al suo valore di fine settembre ma superiore dell'11,1 per cento alla media del 2002 (cfr. figura 22). Il riquadro 6 commenta l'andamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro.

**Figura 22**

**Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(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.

**Riquadro 6**

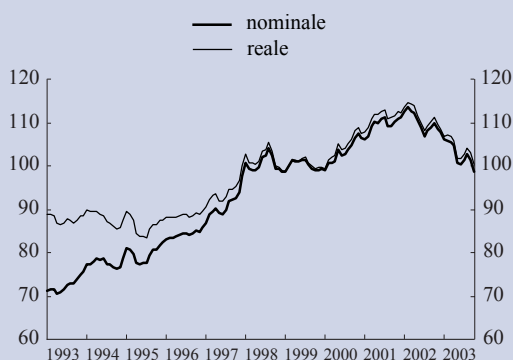
**L'andamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense: una prospettiva regionale**

In base al tasso di cambio effettivo nominale (TCEN) del dollaro statunitense rispetto alle valute di 38 partner commerciali calcolato dalla BCE, in ottobre la moneta americana si collocava su un livello inferiore di circa il 10 per cento alla media del 2002 e risultava pertanto aver perso parte del cospicuo apprezzamento in termini nominali (e reali) realizzato nei dieci anni precedenti (cfr. figura A)<sup>1)</sup>. Tale calo risulta lievemente più pronunciato (8,3 per cento) rispetto a quello dell'indice ampio della valuta statunitense calcolato, con riferimento allo stesso periodo, dalla Federal Reserve

1) Il TCEN del dollaro statunitense si basa su una matrice di pesi coerente con quella utilizzata per il calcolo del TCEN dell'euro. La metodologia è descritta nel dettaglio in L. Buldorini, S. Makrydakis, C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Occasional Paper della BCE, n. 2, febbraio 2002, che fornisce anche la scomposizione per regioni del gruppo ampio di 38 partner commerciali.

### Figura A: Tasso di cambio effettivo del dollaro statunitense rispetto a un ampio aggregato di partner commerciali

(indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

pone – al cui insieme è attribuita la ponderazione più elevata nell'indice TCEN ampio della moneta americana calcolato dalla BCE –, soprattutto come conseguenza del ruolo di ancora formale/informale che svolge per alcune di queste valute. Tale indebolimento complessivo è stato in parte controbilanciato da un rafforzamento nei confronti del peso messicano, che ha influito in misura significativa sul TCEN del dollaro, in quanto il Messico è un importante partner commerciale degli Stati Uniti.

Per la ponderazione loro attribuita nel calcolo del TCEN della moneta statunitense e quindi per l'importanza dei rispettivi paesi/regioni come concorrenti dell'economia USA, l'euro e il dollaro canadese sono responsabili di gran parte del deprezzamento registrato dal dollaro statunitense in termini effettivi nominali (cfr. "variazione ponderata" nella figura B). L'apprezzamento dell'euro rappresenta da solo quasi quattro punti percentuali del calo di circa il 10 per cento nel valore del TCEN del dollaro, mentre le valute dei paesi asiatici escluso il Giappone – che hanno un peso maggiore dell'euro nell'indice del TCEN della moneta statunitense – contribuiscono per circa mezzo punto percentuale.

Benché l'euro spieghi la maggior parte del calo del TCEN del dollaro statunitense, il suo cospicuo apprezzamento nel periodo 2002-03 va inserito nel contesto del forte deprezzamento registrato nel 1999 e nel 2000. Come è stato illustrato in una recente valutazione degli andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro, il rafforzamento della moneta unica nel periodo 2002-03 potrebbe essere in larga misura considerato un ritorno abbastanza ordinato e regolare a livelli sostanzialmente in linea con le medie storiche<sup>2)</sup>.

2) Cfr. l'articolo Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro, pubblicato nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino.

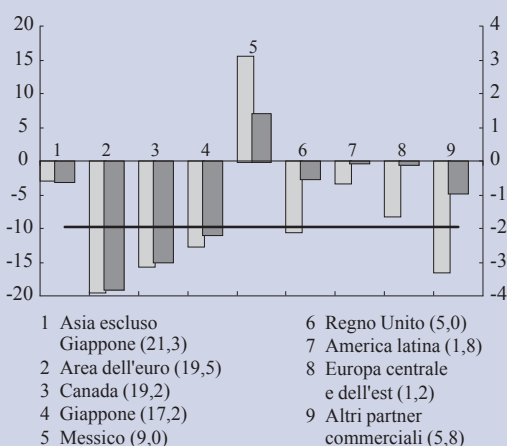
statunitense utilizzando una metodologia leggermente diversa e un'altra serie di paesi partner.

Il calo del tasso di cambio effettivo nominale, tuttavia, non si è distribuito uniformemente. Il deprezzamento registrato in ottobre dal dollaro statunitense rispetto alla media del 2002 è stato particolarmente marcato nei confronti dell'euro, del dollaro canadese e delle valute appartenenti al gruppo degli "altri paesi" (cfr. "variazione assoluta" nella figura B). Quest'ultimo comprende varie monete europee tradizionalmente correlate all'euro, il dollaro australiano, il dollaro neozelandese e il rand sudafricano. Nel periodo in esame la valuta statunitense si è deprezzata – seppur in misura inferiore – anche nei confronti dello yen e della sterlina britannica. Il dollaro statunitense è rimasto piuttosto stabile rispetto alle divise dei paesi asiatici escluso il Giappone.

### Figura B: Variazione del valore esterno del dollaro statunitense rispetto a una selezione di paesi/nazioni

(in percentuale, ottobre 2003 rispetto alla media del 2002)

■ variazione assoluta (scala di sinistra)  
■ variazione pesata (scala di destra)  
— deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense (scala di sinistra)



Fonte: BCE.

(1) Le cifre fra parentesi si riferiscono ai pesi commerciali (in percentuale) dei paesi/regioni dell'indice TCEN.

## Tavola 9

### Conto corrente dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati)

							Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2003 mar.	2003 apr.	2003 mag.	2003 giu.	2003 lug.	2003 ago.	2002 ago.	2003 ago.
<b>Conto corrente (saldo)</b>	0,4	-0,6	2,7	0,4	1,3	2,8	48,3	36,1
Beni (saldo)	5,6	10,1	9,0	7,8	10,6	10,2	121,9	113,7
Esportazioni	83,2	87,4	85,5	82,2	86,0	86,6	1.045,6	1.038,3
Importazioni	77,7	77,3	76,5	74,4	75,4	76,4	923,7	924,7
Servizi (saldo)	1,9	0,8	0,3	0,9	1,1	1,2	4,5	17,2
Esportazioni	27,5	26,4	25,8	26,0	26,3	26,0	328,5	326,2
Importazioni	25,6	25,6	25,4	25,1	25,2	24,9	324,0	309,0
Redditi	-3,2	-6,4	-1,9	-3,5	-4,7	-2,8	-28,2	-41,4
Trasferimenti correnti	-3,7	-5,1	-4,8	-4,7	-5,7	-5,7	-49,9	-53,3

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti. Nel sito Internet della BCE è disponibile un insieme di tavole statistiche con dati dettagliati riguardanti la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro.

### Il conto corrente destagionalizzato ha mostrato un avanzo in agosto

In agosto il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato un attivo di 2,8 miliardi di euro. Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni sia in quello dei servizi, in parte compensati da disavanzi

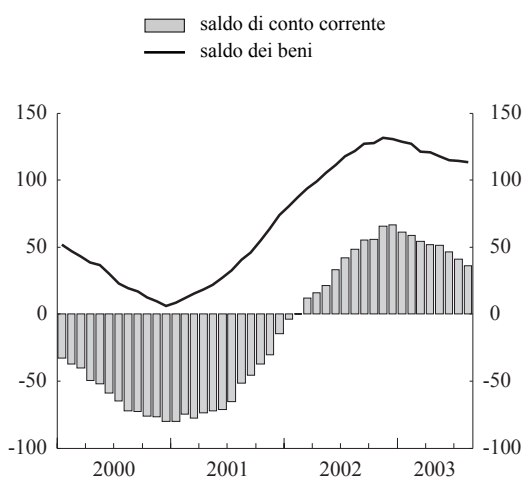
dei redditi e dei trasferimenti correnti (cfr. tavola 9).

Rispetto ai dati rivisti relativi a luglio, in agosto il saldo del conto corrente destagionalizzato è aumentato di 1,5 miliardi di euro (cfr. tavola 9) soprattutto per il calo di 1,9 miliardi di euro del disavanzo dei redditi.

## Figura 23

### Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro

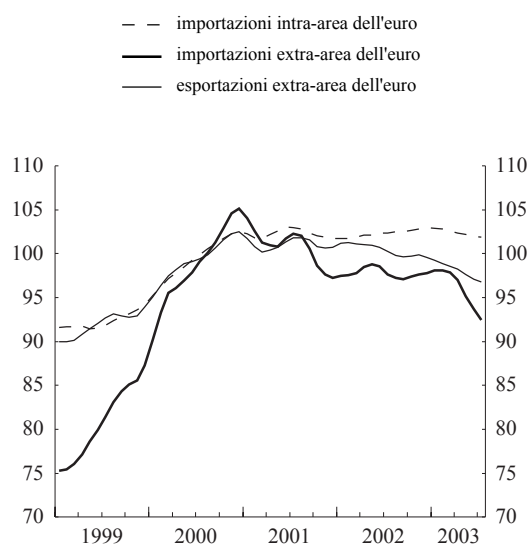
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati; saldi cumulati su dodici mesi)



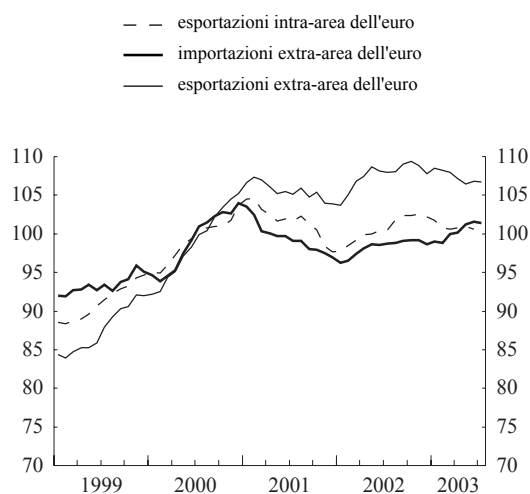
Fonte: BCE.

In una prospettiva di più lungo periodo, l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente ha continuato a scendere e in agosto ha raggiunto 36,1 miliardi di euro, un livello inferiore di 12,2 miliardi rispetto all'anno precedente (cfr. figura 23). Tale andamento è principalmente riconducibile al maggiore passivo dei redditi e al minore attivo commerciale. Quest'ultimo riflette sostanzialmente una lieve flessione delle esportazioni in termini di valore, a fronte di un valore delle importazioni praticamente invariato.

Le figure 24 e 25 mostrano che il calo del valore delle esportazioni di beni al di fuori dell'area è attribuibile alla diminuzione dei volumi e a quella dei prezzi (dati disponibili fino a luglio 2003). Entrambe le diminuzioni sono in parte connesse all'effetto ritardato dell'apprezzamento dell'euro a partire dal secondo trimestre del 2002, mentre la flessione in termini di volumi

**Figura 24****Commercio tra i paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo, indici di valore unitario <sup>1)</sup>***(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati, medie mensili a tre mesi)**Fonte: elaborazioni della BCE su dati Eurostat.**1) Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2003.*

ha riflesso anche la debolezza della domanda estera nello stesso periodo.

**Figura 25****Commercio tra i paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo, in volume <sup>1)</sup>***(indice: 2000 = 100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)**Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.**1) Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2003.*

Il valore relativamente stabile delle importazioni provenienti dall'esterno dell'area va ricondotto agli andamenti opposti dei prezzi e dei volumi delle importazioni. Il rafforzamento dell'euro ha determinato un calo dei prezzi all'importazione. Questo calo ha riguardato in modo particolare il greggio e le materie prime diverse dal greggio – per lo più quotati in dollari statunitensi – riflettendo il forte apprezzamento dell'euro nei confronti della valuta statunitense. Nello stesso tempo, il rafforzamento dell'euro ha stimolato i volumi delle importazioni, che nel 2003 hanno iniziato a crescere, nonostante la domanda piuttosto debole dell'area.

I dati relativi al secondo trimestre evidenziano che, rispetto alle importazioni dall'esterno dell'area, quelle interne all'area hanno registrato un minore calo di prezzo poiché non direttamente influenzate dall'apprezzamento dell'euro (cfr. figura 24). Inoltre, la figura 25 indica che l'impatto ritardato di quest'ultimo potrebbe avere innescato un moderato effetto di sostituzione dei volumi importati all'interno dell'area con quelli provenienti dall'esterno.

**Si sono registrati consistenti deflussi netti per investimenti di portafoglio in agosto**

Seguendo un andamento simile a quello del mese precedente, in agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti pari a 39,6 miliardi di euro, riconducibili principalmente ai flussi netti in uscita per investimenti di portafoglio (cfr. tavola 10). Il conto degli investimenti diretti ha evidenziato modesti deflussi netti per 1,7 miliardi di euro.

Sull'evoluzione degli investimenti di portafoglio nel mese di agosto hanno continuato a influire soprattutto i deflussi netti per strumenti di debito. In particolare, gli investitori esteri – che per gran parte della prima metà dell'anno avevano effettuato acquisti netti di titoli di debito dell'area – in luglio e agosto sono risultati venditori netti (cfr. figura 26). Inoltre, in agosto, i residenti dell'area hanno continuato – al netto – ad acquistare strumenti di debito all'estero

**Tavola 10****Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro***(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)*

							Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2003 mar.	2003 apr.	2003 mag.	2003 giu.	2003 lug.	2003 ago.	2002 ago.	2003 ago.
<b>Conto corrente (saldo)</b>	4,3	-10,0	-0,1	3,1	2,0	5,0	47,3	33,9
Beni (saldo)	6,5	6,9	7,6	10,5	15,3	10,6	121,5	113,0
Servizi (saldo)	1,7	0,4	1,3	2,5	2,8	1,0	4,8	16,7
Redditi	-0,8	-10,9	-3,6	-2,8	-10,1	-1,0	-29,7	-43,0
Trasferimenti correnti	-3,1	-6,5	-5,5	-7,2	-6,1	-5,7	-49,3	-52,8
<b>Conto capitale (saldo)</b>	0,8	0,1	0,2	1,5	0,8	1,7	5,9	9,7
<b>Conto finanziario (saldo)</b>	6,7	16,1	-33,4	-24,0	-6,1	3,3	-90,9	-124,2
Investimenti diretti	-1,5	-18,4	0,7	23,1	-3,2	-1,7	-24,2	-12,8
All'estero	-14,7	-24,4	-15,6	9,9	-7,6	-5,8	-227,4	-138,9
Nell'area dell'euro	13,1	6,0	16,3	13,2	4,4	4,1	203,2	126,1
Investimenti di portafoglio	14,2	25,1	1,1	16,0	-35,6	-37,9	101,5	38,4
Azioni	-4,1	9,0	-17,8	7,0	5,0	-6,3	103,5	31,6
Attività	7,7	-7,1	-10,4	-14,8	-8,1	-0,3	-58,3	-24,7
Passività	-11,8	16,0	-7,4	21,8	13,1	-6,0	161,8	56,4
Titoli di debito	18,3	16,1	19,0	8,9	-40,6	-31,5	-2,0	6,8
Attività	-14,8	-9,9	-25,2	-28,8	-21,4	-11,7	-157,3	-192,8
Passività	33,1	26,1	44,2	37,8	-19,2	-19,8	155,3	199,6
<i>Per memoria:</i>								
Totale investimenti diretti e di portafoglio	12,7	6,7	1,8	39,1	-38,9	-39,6	77,3	25,7
Strumenti finanziari derivati	-0,9	-4,7	1,4	0,5	-2,7	-2,3	-14,0	-12,2
Altri investimenti	-10,1	13,3	-37,0	-64,4	33,8	44,8	-158,6	-148,4
Riserve ufficiali	5,0	0,8	0,4	0,9	1,6	0,3	4,5	10,7
<b>Errori e omissioni</b>	-11,8	-6,2	33,3	19,4	3,4	-10,0	37,7	80,5

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 dell'area dell'euro.

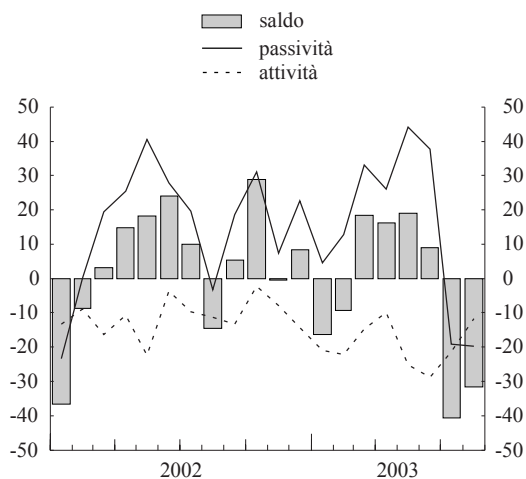
benché su scala più contenuta rispetto ai tre mesi precedenti. Sia i possibili riequilibri di portafoglio degli investitori esteri dopo gli ingenti acquisti di strumenti di debito dell'area, sia l'acquisto sostenuto di titoli di debito esteri da parte di residenti dell'area, potrebbero essere connessi a considerazioni relative ai rendimenti e alle attese circa le prospettive di crescita relativa dei rispettivi mercati.

In agosto anche gli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno registrato deflussi netti, in un contesto in cui gli operatori esteri hanno disinvestito parte del loro portafoglio denominato in azioni dell'area dell'euro. Tale andamento potrebbe essere ascrivibile al forte interesse internazionale emerso durante l'estate nei confronti dell'acquisto di titoli azionari giapponesi, per effetto della pubblicazione di dati che

**Figura 26**

**Investimenti di portafoglio in titoli di debito dell'area dell'euro**

(miliardi di euro, dati mensili)



Fonte: BCE.

segnalavano un miglioramento delle prospettive economiche in Giappone.

Nel complesso dei dodici mesi, l'insieme degli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio è sceso in agosto a 25,7 miliardi di euro, dai 77,3 dello stesso periodo dell'anno precedente. Ciò è ascrivibile soprattutto al consistente calo della componente di portafoglio, a sua volta da ricondurre principalmente alla notevole contrazione degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti che è stata controbilanciata soltanto parzialmente dai minori acquisti netti di azioni estere da parte di residenti (cfr. tavola 10). A ridurre il valore cumulato degli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio hanno inoltre concorso gli ingenti deflussi netti per strumenti di debito osservati in luglio e agosto.





# Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro

*L'attenta osservazione dell'evoluzione del debito del settore privato non finanziario dell'area dell'euro fa parte integrante dell'analisi economica e monetaria della BCE. Gli andamenti dei debiti finanziari riflettono la situazione finanziaria e le scelte del settore privato, in particolare delle famiglie e delle società non finanziarie. A sua volta, ciò ha rilevanza per gli andamenti delle variabili economiche in termini reali, come la crescita del PIL, gli investimenti e i consumi. Le tendenze dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM), che rappresentano la componente principale dei debiti finanziari, contribuiscono a una migliore comprensione delle dinamiche monetarie, facilitando perciò la valutazione del contenuto informativo di queste ultime per quanto riguarda l'evoluzione dell'inflazione nel medio periodo. In questa prospettiva, l'articolo esamina i principali andamenti dei debiti finanziari negli ultimi anni e analizza la relazione fra questi e le loro determinanti fondamentali.*

*Tipicamente l'andamento dei debiti finanziari presenta una correlazione positiva con l'attività economica e una correlazione negativa con il costo del debito (ossia con i tassi di interesse). Talvolta anche altri fattori possono incidere significativamente sulle dinamiche del debito, ad esempio un'intensa attività di fusioni e acquisizioni o ampie variazioni dei prezzi degli immobili. Di fatto, questi fattori hanno esercitato un influsso sulla forte crescita dei debiti finanziari del settore privato non finanziario nella seconda metà degli anni novanta. Dal 2001, questa espansione si è notevolmente moderata, principalmente per effetto del rallentamento dell'economia e della diminuita attività di fusioni e acquisizioni. Nondimeno, in quest'ultimo periodo di debole attività economica la crescita dei debiti finanziari è rimasta piuttosto forte, probabilmente in connessione con il perdurante adeguamento dei debitori agli attuali tassi di interesse, scesi in taluni paesi su livelli inferiori a quelli registrati agli inizi degli anni novanta.*

## I Introduzione

Questo articolo analizza i debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro con particolare riferimento alle famiglie e alle società non finanziarie. Ai fini di questo articolo, nella definizione di debiti finanziari sono ricompresi i finanziamenti mediante prestiti (erogati dalle IFM e dalle istituzioni finanziarie non monetarie dell'area dell'euro), i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie; sono invece escluse altre forme di finanziamento, come i debiti commerciali e altre anticipazioni o prestiti concessi da IFM non residenti, da altre società non finanziarie o da amministrazioni pubbliche. Diversamente dai finanziamenti totali, i debiti finanziari non comprendono le emissioni di azioni e di partecipazioni.

All'interno di questo aggregato assumono particolare rilevanza i prestiti delle IFM al settore privato. I finanziamenti delle IFM al settore privato escluse le IFM si compongono non solo dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, ma anche di quelli concessi alle istituzioni finanziarie non monetarie (società di

assicurazione, fondi pensione e altri intermediari finanziari). Inoltre, i prestiti delle IFM al settore privato dell'area dell'euro costituiscono la principale contropartita di M3; l'analisi dei loro andamenti contribuisce pertanto a far luce sui fattori che sottendono le dinamiche monetarie, fornendo quindi indicazioni circa le possibili implicazioni di queste ultime in termini di spinte inflazionistiche <sup>1)</sup>.

L'articolo passa in rassegna le principali tendenze dei debiti finanziari del settore privato non finanziario nell'area dell'euro. Dopo una breve analisi dei principali andamenti dei prestiti delle IFM al settore privato (sezione 2), l'articolo si concentra sulle dinamiche dei debiti finanziari delle famiglie (sezione 3) e delle società non finanziarie dell'area dell'euro (sezione 4). Le conclusioni sono esposte nella sezione 5.

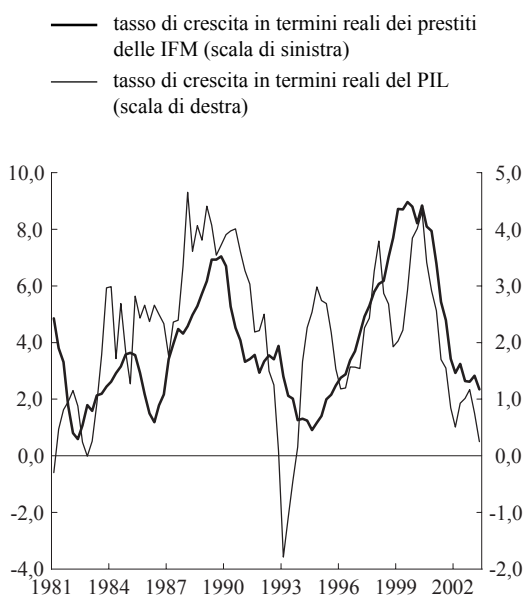
1) Cfr. l'articolo Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria nel numero di maggio 2001 di questo Bollettino.

## 2 Le tendenze principali del credito delle IFM al settore privato

Nel periodo compreso fra gli inizi degli anni ottanta e il 2003, la crescita media annua in termini reali dei prestiti delle IFM al settore privato (deflazionati usando il deflatore del PIL) è stata del 3,9 per cento. Tipicamente, le determinanti principali della dinamica di questo aggregato sono l'attività economica in termini reali e il costo del debito<sup>2)</sup>, i quali possono essere approssimati, rispettivamente, dal tasso di crescita reale del PIL e dal tasso sintetico reale sui prestiti delle IFM (pari al tasso sintetico nominale meno l'inflazione misurata dalle variazioni percentuali annue del deflatore del PIL)<sup>3)</sup>. Come mostra la figura 1, negli ultimi ventidue anni gli andamenti dei prestiti al settore privato diverse dalle IFM e la dinamica del PIL in termini reali hanno evidenziato una correlazione positiva. Al riguardo è altresì interessante notare che, in questo stesso periodo, l'incremento medio annuo in termini reali dei prestiti ha superato quello del PIL reale. Ciò può essere spiegato dal fatto che i fondi raccolti all'interno dell'area dell'euro sono stati usati anche per operazioni condotte all'estero o non contabilizzate nel PIL (quali le transazioni

**Figura 1**  
Tassi di crescita in termini reali dei prestiti delle IFM e del PIL

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



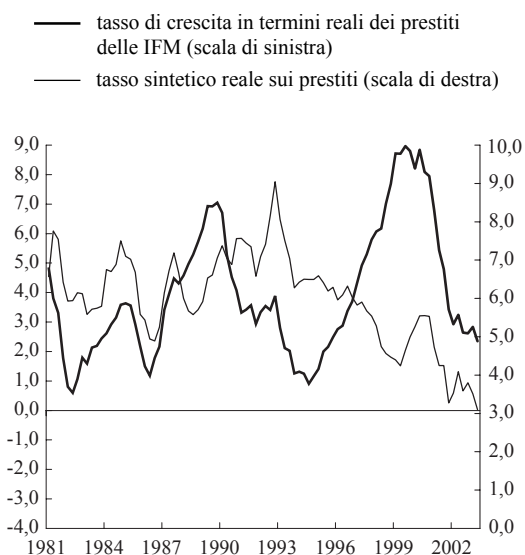
Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: il tasso di crescita in termini reali dei prestiti è deflazionato con il deflatore del PIL.

**Figura 2**

Tasso di crescita in termini reali dei prestiti delle IFM e tasso sintetico reale sui prestiti

(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: il tasso di crescita in termini reali dei prestiti e il tasso sintetico reale sui prestiti sono deflazionati con il deflatore del PIL.

finanziarie o l'acquisto sul mercato secondario di proprietà immobiliari già esistenti). Come spiegato nel riquadro, negli ultimi ventidue anni l'espansione in termini reali dei prestiti nell'area dell'euro ha teso a seguire quella del PIL reale con un ritardo medio di tre trimestri.

La figura 2 mostra gli andamenti di lungo periodo della crescita annua in termini reali dei prestiti delle IFM al settore privato e del tasso reale sintetico ad essi applicato. Sebbene in base a una prima motivazione di ordine economico il costo dei prestiti e la loro espansione dovrebbero avere una correlazione negativa, quest'ultima non risulta così evidente negli anni ottanta: in effetti, benché durante quasi tutto il decennio la crescita dei prestiti

2) Cfr. ad esempio Calza, Manrique e Sousa (2003), *Aggregate loans to the euro area private sector*, Working Paper della BCE n. 202.

3) Il tasso sintetico sui prestiti è un indicatore sintetico del costo dei prestiti nell'area dell'euro; è calcolato come media ponderata dei tassi sui prestiti al dettaglio (i pesi attribuiti a ciascuna categoria di prestito corrispondono alle rispettive quote sulle consistenze complessive di prestiti).

## Riquadro

### La dinamica del credito precede o segue il ciclo economico?

Dal punto di vista concettuale non è chiaro se la crescita in termini reali dei prestiti debba anticipare, seguire ovvero essere contestuale a quella del PIL reale.

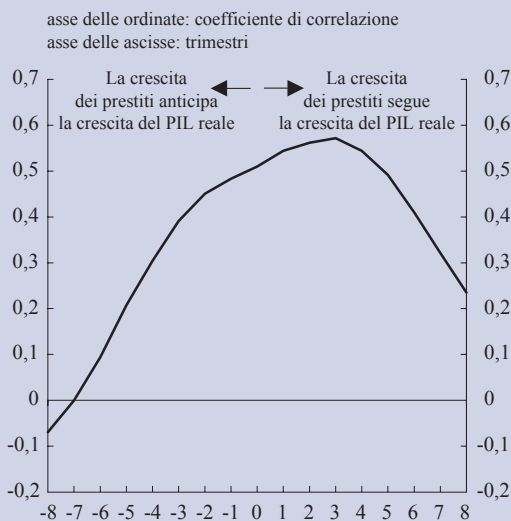
- Nel primo caso, se le aspettative hanno un impatto significativo sul comportamento degli agenti, è possibile che la crescita del credito anticipi quella dell'attività economica. Ad esempio, dopo un periodo di rallentamento congiunturale, le aspettative di una ripresa potrebbero sostenere un'espansione degli investimenti ancor prima che la ripresa stessa si concretizzi. I fondi necessari per finanziare l'espansione possono essere reperiti internamente o esternamente. Tuttavia, data la contrazione dell'autofinanziamento caratteristica dei periodi di debole crescita economica, è possibile che in questa fase del ciclo le imprese debbano ricorrere principalmente a forme di finanziamento esterno, come i prestiti. In questo caso pertanto l'aumento del tasso di crescita del credito precederebbe quella dell'attività economica. Analogamente, dal lato dell'offerta, le aspettative di un'inversione di tendenza nell'attività economica potrebbero indurre le banche a erogare finanziamenti ancor prima che si realizzi una piena ripresa, ovvero ad adottare un comportamento più cauto nella concessione di prestiti qualora esse si attendano un peggioramento della congiuntura.

- Al tempo stesso, vi sono anche argomenti che suggeriscono che l'evoluzione in termini reali dei prestiti può seguire con un certo ritardo quella del PIL reale. Dal lato della domanda, nelle prime fasi del rallentamento congiunturale gli impegni prefissati (ad esempio acquisti già concordati con i fornitori), gli oneri dovuti all'aumento delle scorte risultante dalla contrazione della domanda e le rigidità contrattuali (ad esempio i costi sopportati per adeguare il livello dei prestiti) potrebbero far sì che le imprese adeguino la propria domanda di credito alle mutate condizioni solo con un certo ritardo. Inoltre, nelle prime fasi della ripresa è probabile che il miglioramento dell'autofinanziamento riduca la dipendenza delle imprese dai prestiti come fonte di finanziamento. Dal lato dell'offerta, il deterioramento delle garanzie offerte dalle imprese dovuto alla riduzione dei valori patrimoniali nei periodi di debolezza congiunturale e al connesso calo della redditività potrebbe incidere negativamente solo con un certo ritardo sulla propensione delle banche a erogare prestiti e indurle a inasprire le condizioni del credito. Analogamente, dopo una fase recessiva potrebbe occorrere un certo tempo prima che si configuri chiaramente un movimento di ripresa o che la situazione finanziaria delle imprese migliori in misura sufficiente da innalzarne il merito di credito. Dopo una recessione pertanto le banche potrebbero decidere di attendere un miglioramento della situazione finanziaria delle imprese prima di allentare i requisiti per l'accesso al credito. In questo caso, la crescita dei prestiti tenderebbe a essere in ritardo rispetto a quella dell'attività economica.

- Una terza possibilità è che la dinamica dei prestiti e quella dell'attività economica si sviluppino in modo contestuale. Ciò potrebbe verificarsi se i meccanismi sopra descritti funzionassero in modo tale da compensarsi reciprocamente.

#### Correlazione tra i tassi di crescita in termini reali dei prestiti delle IFM e del PIL reale per diversi anticipi e ritardi

(coefficiente di correlazione tra tassi di crescita annuali)



Fonte: BCE.

Un modo semplice per analizzare la relazione temporale fra gli andamenti del credito e quelli dell'attività economica consiste nel calcolare la correlazione fra la crescita in termini reali del PIL e quella in termini reali dei prestiti (deflazionati usando il deflatore del PIL), sfasata in maniera tale da alternativamente precedere o seguire quella del PIL. Come si vede dalla figura, la correlazione fra le due variabili è maggiore quando la crescita dei prestiti è ritardata di tre trimestri rispetto a quella del PIL. Questo risultato indica che in media negli ultimi ventidue anni nell'area dell'euro l'espansione dei prestiti ha tendenzialmente seguito con un lieve ritardo quella del PIL reale.

Questo risultato avvalorava in una certa misura gli argomenti teorici presentati in precedenza secondo i quali i debitori e i creditori si adeguano alla situazione economica con un certo ritardo. Tuttavia, considerando la complessità delle interazioni fra il credito e il ciclo economico, l'importanza di altri fattori per la crescita dei prestiti e il fatto che possono esservi determinanti comuni alla base della dinamica delle variabili elencate, occorre una certa cautela nell'interpretare tale risultato. Inoltre la validità di quest'ultimo non è verificata per ogni periodo (cfr. figura 1 dell'articolo). È in effetti possibile individuare diversi periodi nei quali la crescita in termini reali del credito ha anticipato quella del PIL reale, ovvero è stata concomitante. Alla fine degli anni ottanta, ad esempio, essa è diminuita prima della crescita del PIL, mentre il rallentamento del credito in atto dal 2001 sembra essere stato contemporaneo a quello dell'attività economica.

in termini reali abbia mostrato una tendenza al rialzo, i tassi reali sui prestiti hanno registrato solo limitate oscillazioni. Tale andamento può essere in gran parte spiegato dal maggiore peso avuto in quel periodo dal tendenziale rafforzamento in termini reali dell'attività economica rispetto all'influsso esercitato dai tassi di interesse. Per contro, durante quasi tutti gli anni novanta l'espansione e il costo dei prestiti in termini reali sembrano registrare una correlazione negativa: nella prima metà del decennio il tasso reale sui prestiti relativamente elevato avrebbe contribuito al modesto tasso di incremento in termini reali dei prestiti; all'inverso, l'andamento discendente che ha caratterizzato il medesimo tasso nel periodo precedente l'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) spiegherebbe in parte la vigorosa dinamica dei prestiti nella seconda metà del decennio. Dal 1997 il costo dei prestiti in termini reali è rimasto stabilmente al di sotto della media storica, anche nei momenti di forte espansione economica. Pur registrando un marcato rallentamento fra gli inizi del 2001 e la fine del 2002 (che parrebbe soprattutto imputabile all'indebolimento dell'attività economica), la crescita dei prestiti in termini reali ha continuato a risultare relativamente sostenuta in confronto a fasi precedenti di debole crescita economica. Ciò potrebbe ascrivere a uno spostamento strutturale verso il basso del costo in termini reali dei prestiti.

Gli andamenti dei prestiti negli ultimi anni indicano che il protratto calo dei tassi di interesse

reali in atto dagli inizi degli anni novanta ha consentito ai settori non finanziari di detenere un maggiore volume di prestiti dato che, a parità di indebitamento, l'onere della spesa per interessi risulta minore quando i tassi sono bassi. A tale riguardo, la crescita relativamente robusta dei prestiti al settore privato nel recente periodo di modesta crescita economica pare indicare un adeguamento a più elevati livelli di indebitamento.

La forte espansione del finanziamento mediante prestiti del settore privato dell'area dell'euro, in particolare nel 1999 e nel 2000 quando è stata eccezionalmente elevata in termini reali, nonché il rallentamento relativamente rapido registrato successivamente fanno ritenere che in questo periodo anche fattori diversi dalle determinanti tradizionali potrebbero aver svolto un ruolo importante. In particolare hanno influito l'intensa attività di fusioni e acquisizioni delle imprese dell'area dell'euro, il maggiore fabbisogno di finanziamento da parte delle società di telecomunicazione per l'acquisto delle licenze UMTS e l'impennata dei prezzi immobiliari in alcuni paesi dell'area. Inoltre, il rallentamento della crescita dei prestiti dagli inizi del 2001 va considerato non solo nel contesto di indebolimento dell'attività economica, ma anche del venire meno degli effetti connessi alla forte operatività in fusioni e acquisizioni e agli acquisti delle licenze UMTS. Infine, per quanto sia difficile operare una distinzione netta fra fattori di domanda e di offerta, è

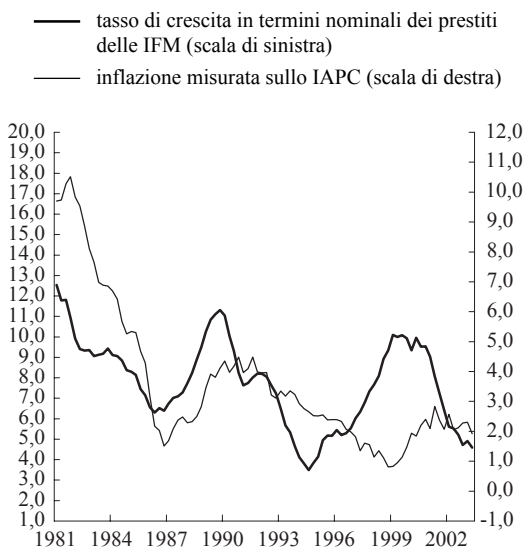
probabile che in quest'ultimo periodo le banche abbiano usato maggiore cautela nell'erogare prestiti al settore privato visto il deterioramento della situazione finanziaria di quest'ultimo, risultante dalle perdite di valore delle attività finanziarie detenute connesse con il significativo calo dei corsi azionari, la contrazione degli utili societari e l'aumento degli episodi di insolvenza delle imprese.

Per quanto attiene la relazione fra i prestiti al settore privato e l'inflazione, diversi studi hanno messo in luce le proprietà di indicatore anticipatore dei prezzi<sup>4)</sup>. In effetti, come mostra la figura 3, negli ultimi venti anni i punti di svolta registrati dalla crescita nominale dei prestiti hanno generalmente preceduto quelli segnati dall'inflazione. Dato che i prestiti delle IFM costituiscono la principale controparte di M3 e che le due variabili hanno mostrato un'evoluzione parallela per un periodo di tempo prolungato, le proprietà di indicatore anticipatore dei prestiti potrebbero semplicemente riflettere proprietà analoghe di M3. Al tempo stesso, è anche possibile che l'andamento del credito delle IFM abbia un

**Figura 3**

**Crescita dei prestiti delle IFM al settore privato e inflazione misurata sullo IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed Eurostat.

contenuto informativo a sé stante, se si considera la funzione da esso svolta nel finanziare l'attività economica.

### 3 Gli andamenti dei debiti finanziari delle famiglie

La quasi totalità dei debiti assunti dalle famiglie dell'area dell'euro (comprese le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie) è formata dai prestiti concessi dalle IFM, che rappresentano circa il 95 per cento del totale. L'altra fonte di finanziamento delle famiglie è costituita dai prestiti erogati da istituzioni finanziarie non monetarie, i quali hanno un'incidenza di rilievo solo in alcuni paesi dell'area (segnatamente i Paesi Bassi e il Belgio). Questa seconda forma di finanziamento è erogata fra l'altro da società di leasing e di credito al consumo e da società veicolo (*special purpose vehicles*) specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari concessi originariamente dalle IFM (una spiegazione esaustiva in materia di cartolarizzazione è fornita in un riquadro dell'articolo *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2003 del Bollettino mensile).

I prestiti per l'acquisto di abitazioni sono la principale forma di indebitamento delle famiglie. Alla

fine di giugno 2003, essi rappresentavano circa il 66 per cento dei prestiti complessivi a questo settore, mentre l'incidenza del credito al consumo (prestiti destinati al consumo personale di beni e servizi) e degli altri prestiti (destinati al consolidamento del debito, a spese di formazione, a piccole imprese, ecc.) è stata rispettivamente del 15 e del 19 per cento<sup>5)</sup>. La scadenza del debito delle

4) Cfr. ad esempio Nicoletti Altimari (2001), Does money lead inflation in the euro area, Working Paper della BCE n. 63; Agresti e Mojon (2001), Some stylised facts on the euro area business cycle, Working Paper della BCE n. 95; Calza, Manrique e Sousa (2003), Aggregate loans to the euro area private sector, Working Paper della BCE n. 202.

5) Nell'area dell'euro non sono disponibili dati dettagliati sui mutui ipotecari non destinati all'acquisto di un'abitazione, che spesso sono utilizzati per finanziare i consumi. Diversamente da quanto osservato negli Stati Uniti e nel Regno Unito, questi prestiti non sembrano avere molto rilievo nell'area dell'euro, salvo poche eccezioni, come i Paesi Bassi (cfr. BCE, Structural factors in the EU housing markets, marzo 2003). Il ricorso al credito ipotecario per finanziare i consumi genera "prelievi di capitale immobiliare" (housing equity withdrawals), che rafforzano i collegamenti esistenti fra i mercati immobiliari, quelli del credito e le decisioni di spesa.

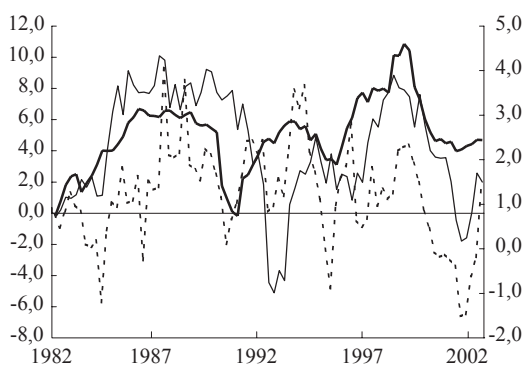
famiglie ne riflette la composizione ed è per la maggior parte a lungo termine, mentre la componente di debito a breve (con scadenza originaria inferiore a un anno) rappresenta meno del 10 per cento del totale.

Gli andamenti dei debiti finanziari delle famiglie dell'area dell'euro dagli inizi degli anni ottanta paiono connessi, in termini reali, ai consumi, agli investimenti in immobili residenziali e al costo del debito (cfr. figure 4 e 5). Per quanto riguarda le prime due variabili, nel complesso esse sembrano presentare una relazione positiva con i debiti finanziari del settore, anche se l'incidenza relativa di ciascuna di esse sembra essersi modificata nel tempo. In effetti, se durante gli anni ottanta la dinamica in termini reali dei debiti finanziari delle famiglie ha seguito strettamente quella dei consumi privati, nel decennio successivo questa relazione pare essersi lievemente allentata. Ad esempio, la moderazione della crescita di questo aggregato osservata agli inizi degli anni novanta

**Figura 4**  
**Debiti finanziari in termini reali delle famiglie, consumi privati e investimenti in immobili residenziali**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deflazionate con il deflatore dei consumi privati e il deflatore degli investimenti in immobili residenziali)

— debiti finanziari in termini reali delle famiglie (scala di sinistra)  
 - - - - investimenti in immobili residenziali (scala di destra)  
 — consumi privati (scala di destra)

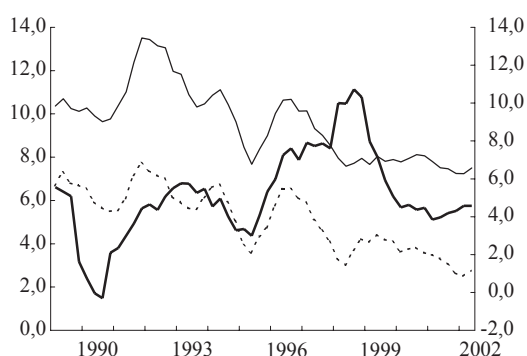


Fonti: BCE ed Eurostat.  
 Nota: per il secondo trimestre del 2003 e per il periodo antecedente al quarto trimestre 1997 i debiti finanziari sono stimati. Per il periodo antecedente al 1991 gli investimenti in immobili residenziali e i consumi privati sono stimati.

**Figura 5**  
**Debiti finanziari in termini reali delle famiglie e tassi sui prestiti al dettaglio**

(variazioni percentuali sui dodici mesi e valori percentuali, deflazionati con il deflatore dei consumi privati)

— tassi in termini reali sul credito al consumo (scala di sinistra)  
 - - - - tassi in termini reali sui prestiti per l'acquisto di abitazioni (scala di sinistra)  
 — debiti finanziari in termini reali delle famiglie (scala di destra)



Fonti: BCE ed Eurostat.

sarebbe maggiormente connessa al rallentamento degli investimenti in abitazioni che all'indebolimento dei consumi; parimenti, la sua successiva ripresa a metà degli anni novanta, in un contesto di marcata debolezza dei consumi, va principalmente ricondotta all'aumento degli investimenti in immobili residenziali. Un terzo importante fattore di influsso sull'evoluzione del debito delle famiglie è stato il costo del finanziamento, la cui tendenza alla riduzione nel corso degli anni novanta pare aver stimolato la domanda di credito delle famiglie negli ultimi anni.

Un'analisi condotta a partire dal 1999 (periodo per il quale sono disponibili statistiche dettagliate) rivela che i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni sono cresciuti a un ritmo più sostenuto rispetto alle altre tipologie di prestiti alle famiglie (cfr. figura 6) e che, nonostante la decelerazione registrata dagli inizi del 2000, essi hanno continuato a evidenziare un tasso di crescita medio annuo sostenuto, compreso fra il 7 e l'8 per cento. Questa forte domanda di mutui ipotecari negli ultimi anni è stata alimentata dal minore costo in termini reali del debito. In alcuni paesi inoltre la forte domanda ha determinato

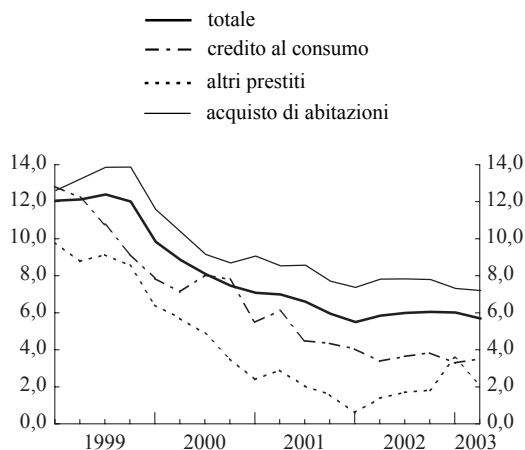
un'impennata dei prezzi delle abitazioni che, a sua volta, ha sostenuto un'ulteriore accelerazione dei mutui ipotecari<sup>6</sup>.

A tale riguardo vi è una chiara correlazione fra la differente dinamica dei prezzi immobiliari nei vari paesi dell'area e i tassi di crescita nominali dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 7). Come è desumibile dai dati, i paesi in cui i tassi di interesse reali sono scesi in misura più significativa nel periodo precedente l'avvio della Terza fase dell'UEM hanno altresì registrato una forte espansione dei mutui ipotecari. Al tempo stesso, le dinamiche differenziate mostrate da quest'ultima categoria di prestiti sono altresì riconducibili alle differenze in altri fattori, quali la struttura demografica e gli incentivi fiscali alla proprietà immobiliare<sup>7</sup>.

Fra il 1999 e gli inizi del 2002 anche i tassi di incremento delle altre categorie di prestiti alle famiglie hanno segnato un calo, anche se in seguito hanno mostrato una maggiore stabilità. Il tasso di crescita annuo del credito al consumo, destinato in particolare all'acquisto di beni di consumo durevoli, si è ridotto significativamente fra il 1999 e il 2001, attestandosi successivamente su livelli pari a circa il 3-3,5 per cento in un contesto di basso clima di fiducia

**Figura 6**  
Crescita del credito alle famiglie residenti nell'area dell'euro per forma di utilizzo

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati trimestrali)

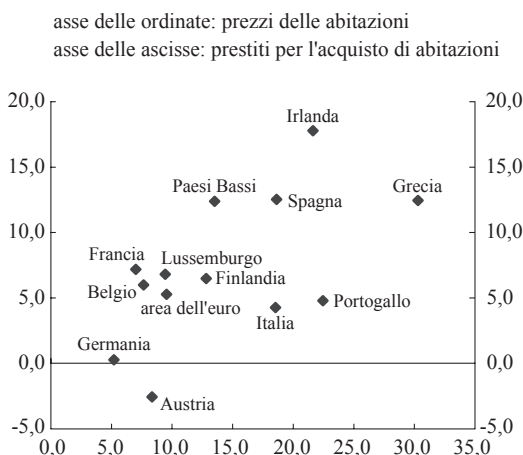


Fonte: BCE.

Nota: il totale è la somma dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, del credito al consumo e degli altri prestiti.

**Figura 7**  
Prestiti per l'acquisto di abitazioni e prezzi delle abitazioni

(media delle variazioni percentuali sui dodici mesi per il periodo 1998-2002)



Fonte: BCE e fonti nazionali.

Nota: per il Lussemburgo il tasso di crescita medio del prezzo delle abitazioni si riferisce unicamente al periodo 1998-2000. Per la Grecia, il tasso di crescita medio del credito per l'acquisto di abitazioni si riferisce unicamente al periodo 1999-2002.

dei consumatori. Analogamente, il tasso di crescita della voce relativa agli altri prestiti è diminuito significativamente dal 1999, restando quasi sempre su valori inferiori a quelli delle altre categorie di prestiti. Come sopra accennato, gli altri prestiti includono un insieme eterogeneo di tipologie di prestito non classificabili in altre categorie. Per quanto sia difficile interpretarne con esattezza gli andamenti, la crescita alquanto modesta evidenziata rispetto al credito al consumo potrebbe essere spiegata dal marcato rallentamento dei prestiti alle piccole imprese negli ultimi anni.

In seguito alle dinamiche descritte, il rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL è aumentato a partire dalla seconda metà degli anni novanta. Nel secondo trimestre del 2003 tale rapporto è stimato al 51 per cento (in base ai conti finanziari trimestrali) per l'insieme dell'area dell'euro.

6) Cfr. l'articolo Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino.

7) Cfr. BCE, Structural factors in the EU housing markets, marzo 2003.



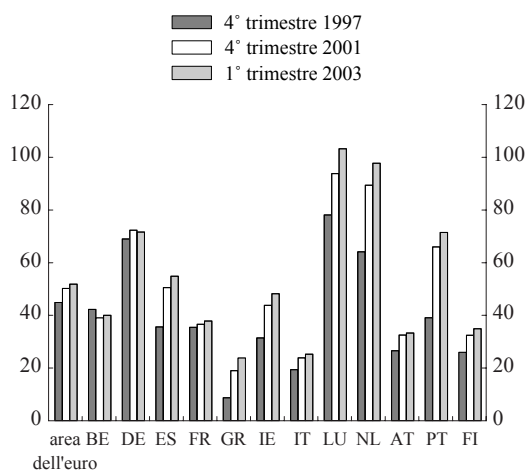
La figura 8 mostra che i livelli di indebitamento delle famiglie in percentuale del PIL differiscono significativamente fra i paesi e che negli ultimi anni questi rapporti hanno evidenziato profili di crescita molto differenziati. In effetti, se in paesi come i Paesi Bassi, il Portogallo e la Spagna, dove la crescita dei mutui ipotecari è rimasta sostenuta, l'aumento di tale rapporto è stato particolarmente significativo, in Grecia, che pure ha registrato una forte crescita di questi prestiti, il livello di indebitamento è rimasto modesto.

Nonostante i più elevati livelli di indebitamento, la spesa per interessi delle famiglie in percentuale del reddito disponibile è stata contenuta grazie al minore costo del debito, collocatosi su valori inferiori a quelli degli inizi degli anni novanta. Va inoltre notato che, in molti casi, all'incremento del rapporto debito/PIL ha fatto riscontro un aumento della ricchezza delle famiglie, grazie al significativo aumento del valore delle abitazioni. Sussistono tuttavia dei rischi. L'esperienza mostra che spesso i forti aumenti dei prezzi delle abitazioni sono seguiti da una correzione; in questo caso potrebbe emergere uno squilibrio fra la posizione debitoria delle famiglie e la loro ricchezza. In alcuni paesi dell'area dell'euro in effetti le autorità hanno già espresso timori circa la sostenibilità della

**Figura 8**

**Rapporto debito-PIL per le famiglie residenti nei paesi dell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: i dati del debito per Finlandia, Grecia, Irlanda e Lussemburgo si riferiscono unicamente al totale dei prestiti delle IFM alle famiglie. Per la Grecia il primo dato disponibile è il primo trimestre del 1998 invece dell'ultimo trimestre del 1997. Per il Lussemburgo è stato utilizzato il dato del PIL annuale del 2002 per il primo trimestre del 2003. Il rapporto debito pubblico/PIL calcolato in base ai conti finanziari trimestrali è lievemente inferiore rispetto a quello calcolato in base ai conti annuali, principalmente a causa del fatto che nei primi non sono inclusi i prestiti accordati dai settori non finanziari e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro.

dinamica dei prezzi delle abitazioni prevalsa negli ultimi anni.

**4 Gli andamenti dei debiti finanziari delle società non finanziarie**

Fra i diversi strumenti disponibili, negli ultimi anni i prestiti hanno continuato ad essere la principale forma di indebitamento delle società non finanziarie, incidendo per oltre l'80 per cento della consistenza complessiva dei debiti finanziari. Sebbene la maggior parte del credito al settore provenga dalle IFM, negli ultimi anni è andata aumentando la quota di prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie (salita dall'11 per cento a fine 1997 al 17 per cento nel primo trimestre del 2003). Quest'ultimo sviluppo riflette principalmente la tendenza a effettuare operazioni di cartolarizzazione tramite queste istituzioni, che spesso prendono la forma di società veicolo (*special purpose vehicles*) utilizzate dalle società non finanziarie per raccogliere fondi sul mercato delle obbligazioni societarie. In generale questa soluzione presenta diversi vantaggi per le società

non finanziarie. Oltre alle agevolazioni fiscali di cui godono le società veicolo in alcuni paesi, queste ultime presentano generalmente un più elevato merito di credito, il che implica un minore costo del debito nonché la possibilità di accedere al finanziamento da parte di investitori istituzionali vincolati a operare unicamente in titoli con elevato merito di credito.

Con la progressiva realizzazione di un mercato unico delle obbligazioni societarie per l'intera area dell'euro, negli ultimi anni le emissioni di titoli di debito da parte di società non finanziarie hanno guadagnato terreno rispetto ai prestiti. Nel primo trimestre del 2003, i titoli obbligazionari rappresentavano circa il 13 per cento della consistenza complessiva dei debiti del settore, a fronte del 10½ per cento alla fine

del 1997. Nel complesso negli ultimi anni si è assistito a una crescente diversificazione dei debiti finanziari delle società non finanziarie.

Sotto il profilo delle scadenze, gran parte del debito di questo settore è a lungo termine<sup>8)</sup> (con una quota pari al 70 per cento del totale nel primo trimestre del 2003), mentre l'incidenza del debito a breve, dopo aver raggiunto un massimo del 34 per cento alla fine del 2000, si è collocata al 30 per cento, sostanzialmente invariata rispetto ai livelli di fine 1997.

Per quanto concerne le tendenze mostrate dai debiti finanziari delle società non finanziarie, dagli inizi degli anni ottanta si distinguono due cicli principali (cfr. figura 9). Nell'intero periodo, la crescita media annua in termini reali dell'aggregato (deflazionato usando il deflatore degli investimenti) è stata del 4 per cento.

La crescita annua dell'indebitamento delle società non finanziarie è risultata strettamente connessa alla dinamica degli investimenti in termini

reali diversi da quelli in abitazioni (cfr. figura 9). Le società non finanziarie, che tipicamente sono prenditrici nette di fondi, sottoscrivono prestiti o emettono titoli per finanziare la spesa per investimenti e le acquisizioni. Durante gli anni ottanta la crescita in termini reali dei debiti finanziari ha seguito con un lieve ritardo quella degli investimenti (escluse le abitazioni), mentre durante la ripresa economica della seconda metà degli anni novanta queste due variabili hanno mostrato andamenti sostanzialmente paralleli. Analizzando più in dettaglio il periodo successivo all'avvio della Terza fase dell'UEM, si riscontra un certo allentamento della relazione fra queste due variabili. In effetti fra il 1999 e gli inizi del 2001 vi è stata una decisa accelerazione della crescita dell'indebitamento delle società non finanziarie, risultata molto più marcata della crescita degli investimenti diversi da quelli in abitazioni. La crescita annua in termini reali dei debiti finanziari, che ha raggiunto un valore massimo di circa il 14 per cento agli inizi del 2001, ha successivamente segnato un significativo rallentamento nel contesto di un generale indebolimento congiunturale, per poi registrare una lieve ripresa dalla fine del 2002.

### Figura 9

#### Debiti finanziari in termini reali delle società non finanziarie e investimenti in termini reali escluse le abitazioni

(variazioni percentuali sui dodici mesi; debiti finanziari deflazionati con il deflatore degli investimenti)

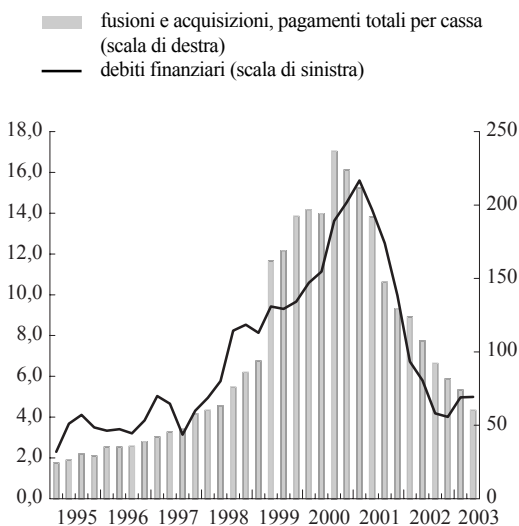


Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: per il secondo trimestre del 2003 e per il periodo antecedente al quarto trimestre del 1997 i debiti finanziari sono stimati. Gli investimenti escluse le abitazioni sono stimati per il periodo antecedente al 1991.

Come menzionato nella sezione 2, l'elevato fabbisogno finanziario delle società non finanziarie nel 1999 e nel 2000 è ascrivibile sia all'intensa attività di fusioni e acquisizioni delle imprese dell'area dell'euro, condotta in larga parte all'esterno dell'area e in particolare negli Stati Uniti, sia alla domanda straordinaria di fondi da parte delle società di telecomunicazioni per finanziare l'acquisto di licenze UMTS. La figura 10 mostra che nella seconda metà degli anni novanta vi è stata una stretta connessione fra il valore dei pagamenti per cassa delle operazioni di fusione e acquisizione e la crescita annua dei debiti finanziari. In particolare, in quegli anni vi è stata una forte accelerazione della componente a breve termine, in quanto le società hanno fatto ricorso a forme di finanziamento ponte (*bridge financing*) in attesa di emettere titoli a più lungo termine. A partire dagli ultimi mesi del 2000 l'attività di fusioni e acquisizioni è diminuita, concorrendo al significativo rallentamento della crescita dei debiti finanziari.

8) Con scadenza originaria superiore a un anno.

**Figura 10****Debiti finanziari, fusioni e acquisizioni effettuate da società non finanziarie residenti nell'area dell'euro***(tassi di crescita annuali in valori percentuali; flussi annuali in miliardi di euro)*

Fonti: BCE e Thomson Financial.

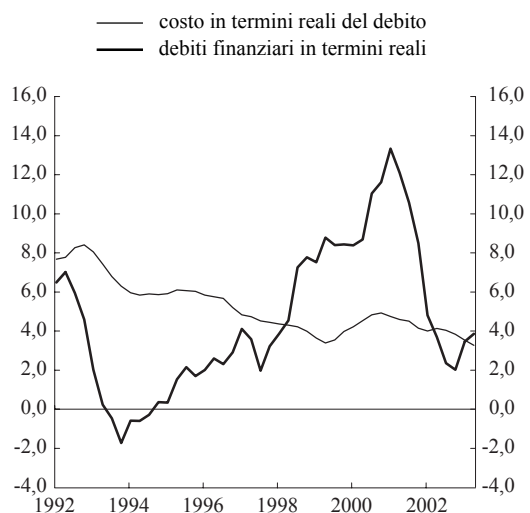
Nota: per il secondo trimestre del 2003 e per il periodo antecedente al quarto trimestre del 1997 i debiti finanziari sono stimati. Le fusioni e acquisizioni si riferiscono ad acquisizioni effettuate da società non finanziarie residenti nell'area dell'euro, relativamente a società residenti all'interno e all'esterno dell'area dell'euro e pagate per cassa.

Il costo del debito rappresenta un'ulteriore importante determinante degli andamenti dei debiti finanziari delle società non finanziarie. Nella figura 11, questa variabile si riferisce alla media ponderata dei costi relativi all'accensione di nuovi prestiti e all'emissione di titoli obbligazionari. È probabile che la riduzione del costo del debito osservata nel periodo abbia alimentato la domanda di credito da parte delle società non finanziarie nella seconda metà degli anni novanta.

Un altro fattore all'origine della domanda di credito negli ultimi anni è stata l'evoluzione del costo del finanziamento tramite emissioni azionarie, salito agli inizi del 2003 su livelli elevati per effetto del forte calo dei corsi che ha interessato il mercato azionario dal 2000. Di conseguenza, in linea con la dinamica dei costi relativi delle fonti alternative di finanziamento, l'incidenza dei debiti finanziari sul finanziamento complessivo delle società non finanziarie (escluse le azioni non quotate) è aumentata significativamente negli ultimi anni. Infatti, agli inizi del 2003, quando le

emissioni di azioni quotate si sono pressoché fermate (risultando negative in termini netti), la variazione netta delle passività del settore è stata dovuta esclusivamente ai debiti (cfr. figura 12).

In seguito all'evoluzione dei debiti finanziari nell'area dell'euro, i rapporti fra il debito delle società non finanziarie e il PIL e fra il debito e il margine operativo lordo di questo settore sono considerevolmente cresciuti nella seconda metà degli anni novanta, per poi registrare una sostanziale stabilizzazione durante il 2001 e il 2002. In base ai conti finanziari trimestrali si stima che nel secondo trimestre del 2003 il rapporto debito/PIL si sia collocato intorno al 63 per cento. Al tempo stesso, la valutazione delle attività finanziarie delle società non finanziarie (in parte acquisite negli ultimi anni novanta, in un contesto di aspettative sugli utili molto ottimistiche, specie con riguardo ai settori delle nuove tecnologie) è diminuita in ragione dei ribassi delle quotazioni azionarie in atto dagli inizi del 2000. Di conseguenza, il rapporto fra debito e ricchezza finanziaria del settore è salito nel biennio 2001-2002.

**Figura 11****Debiti finanziari in termini reali e costo del debito per le società non finanziarie***(variazioni percentuali sui dodici mesi; punti percentuali)*

Fonti: BCE, Bloomberg e Consensus Forecast.

Nota: dati stimati per il periodo antecedente al quarto trimestre del 1997. I debiti finanziari sono deflazionati con il deflatore degli investimenti. Il costo reale del debito è una media, ponderata per le esposizioni in essere, dei tassi bancari al dettaglio praticati alle imprese e di un indice di rendimenti obbligazionari per società non finanziarie, deflazionata con le aspettative di inflazione di Consensus Forecast.

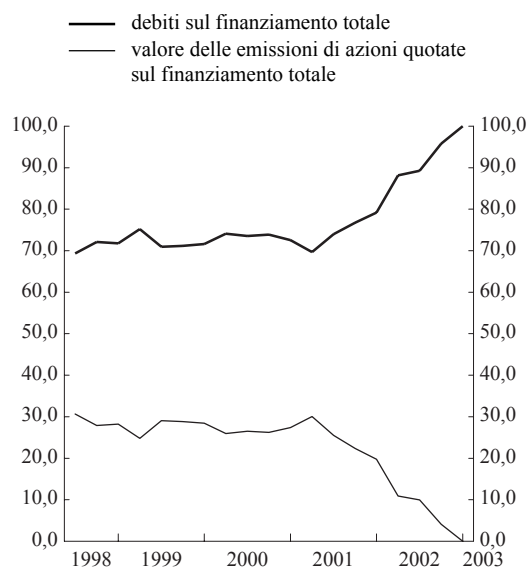
Nonostante l'aumento del debito, gli oneri finanziari in rapporto al reddito del settore si sono collocati nel 2002 su livelli sostanzialmente analoghi a quelli del 1991 grazie al calo dei tassi di interesse realizzatosi nel corso degli anni novanta. Se da un lato i bassi tassi di interesse prevalsi in media durante il ciclo economico hanno reso sostenibile un più elevato livello di indebitamento, quest'ultimo ha accresciuto la vulnerabilità delle società non finanziarie sia a fronte di un forte rialzo dei tassi, specie se in presenza di un'ampia quota di prestiti a breve termine o a tasso variabile, sia a fronte di variazioni del reddito e dei prezzi delle attività.

In questo contesto, molte società non finanziarie dell'area dell'euro hanno adottato misure di riduzione dei costi e di ristrutturazione interna al fine di migliorare la propria posizione di bilancio. In particolare, negli ultimi trimestri le società di alcuni settori (come quello delle telecomunicazioni), che si erano fortemente indebitate nella seconda metà degli anni novanta, hanno fatto progressi nel ridurre la propria leva finanziaria.

**Figura 12**

**Importanza dei debiti finanziari sul finanziamento complessivo delle società non finanziarie**

(transazioni per anno; in percentuale del finanziamento totale)



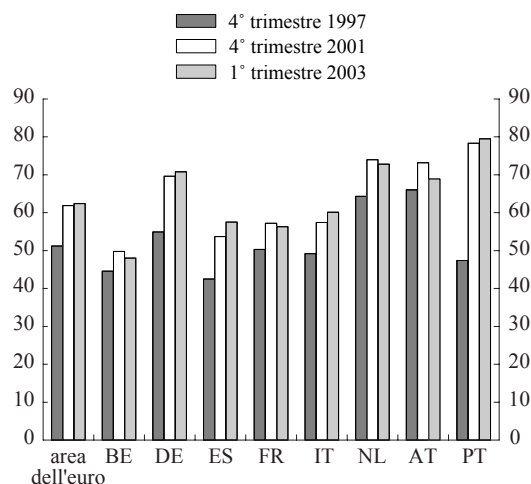
Fonte: BCE.

Nota: il finanziamento totale si riferisce alla somma dei finanziamenti con debito e con emissioni di azioni quotate, ossia non include le azioni non quotate.

**Figura 13**

**Rapporto debito-PIL per le società non finanziarie residenti nell'area dell'euro**

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: dati non disponibili per Grecia, Irlanda, Lussemburgo e Finlandia. Il rapporto debito pubblico/PIL calcolato in base ai conti finanziari trimestrali è lievemente inferiore rispetto a quello calcolato in base ai conti annuali, principalmente a causa del fatto che nei primi non sono inclusi i prestiti accordati dai settori non finanziari e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro.

La figura 13 mostra che in tutti i paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili statistiche, il rapporto fra il debito delle società non finanziarie e il PIL è aumentato fra la fine del 1997 e la fine del 2001<sup>9)</sup>. Gli aumenti di maggior rilievo si sono registrati in Germania, Spagna e Portogallo. In Germania, le operazioni di fusione e acquisizione e l'elevata domanda di finanziamenti per l'acquisto delle licenze UMTS hanno concorso al significativo aumento del rapporto. Nel corso del 2002 e agli inizi del 2003, il rapporto debito/PIL ha mostrato una sostanziale stabilizzazione e persino un calo in numerosi paesi, mentre ha continuato ad aumentare soprattutto in Spagna e in Italia. Questo risultato potrebbe essere connesso al perdurante adeguamento dei livelli di indebitamento ai bassi tassi di interesse, risultati inferiori rispetto ai valori storici registrati in questi paesi, nonché, nel caso della Spagna, a una crescita economica superiore alla media dell'area dell'euro.

9) Non sono disponibili conti finanziari trimestrali per Grecia, Irlanda, Lussemburgo e Finlandia. A causa di discrepanze nella valutazione dei titoli di debito fra i conti finanziari e le statistiche sulle emissioni di questi titoli, nonché della mancanza di dati sulle riserve dei fondi pensione, il rapporto debito/PIL delle società non finanziarie di questi paesi non è riportato nella figura 13.

## 5 Conclusioni

La seconda metà degli anni novanta è stata caratterizzata da un forte aumento della crescita dei debiti finanziari, e, quindi, da un aumento del rapporto debito/PIL per le famiglie e le società non finanziarie. L'espansione dei debiti finanziari è stata in parte dovuta all'andamento declinante dei tassi di interesse nel corso del decennio. Quest'ultimo andamento ha fatto sì che, nonostante il maggiore indebitamento, nel 2002 la spesa per interessi in rapporto al reddito si collocasse per entrambi i settori su livelli inferiori o sostanzialmente analoghi a quelli registrati agli inizi del decennio. D'altra parte, il più elevato livello di indebitamento ha accresciuto la loro vulnerabilità a fronte di variazioni dei tassi di interesse, del reddito e dei prezzi delle attività.

La crescita del debito delle famiglie è principalmente connessa con la forte domanda di mutui per l'acquisto di immobili. Quest'ultima si iscrive

nel contesto di un aumento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area dell'euro, il quale è stato in parte alimentato dal calo dei tassi di interesse e ha avuto come conseguenza un aumento del valore della ricchezza immobiliare.

Per quanto concerne le società non finanziarie, le acquisizioni e l'acquisto delle licenze UMTS hanno concorso significativamente al notevole aumento del rapporto debito/PIL di questo settore nella seconda metà degli anni novanta. A seguito del calo dei corsi azionari fra gli inizi del 2000 e gli inizi del 2003, buona parte delle attività finanziarie acquistate in precedenza dalle società non finanziarie hanno subito perdite di valore determinando un aumento del rapporto fra debito e attività finanziarie. Nonostante le azioni di riduzione dei costi e di ristrutturazione interna intraprese dalle società dell'area dell'euro negli ultimi trimestri, ulteriori misure correttive potrebbero ancora rendersi necessarie.

# La risoluzione delle crisi nelle economie emergenti - le sfide per la comunità internazionale

*A partire dalla seconda metà degli anni novanta, diversi paesi emergenti sono stati colpiti da gravi crisi di conto capitale. Tali crisi hanno presentato caratteristiche nuove rispetto alle precedenti crisi di bilancia dei pagamenti nei paesi in via di sviluppo. Le loro cause sono più numerose che in passato e includono, oltre agli squilibri macroeconomici, anche la debolezza dei bilanci del settore finanziario e delle imprese private. Il contagio fra paesi è stato inizialmente agevolato dalla crescente integrazione dei mercati dei capitali nazionali nel sistema finanziario mondiale, dalle operazioni di cartolarizzazione del debito e dalla più ampia gamma di strumenti di debito utilizzati. Le crisi si sono sviluppate in modo molto rapido, con improvvisi mutamenti nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti, e hanno coinvolto una più ampia platea di soggetti, tanto fra i debitori (i mutuatari sovrani e privati) quanto, soprattutto, tra i creditori (i detentori di strumenti finanziari quali prestiti bancari, obbligazioni e investimenti diretti esteri).*

*La gestione delle crisi recenti ha quindi posto nuove e difficili sfide, inducendo i paesi debitori, i creditori privati e le istituzioni finanziarie internazionali ad adattare il proprio ruolo in funzione delle circostanze specifiche di ciascuna crisi. Dalla fine degli anni novanta, l'FMI ha introdotto alcuni nuovi strumenti e procedure per rispondere a queste sfide. Diverse misure di policy sono state inoltre adottate (o sono tuttora allo studio) in ciascuna delle tre maggiori componenti del processo di risoluzione delle crisi, ovvero il risanamento interno, i finanziamenti ufficiali e il coinvolgimento del settore privato. Una delle sfide con cui deve confrontarsi il lavoro sulla risoluzione delle crisi è rappresentata dalla necessità di conciliare, da un lato, la chiarezza nella formulazione dei principi di policy e l'efficienza nella messa a punto degli strumenti e, dall'altro, la flessibilità necessaria a reagire alle circostanze specifiche di ciascuna crisi.*

## I Introduzione

Le recenti crisi che hanno colpito i paesi emergenti (Messico: 1994-1995; paesi asiatici: 1997-1998; Russia: 1998; Brasile e Turchia: 1999-2001; Argentina: 2001) hanno alcune importanti caratteristiche in comune. Fra queste figurano: un'improvvisa inversione negli afflussi di investimenti esteri e una significativa fuga di capitali all'estero, pressioni per una svalutazione o deprezzamento del cambio, oscillazioni sfavorevoli nei prezzi delle attività e delle variabili finanziarie nazionali, crisi bancarie<sup>1)</sup> e contrazione del prodotto interno. Poiché tali crisi hanno trovato origine principalmente nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti (in precedenza noto come "conto capitale"), esse vengono definite "crisi di conto capitale", in contrasto con quelle precedenti, solitamente innescate da andamenti sfavorevoli del conto corrente.

Gli elevati costi associati a questi eventi (cfr. la sezione 3), sia per le economie direttamente interessate sia per l'economia mondiale nel suo complesso, hanno accresciuto la consapevolezza della necessità di disporre di migliori strumenti per la prevenzione e risoluzione delle crisi. In particolare, la comunità internazionale ha cercato di migliorare l'azione di prevenzione attraverso

l'intensificazione della sorveglianza dell'FMI sul settore finanziario dei paesi debitori, lo sviluppo di sistemi di preallarme (*early warning*), l'aumento della trasparenza delle attività dell'FMI e la promozione di standard e codici<sup>2)</sup>.

Le recenti crisi hanno inoltre promosso il dibattito su come migliorare la risoluzione delle stesse. Per loro stessa natura, le crisi di conto capitale implicano maggiori difficoltà nell'assicurare il rapido e ordinato ripristino della stabilità macroeconomica e finanziaria e della sostenibilità del debito interno ed estero dei paesi in crisi, assicurando al contempo il pieno rispetto dei diritti dei creditori. Ciò ha reso necessaria la riforma di alcuni importanti strumenti per la risoluzione delle crisi.

La BCE nutre un interesse particolare per le procedure di risoluzione ordinata delle crisi, in

1) Un'eccezione degna di nota è il Brasile, in cui è stato possibile evitare una crisi bancaria grazie alle operazioni di copertura con contratti future sui cambi e all'indicizzazione dei titoli di Stato al dollaro.

2) Le problematiche della prevenzione sono analizzate nell'articolo La recente evoluzione della cooperazione internazionale nel numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.

ragione degli importanti effetti macroeconomici e finanziari che le crisi nei paesi emergenti esercitano sull'area dell'euro. La BCE partecipa inoltre al dibattito sul miglioramento della risoluzione delle crisi, contribuendo così al processo di cooperazione internazionale in materia di

politica finanziaria e monetaria. In questo contesto, il presente articolo esamina le sfide sollevate dalle recenti crisi di conto capitale (sezione 2), e analizza le misure di *policy* già adottate o in fase di valutazione per migliorare la risoluzione delle crisi (sezione 3).

## 2 Gli aspetti problematici collegati alla risoluzione delle crisi di conto capitale

La risoluzione delle recenti crisi di conto capitale si è rivelata notevolmente difficoltosa, in ragione di alcune nuove caratteristiche di queste crisi rispetto a quelle precedenti. In primo luogo, a differenza di quanto avvenuto negli anni ottanta, le crisi degli anni novanta sono state caratterizzate dall'importante ruolo svolto dalle istituzioni finanziarie e imprese private nei paesi debitori; ciò ha creato la necessità di monitorare non solo i tradizionali indicatori macroeconomici, ma anche quelli di stabilità finanziaria. Inoltre, le crisi di conto capitale sono strettamente connesse con l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali e con i relativi canali di contagio internazionale. Le crisi si sono verificate nel contesto della crescente integrazione delle economie di mercato emergenti nel sistema finanziario globale, resa possibile dallo smantellamento dei vincoli ai movimenti di capitali nei paesi in questione. Tali sviluppi fanno parte di quello che è stato definito il *Washington consensus*<sup>3)</sup>, un'insieme di misure volte alla liberalizzazione delle transazioni internazionali che vennero attuate nella prima metà degli anni novanta, in parte come risultato delle crisi debitorie del decennio precedente. Tale liberalizzazione si è inoltre iscritta nel contesto dell'aumento generale dei flussi finanziari globali e dello sviluppo di nuovi strumenti finanziari. L'integrazione dei mercati finanziari e il connesso maggior utilizzo di strumenti negoziabili e liquidi, benché abbia prodotto effetti certamente positivi (il processo di integrazione, sia pure imperfetto, promuove infatti una migliore allocazione internazionale del risparmio e degli investimenti), ha accresciuto la vulnerabilità dei paesi debitori a improvvise interruzioni e inversioni negli afflussi di capitali, e ha rafforzato il contagio potenziale fra paesi. Questo rischio si è ridotto solo di recente, grazie a un aumento nella trasparenza dei mercati e nella capacità degli investitori di valutare il merito di

credito dei diversi mutuatari, oltre che alle riforme interne realizzate dai paesi debitori.

Una seconda caratteristica delle crisi recenti riguarda il maggior coinvolgimento del settore privato, tanto dal lato dei creditori che da quello dei debitori. Durante gli anni ottanta, le crisi riguardavano essenzialmente il debito sovrano e coinvolgevano un numero limitato di banche creditrici nelle economie mature; i prestiti sindacati erano infatti il principale strumento di indebitamento. Dopo le ristrutturazioni del debito con l'uso dei *Brady bond* alla fine degli anni ottanta e la conseguente creazione di un mercato internazionale per le obbligazioni emesse dai paesi emergenti, questi ultimi hanno potuto ricorrere in misura crescente a titoli di debito anziché ai soli prestiti bancari. La liberalizzazione dei mercati finanziari nazionali e internazionali auspicata dal *Washington consensus* ha inoltre ampliato l'accesso ai mercati finanziari internazionali anche agli operatori del settore privato; ciò ha causato un aumento del numero di emittenti, oltre che di acquirenti (fra cui i fondi comuni di investimento e i piccoli investitori privati). Dalla fine degli anni novanta, il ruolo dei prestatori privati ha subito un ulteriore impulso grazie al crescente ricorso agli investimenti diretti esteri (IDE). Dal lato dei

3) L'espressione *Washington consensus* è stata coniata da John Williamson; essa descrive il paradigma dominante alla fine degli anni ottanta e durante gli anni novanta, secondo cui le economie dovevano aprirsi in misura crescente alle forze di mercato. Le connesse raccomandazioni includevano, sul fronte interno, la privatizzazione e la deregolamentazione dei mercati; su quello estero, l'apertura dei mercati nazionali maggiormente regolamentati alle transazioni internazionali. Quest'ultima raccomandazione si basava sull'idea secondo cui le economie di mercato devono partecipare pienamente al sistema economico e finanziario globale per beneficiare dell'accresciuto grado di concorrenza. Si riteneva inoltre necessario liberalizzare prima i movimenti di conto corrente, in quanto misura più facile da attuare, per poi procedere a una liberalizzazione relativamente rapida dei conti capitale e finanziario.

mutuatari, tuttavia, le recenti crisi hanno continuato a coinvolgere i debitori sovrani sotto due punti di vista. Anzitutto, in presenza di gravi crisi nei settori bancario e delle imprese, le autorità pubbliche sono dovute spesso intervenire per attenuare le conseguenze macroeconomiche dell'instabilità finanziaria. In secondo luogo, l'accresciuto coinvolgimento del settore privato nei paesi debitori non ha impedito che i governi continuassero a rappresentare le controparti principali dei creditori esteri, nonché i principali responsabili della crisi, a causa dell'insostenibilità delle politiche fiscali e/o monetarie. L'aumento del numero di figure coinvolte nel finanziamento dei paesi emergenti, la liberalizzazione dei flussi di capitale dalla fine degli anni ottanta e la cartolarizzazione del debito internazionale fanno sì che l'attuale stock di debito dei paesi emergenti sia molto diverso da quello, grosso modo omogeneo, in essere alla fine degli anni ottanta. Esso è ora composto non solo da prestiti bancari sindacati e finanziamenti ufficiali, ma anche da titoli di debito e IDE, questi ultimi in significativo aumento dalla fine degli anni novanta.

Queste specifiche caratteristiche fanno sì che la risoluzione delle crisi di conto capitale sia diventata un compito particolarmente complesso. Una prima difficoltà dipende dalla rapidità con cui esse si manifestano. Diversamente dalle crisi di conto corrente, che di solito evolvono più lentamente, le crisi di conto capitale possono manifestarsi molto rapidamente a causa dell'elevata mobilità dei capitali, e richiedono risposte più tempestive da parte delle autorità nazionali e della comunità finanziaria internazionale. Inoltre, l'incremento nei flussi di capitali internazionali, reso possibile dalla liberalizzazione della fine degli anni ottanta, accresce la volatilità delle variabili macroeconomiche e finanziarie durante la crisi. Un calo di fiducia dei mercati nelle politiche o nei fondamentali di un paese può avere un effetto dirompente sui corsi del debito sovrano e societario e sui tassi di cambio e di interesse, facendoli oscillare violentemente o inducendo variazioni eccessive rispetto al loro nuovo livello di equilibrio di lungo periodo.

Un'ulteriore complicazione è collegata con il ruolo delle istituzioni finanziarie e del processo di finanziarizzazione nei paesi debitori. Nelle recenti

crisi di conto capitale, il compito di valutare l'entità e le cause della crisi è stato ostacolato, fra l'altro, dagli effetti del processo di finanziarizzazione, che nelle economie di mercato emergenti è ancora fortemente incentrato sul settore bancario. In particolare, è plausibile che la trasformazione della liquidità bancaria abbia introdotto delle difficoltà nella valutazione della capacità di solvenza dei debitori. Inoltre, l'effetto combinato dei disallineamenti tra composizione per scadenza e per valuta ha gravemente aumentato la vulnerabilità delle banche, poiché la parziale dollarizzazione dell'economia esponeva queste istituzioni (assieme alle imprese beneficiarie del credito bancario) a movimenti improvvisi del tasso di cambio, per lo più privi di copertura. Ulteriori problemi si sono aggiunti nei casi in cui il governo fungeva da garante della stabilità finanziaria del paese, inducendo salvataggi pubblici delle banche nazionali. Infine, con le crisi bancarie, l'instabilità del settore finanziario può trasmettersi al lato reale dell'economia, tagliandolo fuori dagli afflussi di capitale. Il ruolo di intermediazione svolto dalle banche fa sì che i fallimenti bancari abbiano un effetto moltiplicativo, che aumenta i costi della crisi e rende più difficile la loro valutazione.

Un problema connesso riguarda la valutazione della capacità e della volontà del paese debitore a onorare il proprio debito, che rende più difficile la scelta della risposta di *policy* adeguata. Nelle crisi di conto capitale, l'ampliamento degli *spread*, le pressioni sul cambio e l'aumento dei tassi di interesse interni riducono solitamente la capacità del debitore sovrano di onorare i pagamenti connessi al debito estero. In linea di principio, la reazione di *policy* dovrà essere definita sulla base delle condizioni di sostenibilità del debito. Se la crisi è innescata da una mancanza temporanea di fondi, ma i fondamentali economici sono solidi e il debito è sostenibile (crisi di liquidità), la risposta più adeguata sarà quella di fornire finanziamenti aggiuntivi oppure di riscadenzare il debito in modo da mantenere invariato il suo valore attuale netto, dilazionando temporaneamente i rimborsi. In questo contesto, potrà essere utile che il settore ufficiale eroghi finanziamenti a breve termine per garantire la liquidità aggiuntiva necessaria a superare la crisi, consentendo così al paese di ridistribuire i propri obblighi di pagamento su un periodo di tempo



più lungo. Al contrario, se la crisi è legata all'insostenibilità del debito (crisi di solvibilità), sarà più adeguato tentare una ristrutturazione del debito, riducendo il suo valore attuale netto. Durante una crisi, tuttavia, è spesso molto difficile esprimere giudizi definitivi sulla sostenibilità del debito, anche perché è difficile valutare la natura precisa di una crisi di conto capitale e gli eventi possono svolgersi con particolare rapidità.

Infine, l'uso di nuovi strumenti finanziari e l'ampliamento della platea dei creditori accrescono la complessità dei problemi di coordinamento. Nelle crisi debitorie degli anni ottanta, organizzare il coordinamento dei creditori era relativamente semplice, perché il loro numero era limitato e i loro interessi per lo più convergenti. I creditori

sovrani si coordinavano attraverso il Club di Parigi e le banche commerciali avevano costituito un meccanismo di coordinamento informale noto come il Club di Londra. Con l'aumento del numero di creditori e degli strumenti finanziari è diventato sempre più difficile assicurare un buon coordinamento, tutelare i diritti dei creditori e impedire discriminazioni tra gli stessi. Nei casi in cui parte del debito sia detenuto dal settore finanziario interno, inoltre, sarà necessario conciliare le esigenze contrastanti dell'equità tra creditori (in virtù della quale si dovrà perseguire il pieno coinvolgimento dei creditori residenti nel riscadenzamento o nella ristrutturazione del debito) e della stabilità finanziaria nazionale (che può richiedere, invece, un coinvolgimento più limitato dei creditori residenti).

### 3 Misure di policy per promuovere la risoluzione ordinata delle crisi

L'esperienza delle recenti crisi di conto capitale ha aumentato la consapevolezza circa l'esigenza di riflettere sulle azioni e misure da adottare in relazione alle diverse parti in causa. Gli sforzi di risoluzione delle crisi hanno prodotto risultati disomogenei, come evidenziato dal diverso grado di successo con cui si è riusciti a contenerne gli effetti finanziari e macroeconomici di medio termine. Anche se nella maggioranza dei casi la crescita economica si è ripresa molto rapidamente, ci sono stati episodi in cui il riassorbimento delle perdite di prodotto associate alla crisi ha richiesto diversi anni (cfr. tavola). Anche la volatilità di

variabili finanziarie quali i tassi di interesse, i tassi di cambio e i corsi azionari è diminuita a un ritmo variabile a seconda dei paesi, e in alcuni casi la turbolenza del mercato si è protratta per lungo tempo. Nei casi in cui l'onere del debito estero era insostenibile, il ritorno a un percorso più sostenibile è avvenuto in tempi diversi a seconda dei paesi, e ha talvolta richiesto negoziati lunghi e difficili. Il risanamento dei bilanci del settore finanziario e delle imprese ha comportato, nella maggioranza dei paesi, pesanti oneri fiscali e ampie riforme strutturali con conseguenti costi nel breve termine.

#### Tavola

##### Crescita del PIL reale in alcune economie di mercato emergenti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 <sup>1)</sup>
Argentina	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	<b>-4,4</b>	<b>-10,9</b>	5,5
Brasile	5,9	4,2	2,7	3,3	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	4,4	1,4	1,5	1,5
Indonesia	7,5	8,2	8,0	<b>4,5</b>	<b>-13,1</b>	0,8	4,9	3,4	3,7	3,5
Corea del Sud	8,3	8,9	6,8	<b>5,0</b>	<b>-6,7</b>	10,9	9,3	3,1	6,3	2,5
Messico	<b>4,4</b>	<b>-6,2</b>	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6	-0,2	0,7	1,5
Russia	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	<b>-5,3</b>	6,3	10,0	5,0	4,3	6,0
Tailandia	9,0	9,2	5,9	<b>-1,4</b>	<b>-10,5</b>	4,4	4,6	1,9	5,3	5,0
Turchia	-5,0	6,9	6,9	7,6	3,1	<b>-4,7</b>	7,4	<b>-7,5</b>	7,8	5,3

Fonti: FMI e World Economic Outlook, settembre 2003.

Nota: i dati in grassetto indicano gli anni in cui si è verificata una crisi di conto capitale.

1) *Stime.*

Una delle principali problematiche di *policy* connesse con le crisi riguarda la difficoltà di trovare il giusto equilibrio fra le tre componenti principali del processo di risoluzione delle crisi stesse. La prima componente è il risanamento interno, ovvero quell'insieme di misure di politica economica che i paesi debitori devono adottare per rimuovere le cause della crisi e ripristinare la sostenibilità del debito. La seconda è il coinvolgimento del settore privato (*private sector involvement*), ovvero i flussi finanziari attinenti ai creditori privati, che potranno includere, in casi molto specifici, una ristrutturazione del debito con riduzione del suo valore attuale netto. La terza riguarda i finanziamenti ufficiali, ovvero quelli erogati dal settore ufficiale, soprattutto l'FMI, la Banca mondiale, le banche regionali di sviluppo e, in alcuni casi, i creditori ufficiali bilaterali. Queste tre componenti sono strettamente collegate fra loro e si rafforzano vicendevolmente. Un rapido ripristino dei flussi finanziari privati è auspicabile; senza di esso, i costi della crisi e i prezzi delle attività e le altre variabili finanziarie nazionali potrebbero essere soggetti a sviluppi dirimpenti, che riducono la probabilità di riuscita del risanamento. Il risanamento interno è un requisito indispensabile ai fini di un efficace coinvolgimento del settore privato, dato che il ripristino della fiducia dei mercati si basa sulla correzione degli squilibri interni. Anche il finanziamento ufficiale svolge un ruolo fondamentale, in quanto può contribuire a ridurre il costo della crisi offrendo fondi addizionali in un momento in cui viene negato l'accesso ai mercati di capitale internazionali. D'altra parte, l'erogazione di tali finanziamenti potrà avvenire solo in presenza di un adeguato grado di risanamento interno, poiché solo la correzione degli squilibri macroeconomici e nei bilanci può garantire che le risorse dell'FMI restino disponibili per l'eventuale utilizzo da parte di altri paesi membri.

In risposta a tali sfide, la comunità ufficiale internazionale, e soprattutto l'FMI, sottopone a un continuo riesame la propria esperienza nella gestione delle crisi, sulla base di rapporti sia interni che esterni. L'*Independent Evaluation Office*, istituito dall'FMI per fornire valutazioni obiettive e indipendenti sulle questioni attinenti la propria attività, potrà essere chiamato a svolgere un ruolo sempre più importante in questo processo di revisione.

L'FMI ha introdotto una serie di misure per potenziare la risoluzione tempestiva e ordinata delle crisi di conto capitale. La parte restata di questa sezione analizza le misure specifiche adottate o in corso di studio in ciascuna delle tre componenti del processo di risoluzione delle crisi. È tuttavia opportuno fare anzitutto due osservazioni di carattere generale.

La prima osservazione riguarda la necessità di raggiungere un compromesso equilibrato fra regole e discrezionalità. Da un lato, è infatti necessario definire delle regole chiare che facilitino il coordinamento fra i comportamenti e le aspettative delle diverse parti in causa, impedendo l'emergere di un'errata struttura di incentivi che favorisca comportamenti azzardati. Dall'altro, è necessario mantenere un certo grado di discrezionalità che consenta di affrontare i problemi e le caratteristiche specifiche di ciascuna crisi, assumendo decisioni in modo adeguato e tempestivo, senza l'impedimento di assetti eccessivamente prescrittivi e dettagliati.

La seconda è che la sostenibilità del debito costituisce il criterio fondamentale su cui basare la definizione del corretto equilibrio fra le tre componenti. Se il debito non è sostenibile, si dovrà privilegiare una combinazione di risanamento interno e di ristrutturazione del debito. Se invece il debito è sostenibile, sarà preferibile unire una forte dose di risanamento interno con un'ampia, ma temporanea, erogazione di finanziamenti ufficiali, che aiutino a ripristinare l'accesso ai finanziamenti privati e a contenere la crisi. Da tale osservazione discende che la corretta valutazione della sostenibilità del debito rappresenta un prerequisito fondamentale per il buon esito dell'esercizio di risoluzione della crisi; ciò ha indotto l'FMI a compiere sforzi sostanziali per migliorare le tecniche utilizzate nella valutazione della sostenibilità del debito, e includere in modo più sistematico tali valutazioni nei documenti sottoposti al proprio Consiglio di amministrazione. Benché non vada dimenticato che determinare la sostenibilità del debito nel medio termine costituisce intrinsecamente un esercizio di valutazione soggettiva, la cui base analitica può essere soggetta ad ampi margini di errore, i continui sforzi dell'FMI per migliorare la precisione dell'esercizio vanno certamente incoraggiati.

Al riguardo, è necessario che le analisi di sostenibilità includano anche diversi scenari, che riflettano ipotesi alternative sulle variabili macroeconomiche e i flussi finanziari rilevanti, offrendo così un'indicazione sui possibili risultati *worst-case*. L'FMI ha inoltre convenuto di aumentare la trasparenza del processo, pubblicando le valutazioni di sostenibilità del debito e quindi promuovendo l'accuratezza con cui sono predisposte.

### **Risanamento interno**

Il risanamento interno è la chiave di volta della risoluzione delle crisi, poiché costituisce un prerequisito fondamentale per restituire fiducia ai mercati e far ripartire l'afflusso di capitali. La responsabilità di tale risanamento ricade principalmente sui responsabili delle politiche economiche del paese colpito dalla crisi. È infatti interesse del paese affrontare i problemi che hanno originato la crisi e assicurare un ritorno tempestivo alla stabilità macroeconomica e finanziaria e alla sostenibilità del debito. D'altra parte, le nuove crisi di conto capitale impongono una revisione della natura del risanamento interno. Più specificatamente, le caratteristiche delle crisi recenti, analizzate nella sezione 2, implicano che le misure di aggiustamento non potranno essere mirate esclusivamente alle debolezze macroeconomiche (i disavanzi di conto corrente e gli squilibri fiscali), ma dovranno anche affrontare le vulnerabilità nei bilanci del settore privato o pubblico (compresi gli eventuali disallineamenti nella composizione per valuta o per scadenza), nonché possibili lacune dell'assetto regolamentare o di vigilanza. Una sfida specifica per l'azione di risanamento interno sarà quella di combinare le misure di *policy* più urgenti, necessarie per contenere gli effetti immediati della crisi, con riforme strutturali a lungo termine, necessarie per mantenere il potenziale di crescita di lungo periodo dell'economia.

Anche la comunità ufficiale internazionale contribuisce al risanamento interno, attraverso la condizionalità dei finanziamenti dell'FMI; tale condizionalità è volta ad assicurare che il finanziamento erogato venga utilizzato per risolvere le difficoltà economiche del debitore, e che questo sia in grado di rimborsare l'FMI alla fine del programma. Essa contribuisce inoltre in modo cruciale a ripristinare la fiducia del mercato, poiché

rassicura i creditori privati sulla bontà delle misure di risanamento interno. L'esperienza nelle crisi di conto capitale degli ultimi anni ha indotto l'FMI a rivedere diversi elementi del proprio approccio alla condizionalità. In primo luogo, dopo la crisi asiatica della fine degli anni novanta, l'FMI ha teso ad ampliare la condizionalità affinché risultasse sempre più adeguata ai problemi e alle esigenze del paese interessato e fosse concentrata non solo sulle politiche macroeconomiche, ma anche su settori specifici, quali quello finanziario. Tale ampliamento, per quanto utile ad affrontare i fattori strutturali sottostanti la crisi, è successivamente apparso in certi casi eccessivo, e ha indotto l'FMI a concentrarsi sulle questioni maggiormente rilevanti per la risoluzione di una crisi. In secondo luogo, si è sempre più affermata l'idea che l'efficacia della condizionalità dipenda strettamente non solo dalla capacità amministrativa delle autorità nazionali, ma anche dalla loro determinazione e dal sostegno politico all'attuazione delle necessarie misure correttive. L'FMI ha quindi promosso in misura sempre maggiore la partecipazione dei paesi nella predisposizione dei programmi (*ownership*).

### **Finanziamento ufficiale**

Con l'emergere delle nuove crisi di conto capitale rispetto a quelle di conto corrente è diventato più difficile attribuire un ruolo appropriato al finanziamento ufficiale. Le recenti crisi sono state caratterizzate da un significativo fabbisogno di finanziamento esterno del settore pubblico e privato dei paesi debitori, tale da non poter essere soddisfatto con le riserve ufficiali a disposizione. La comunità ufficiale internazionale ha aumentato tali riserve offrendo imponenti programmi di finanziamento, e ciò ha promosso il dibattito su quale debba essere il giusto ruolo del finanziamento ufficiale e, soprattutto, se questo settore possa fungere da prestatore internazionale di ultima istanza, sulla falsariga del ruolo svolto dalle banche centrali nel contesto nazionale. Anche se attraente, tale analogia presenta diversi limiti. In primo luogo, un prestatore di ultima istanza ha bisogno di un vasto ammontare di risorse; tuttavia, le risorse delle istituzioni finanziarie internazionali sono limitate, a differenza di quanto avviene a livello nazionale (dove le banche centrali hanno il potere di emettere

moneta e possono quindi attingere a risorse illimitate per sostenere le istituzioni creditizie che hanno problemi di liquidità). In secondo luogo, l'erogazione di ingenti finanziamenti rischia di accrescere l'esposizione delle istituzioni finanziarie internazionali, soprattutto dell'FMI, verso pochi grandi debitori, producendo un'indesiderata concentrazione del credito del Fondo e un grado inaccettabile di rischio di credito, sia per l'FMI sia, in modo indiretto, per la comunità internazionale. In terzo luogo, in un contesto nazionale il sostegno offerto dalle banche centrali alle banche in difficoltà può essere accompagnato dall'imposizione di miglioramenti nell'assetto di *corporate governance*, compresa la sostituzione del *management*. In un contesto internazionale, l'FMI può utilizzare la condizionalità per correggere politiche economiche interne di fatto insostenibili, ma l'efficacia di tali misure sarà probabilmente più limitata. Infine, la distinzione tra crisi di liquidità e di solvibilità, già difficile per il prestatore di ultima istanza nazionale, pone difficoltà ancora più grandi a livello internazionale, in virtù della maggiore complessità associata alla predisposizione e alla valutazione del bilancio di un paese rispetto a quello di una singola istituzione creditizia.

In considerazione di tali limiti, l'attività di prestatore di ultima istanza internazionale rischia di essere soggetta a errori di *policy* e, più specificatamente, al pericolo di offrire finanziamenti troppo generosi a un paese la cui situazione debitoria è percepita come sostenibile, ma che in realtà non lo è affatto. Nel tempo, lo svolgimento di tale funzione espone al rischio che un graduale peggioramento del debito, da sostenibile a insostenibile, lasci la comunità internazionale senza altra alternativa se non quella di rinnovare, alla scadenza, i propri finanziamenti. Il finanziamento ufficiale comporta infine un azzardo morale (*moral hazard*) quando distorce il funzionamento della disciplina di mercato, ovvero il sistema di incentivi con cui creditori privati spingono il paese debitore a perseguire politiche economiche sane al fine di generare la necessaria capacità di rimborso. Ciò si verifica, per esempio, quando debitori e creditori ritengono che il finanziamento ufficiale offra loro una qualche forma di assicurazione gratuita e sono quindi incoraggiati sia a perseguire

politiche economiche insostenibili (azzardo morale del debitore), sia a sottovalutare il rischio di credito nella selezione dei propri investimenti (azzardo morale del creditore). Anche se l'azzardo morale non è un problema esclusivo dei prestiti internazionali e l'evidenza empirica al riguardo è scarsa, è necessario che la concessione di ingenti finanziamenti ufficiali ai paesi debitori resti un evento eccezionale e adeguatamente giustificato dalle circostanze. La possibilità che il *moral hazard* divenga il problema predominante in un contesto internazionale dipende dal fatto che debitori e creditori appartengono a giurisdizioni diverse: questo rende più difficile, durante il processo di risoluzione della crisi, trasferire ai creditori una parte dei costi risultanti da politiche insostenibili. Inoltre, le strutture di privilegi (*seniority*) nel rimborso del debito sovrano tendono a essere più complesse e meno chiaramente definite di quelle applicabili nel caso delle istituzioni private.

Di conseguenza, si è giunti alla conclusione secondo cui non è né auspicabile né, in gran misura, possibile avere un prestatore di ultima istanza internazionale. Uno sviluppo positivo di questo dibattito è rappresentato dall'idea che il finanziamento ufficiale debba essere sottoposto a regole chiare, comprensive di rigidi limiti di accesso, al fine di minimizzare il rischio di effetti distorsivi sul funzionamento del mercato.

Tale posizione è riflessa nelle nuove linee guida per il cosiddetto "accesso eccezionale" alle risorse finanziarie dell'FMI. Secondo queste linee guida, il finanziamento dell'FMI non deve, di regola, superare dei limiti di accesso predefiniti, determinati in funzione della quota di pertinenza di ciascun paese membro. Tali limiti sono pari al 100 per cento della quota, per il finanziamento concesso in un dato anno (limite annuale), e del 300 per cento per l'importo totale del prestito in essere (limite cumulativo). In alcuni casi, l'FMI ha la facoltà di concedere finanziamenti al di sopra di tali limiti (accesso eccezionale). Fino al marzo 2003, ciò poteva avvenire sia in caso di "circostanze eccezionali" (non definite in maggior dettaglio) sia, quando il rischio di contagio minacciava l'intero sistema finanziario internazionale, attraverso l'uso della *Supplemental Reserve Facility* (SRF), non soggetta a limiti. Dal 1995, nove pae-

si (Argentina, Brasile, Indonesia, Corea del Sud, Messico, Russia, Thailandia, Turchia e Uruguay) hanno beneficiato di crediti ufficiali al di sopra dei limiti statutari; tali crediti hanno rappresentato la larga maggioranza dei prestiti totali erogati dall'FMI.

Nel marzo 2003, l'FMI ha deciso di rafforzare la propria *access policy* definendo alcuni requisiti procedurali e sostanziali per accedere ai programmi di finanziamento eccezionale. Dal punto di vista delle procedure, la documentazione del programma deve ora includere una giustificazione più dettagliata dell'ammontare di finanziamenti proposto; è inoltre necessario che il Consiglio di amministrazione dell'FMI sia consultato già a partire dalla fase iniziale dei negoziati, e che i programmi finanziati con accesso eccezionale siano oggetto di un sistematico processo di valutazione *ex post*. Fra i requisiti sostanziali figurano: la presenza di pressioni straordinarie sul conto capitale della bilancia dei pagamenti, non risolvibili mediante il ricorso a finanziamenti nel quadro dei limiti normali, un'elevata probabilità che il debito resti sostenibile e che il programma di risanamento abbia successo, buone prospettive che il paese recuperi l'accesso al mercato dei capitali. Queste linee guida sono state ulteriormente rafforzate in giugno, quando l'FMI ha deciso di rendere obbligatoria, a decorrere dal luglio 2004, la pubblicazione dei rapporti su cui si basano le decisioni per l'accesso eccezionale, con l'obiettivo di promuovere una maggior disciplina nel relativo processo decisionale.

La presenza di un requisito sulla sostenibilità del debito sembra introdurre un elemento della funzione di prestatore di ultima istanza nell'attività dell'FMI, poiché implica la possibilità di accordare importi sostanziali a un paese afflitto da una crisi di liquidità pura. Tuttavia, anche con questa disposizione, il ruolo dell'FMI non può essere considerato come quello di un prestatore di ultima istanza, poiché gli importi di assistenza ufficiale sono sempre soggetti a vincoli quantitativi, anche nel caso dell'accesso eccezionale. L'importo del finanziamento deve sempre essere giustificato in base a determinati indicatori, quali per esempio il PIL e il fabbisogno finanziario.

## Il coinvolgimento del settore privato

La nozione di coinvolgimento del settore privato utilizzata in questo articolo è definita in senso ampio, in modo da comprendere non solo i casi di ristrutturazione del debito che implicano una riduzione del suo valore attuale netto (*haircut*), ma anche i casi in cui i creditori privati rinnovano i crediti a scadenza o ne erogano di nuovi senza riduzione del valore attuale netto. Visto in questa prospettiva ampia, il coinvolgimento del settore privato rappresenta un elemento chiave di tutti i casi di crisi, per due ragioni principali. In primo luogo, il finanziamento privato rappresenta la parte più cospicua del finanziamento estero delle economie emergenti; per queste economie, le altre due componenti del processo di gestione delle crisi (il risanamento interno e i finanziamenti ufficiali), sono insufficienti a far fronte all'ingente fabbisogno finanziario che emerge durante le crisi di conto capitale: mentre il risanamento interno tende a produrre effetti soprattutto nel medio periodo, e quindi potrà non avere risultati immediati, l'intervento del settore ufficiale è soggetto a un vincolo di risorse. In secondo luogo, la partecipazione dei creditori privati è importante nell'ottica dell'azzardo morale. Come discusso nella sezione sul finanziamento ufficiale, i mercati possono esercitare la propria funzione disciplinante solo quando i creditori sono indotti a internalizzare i rischi collegati alle loro scelte di investimento, ovvero quando sanno che, qualora tali rischi si concretizzino, essi saranno costretti a sostenere almeno una parte dei costi associati.

Il coinvolgimento del settore privato, tuttavia, si scontra con le problematiche generali discusse nella sezione 2: la rapidità con cui evolvono i mercati e, in misura più significativa, i problemi di coordinamento e di informazione. I problemi di coordinamento emergono quando il comportamento dei singoli creditori, anche se ottimale dal punto di vista individuale, conduce a risultati collettivamente non ottimali. Nel caso di una proposta di ristrutturazione, per esempio, ciascun creditore avrà interesse a rifiutare l'offerta e a esigere il rimborso totale, nella speranza che gli altri creditori partecipino alla ristrutturazione sostenendone i relativi oneri (comportamento da *free-rider*). Se tutti i creditori perseguono un'analoga strategia di *free-riding*, il risultato finale potrà

essere caotico, e i benefici inferiori rispetto alla soluzione di coordinamento. I problemi informativi sono invece collegati alle già descritte difficoltà relative alla valutazione della reale capacità di rimborso del debitore sovrano, oltre che delle sue strategie di ristrutturazione. La fase negoziale è quindi circondata da un considerevole grado di incertezza, e questo può far sì che i creditori privati siano restii a farsi coinvolgere nel processo di risoluzione di una crisi.

Per superare i problemi di coordinamento e informazione, sono stati proposti tre approcci. Il primo (approccio contrattuale) si basa sulla proposta – emersa all'indomani della crisi messicana e promossa in un rapporto del Gruppo dei Dieci intitolato *The resolution of sovereign liquidity crises* (maggio 1996) – di includere delle clausole di azione collettiva (CAC) nei contratti di debito. Più di recente, l'FMI ha valutato l'idea di istituire uno schema di diritto internazionale noto come *Sovereign Debt Resolution Mechanism* (SDRM) (approccio normativo). Attualmente è allo studio un terzo approccio che implica lo sviluppo di un codice di condotta (approccio basato sul codice). Queste tre soluzioni, descritte in modo più approfondito nel seguito, si distinguono in funzione dei problemi che cercano di risolvere e per la loro diversa natura (contrattuale, normativa o volontaria). L'approccio contrattuale mira principalmente a risolvere il problema del coordinamento fra i creditori, quello normativo affronta i problemi del coordinamento dei creditori e dell'informazione, iscrivendoli in un quadro vincolante dal punto di vista giuridico. Infine, l'approccio basato sul codice affronta sia il problema del coordinamento che quello della raccolta di informazioni, ma in modo giuridicamente non vincolante.

L'approccio contrattuale è basato sulle clausole di azione collettiva, inserite nei contratti di debito per facilitare il coordinamento fra creditori. Tale obiettivo è perseguito principalmente mediante clausole che riducono la percentuale di voti necessaria ad approvare la ristrutturazione del debito, dall'unanimità a una maggioranza qualificata (ad esempio il 75 per cento del debito in essere; *majority restructuring provisions*), e quindi contribuiscono a evitare situazioni in cui una minoranza di creditori impedisce un accordo di ristrutturazione, oppure attraverso clausole che limitano la possibilità che

una minoranza di creditori promuova azioni legali contro il debitore (*majority enforcement provisions*), ostacolando i negoziati di ristrutturazione. Da un punto di vista giuridico, tali clausole si possono introdurre praticamente in tutti gli stati, ma fino a pochi mesi or sono non erano ancora state utilizzate in alcune delle maggiori giurisdizioni – soprattutto quella di New York – perché non in linea con le prassi prevalenti sulla piazza. Si stima che allo stato attuale solo un terzo delle obbligazioni sovrane internazionali esistenti contenga delle clausole di azione collettiva. Di recente, tuttavia, sono stati compiuti significativi progressi verso un loro più ampio utilizzo, e dal marzo 2003 esse sono state incluse nella maggior parte delle nuove emissioni di obbligazioni sovrane soggette alla giurisdizione dello Stato di New York. A oggi, le CAC non sembrano avere avuto un impatto percettibile sui costi di indebitamento, contrariamente a quanto temuto dai debitori, secondo cui esse potrebbero causare un aumento dei premi a rischio perché percepite dai creditori come un mezzo per accrescere un ricorso ingiustificato alla rinegoziazione del debito. I progressi verso una loro più ampia adozione sono stati facilitati dai lavori per la predisposizione di clausole modello condotti a livello sia privato che ufficiale (un esempio è rappresentato dal gruppo di lavoro sulle clausole contrattuali del Gruppo dei Dieci, cui ha partecipato anche la BCE). Infine, nel tentativo di promuovere l'ulteriore diffusione delle CAC tra i paesi emergenti, nell'aprile 2003 gli Stati membri della UE si sono impegnati a includere le CAC nelle loro future emissioni obbligazionarie all'estero.

Nel complesso, i progressi a favore di un più ampio ricorso alle clausole di azione collettiva appaiono soddisfacenti. Ciononostante, il solo approccio contrattuale non è in grado di rispondere a tutte le problematiche connesse al coinvolgimento del settore privato. Un primo problema è collegato al fatto che ci vorranno anni prima che le CAC siano incluse nell'intero stock di debito sovrano. Inoltre, tali clausole si applicano di norma a un'emissione specifica, e quindi non consentono di aggregare i detentori di emissioni diverse. Qualche progresso verso il conseguimento di un certo grado di aggregazione è stato compiuto anche in seno all'approccio contrattuale, come dimostrano le obbligazioni emesse di recente dall'Uruguay, contenenti clausole di azione collettiva che consentono una forma

limitata di aggregazione. Tuttavia, il disegno di disposizioni contrattuali che consentono l'aggregazione non è molto semplice e la loro predisposizione si trova ancora in una fase piuttosto sperimentale. Infine, anche se l'approccio contrattuale contribuisce ad affrontare i problemi di coordinamento fra i creditori, è possibile che esso non risolva altre problematiche sollevate nel contesto della risoluzione delle crisi, quali l'esigenza di uno scambio simmetrico di informazione fra debitori e creditori. Ci vorranno probabilmente ulteriori sforzi per trovare soluzioni innovative atte a migliorare alcuni aspetti di questo approccio.

Quale soluzione alternativa, fra il 2001 e l'inizio del 2003 l'FMI ha lavorato a un approccio normativo basato su un meccanismo giuridicamente vincolante noto come SDRM. Tale approccio era basato sull'idea che alcuni elementi dei meccanismi fallimentari nazionali, applicabili a soggetti appartenenti al settore pubblico o privato, potessero risultare utili anche nel contesto sovrano. Secondo la proposta, l'SDRM (applicabile ai soli casi di situazione debitoria insostenibile) prevedeva che la totalità del debito di un dato debitore sovrano venisse suddivisa in un numero limitato di classi di creditori, consentendo a una maggioranza qualificata di creditori di ciascuna classe di accordarsi su un piano di ristrutturazione. Tale schema, inoltre, sarebbe stato completato da un apposito foro per la risoluzione delle controversie, con il compito di adempiere ad alcune funzioni amministrative (notifiche ai creditori, registrazione delle richieste, gestione del processo di votazione) e di dirimere alcuni tipi specifici di controversie sia fra debitore e creditori sia fra creditori.

L'approccio normativo consente di affrontare i problemi di informazione e coordinamento in un quadro di riferimento forte. A differenza delle clausole di azione collettiva, esso permetterebbe l'aggregazione fra contratti di debito di diverse classi di creditori e sarebbe applicabile, dalla sua entrata in vigore, a tutto il debito in essere. Sarebbe inoltre vincolante dal punto di vista legale, in quanto iscritto nello schema di diritto internazionale, per esempio mediante emendamenti allo Statuto dell'FMI.

Tuttavia, negli scorsi incontri primaverili a Washington, è apparso chiaro come la creazione

di tale meccanismo non godesse del necessario sostegno politico. I debitori dei mercati emergenti hanno rifiutato di sostenerlo, temendo l'opposizione dei creditori privati e il possibile incremento nei costi di indebitamento. Analogo scetticismo è stato espresso da alcuni paesi avanzati. Di conseguenza, lo sviluppo dell'SDRM è stato temporaneamente accantonato e si è convenuto di proseguire l'analisi limitatamente ad alcune sue caratteristiche di portata generale per la risoluzione ordinata delle crisi. In prospettiva, sarà quindi importante valutare il grado in cui tali caratteristiche – fra cui il miglioramento della trasparenza e dell'informativa, l'aggregazione fra emissioni diverse e la creazione di un foro per la risoluzione delle controversie – potranno essere replicate al di fuori di un contesto di diritto internazionale.

Quale terza soluzione, sono in corso i lavori su un codice di condotta che definisca linee guida e prassi migliori (*best practices*) per i debitori, i creditori e la comunità ufficiale internazionale e che, pur non essendo vincolante, contribuisca a migliorare il processo di risoluzione delle crisi. Attualmente, rappresentanti del settore privato ed esponenti delle economie di mercato emergenti e dei paesi creditori sono impegnati a redigere il codice in questione. Esso dovrebbe imperniarsi su una serie di principi (fra cui la tempestività nella consultazione fra creditori e debitori e nella condivisione delle informazioni, la trasparenza e l'equità di trattamento) e indicare gli strumenti necessari ad attuare tali principi (fra cui, per esempio, meccanismi di condivisione delle informazioni, clausole di azione collettiva e schemi per organizzare i negoziati fra un debitore e i suoi creditori). L'attuazione del codice di condotta potrà inoltre essere garantita tramite specifiche procedure di monitoraggio e controllo.

Il codice potrà contribuire a migliorare la risoluzione delle crisi, indirizzando l'azione di debitori e creditori e contribuendo ad affrontare i problemi di coordinamento e informazione. Esso potrebbe inoltre migliorare la prevenzione stessa delle crisi, incoraggiando e agevolando un dialogo permanente fra le parti e promuovendo un comportamento sano e tempestive azioni correttive. Allo stato attuale non è ancora chiaro se tale codice disporrà di strumenti e incentivi

abbastanza forti da garantirne l'efficacia, data la sua natura volontaria. Secondo alcuni osservatori, esso potrà essere pienamente efficace solo se operante "all'ombra della legge" (*in the shadow of*

*the law*), ovvero in presenza di uno schema istituzionale dotato di tutti gli strumenti necessari cui rifarsi nei casi in cui l'approccio volontario non sia sufficiente.

## 4 Conclusioni

Questo articolo effettua una rassegna dell'esperienza recente in materia di crisi di conto capitale nei paesi emergenti. La difficoltà posta dalla gestione di tali crisi è testimoniata dalla disomogeneità dei risultati ottenuti in termini di contenimento dei costi economici e rapidità di ripristino della fiducia e della stabilità nei paesi colpiti dalle crisi.

La comunità ufficiale internazionale ha già tratto alcune lezioni dall'esperienza recente, e ha definito alcune misure atte a massimizzare l'efficacia di ciascuna delle principali componenti del processo di risoluzione delle crisi, ovvero il risanamento interno, il finanziamento ufficiale e il coinvolgimento del settore privato. In particolare, è ormai chiaro come le principali fonti di instabilità che possono innescare una crisi includono non solo gli squilibri macroeconomici, ma anche le carenze nei bilanci delle imprese e delle istituzioni finanziarie. Con riferimento ai finanziamenti ufficiali, l'FMI ha lanciato una serie di nuove iniziative, fra cui l'adozione nel marzo 2003 di un nuovo quadro di riferimento per il ricorso ai finanziamenti eccezionali durante le crisi di conto capitale, che dovrebbero contribuire a migliorare gli aspetti di trasparenza e di *accountability* (responsabilità per il proprio operato). In relazione al coinvolgimento del settore privato, infine, sono state avanzate diverse nuove proposte per ovviare ai problemi di coordinamento e informazione e al loro impatto, potenzialmente dirompente, sugli andamenti di mercato. Nessuna delle proposte avanzate, tuttavia, può offrire da sola una soluzione a tutti i problemi che hanno complicato la risoluzione delle crisi nel passato più

recente. Le clausole di azione collettiva (CAC) hanno il vantaggio di essere relativamente agevoli da attuare, come dimostra la loro ampia inclusione nelle recenti emissioni internazionali di debito sovrano da parte dei paesi emergenti, e di contribuire ad attenuare il problema del coordinamento fra creditori. D'altro canto, esse non migliorano l'offerta di informazioni per gli investitori e non agevolano l'aggregazione fra diverse emissioni di debito di uno stesso paese. La proposta di creare uno schema normativo per la risoluzione delle crisi (SDRM) è stata momentaneamente accantonata, data la percezione, da parte dei soggetti interessati, che essa rappresentasse un mezzo eccessivamente pesante per correggere le imperfezioni del mercato. Alcuni dei suoi elementi, tuttavia, meritano di essere esaminate ulteriormente, poiché possono contribuire a risolvere i problemi di coordinamento e informazione nei casi più complessi di ristrutturazione del debito. Una terza proposta, relativa alla redazione di un codice di condotta, potrà offrire un ulteriore contributo alla soluzione del problema, ma la sua struttura precisa resta ancora incerta e il suo funzionamento, basato sull'adesione volontaria alle prassi migliori, deve ancora essere messo alla prova.

Infine, è possibile che tali proposte e la loro attuazione non esauriscano l'intera gamma di soluzioni possibili che potranno essere analizzate nei prossimi anni. Malgrado i recenti progressi nella risoluzione delle crisi, saranno probabilmente necessari ulteriori sforzi da parte della comunità internazionale per affrontare le problematiche di *policy* che rimangono irrisolte.





# Il ruolo internazionale dell'euro: principali andamenti dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria

Questo articolo esamina brevemente le caratteristiche principali del ruolo internazionale dell'euro, vale a dire il suo utilizzo da parte di non residenti. Dal 1999, tale utilizzo è andato gradualmente aumentando. L'euro ha consolidato il ruolo di seconda valuta internazionale, mettendo in evidenza sia le qualità sia le caratteristiche che lo accomunano alla principale divisa internazionale, il dollaro statunitense. Tra i non residenti, i principali utilizzatori della moneta unica sono i grandi istituti e le società finanziarie dei paesi industrializzati. Il ruolo dell'euro si è rafforzato in particolare nelle regioni limitrofe, compresa la City di Londra per i mercati finanziari e i paesi dell'Europa centrale e sud-orientale, nei quali le valute nazionali confluivano nell'euro circolavano già prima dell'avvio dell'Unione monetaria. Questi andamenti dipendono essenzialmente dal mercato e mettono in risalto il grado di fiducia dei non residenti nei confronti della moneta europea. Un resoconto più dettagliato viene fornito nel Rapporto sul ruolo internazionale dell'euro, pubblicato a cadenza annuale dalla BCE

## I Andamenti negli ultimi quattro anni

Questo articolo esamina alcuni segmenti dei mercati finanziari internazionali in cui l'aspetto valutario è determinante. Esso si concentra sull'emissione e il collocamento di titoli di debito, sulle attività nei mercati valutari a pronti e sull'operatività internazionale delle banche – inclusi i mercati interbancari. Altri segmenti nei quali le considerazioni valutarie sono meno significative, come il comparto azionario e quello di alcuni strumenti derivati, non vengono trattati in questo articolo.

Nei tre segmenti menzionati, l'euro si è saldamente imposto come seconda valuta internazionale. La sua quota di mercato è aumentata, crescendo costantemente tra la metà del 1999 e

quella del 2001 e in maniera più graduale tra la metà del 2001 e quella del 2003 (cfr. tavola I).

1) I dati relativi alla denominazione dello stock di titoli internazionali (obbligazioni e strumenti del mercato monetario), emessi in una valuta diversa da quella del paese di residenza del mutuatario, indicano che la quota dell'euro ha raggiunto il 30 per cento alla metà del 2003, 9 punti percentuali in più rispetto alla metà del 1999 (cfr. figura I).

2) Come si evince dall'indagine triennale della BRI pubblicata nel 2002, circa il 17 per cento delle operazioni valutarie effettuate presso centri finanziari esterni all'area dell'euro

### Tavola I

#### Utilizzo internazionale delle valute – quote delle valute in alcuni mercati finanziari

	Dollaro USA	Euro	Yen giapponese	Altre
Titoli e strumenti del mercato monetario emessi da non residenti sui mercati finanziari nazionali <sup>1)2)</sup>				
Giugno 1999	46,8	21,7	16,6	14,9
Giugno 2001	44,1	27,4	14,3	14,2
Giugno 2003	43,7	30,4	10,5	15,3
Totale delle transazioni in cambi in contropartita di valuta locale al di fuori dell'area dell'euro <sup>3)</sup>				
April 2001	47,5	16,9	12,5	23,1
Passività bancarie internazionali (compresi Stati Uniti, area dell'euro e Giappone) <sup>1)4)</sup>				
Giugno 1999	55,2	19,6	8,7	16,5
Giugno 2001	54,4	24,1	7,7	13,7
Dicembre 2002	53,2	24,6	6,2	16,0

Fonti: BRI ed elaborazioni della BCE.

1) Effettivo ammontare di titoli emessi in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'emittente (per l'euro, l'intera area).

2) A cambi costanti del 1994 (1° trimestre).

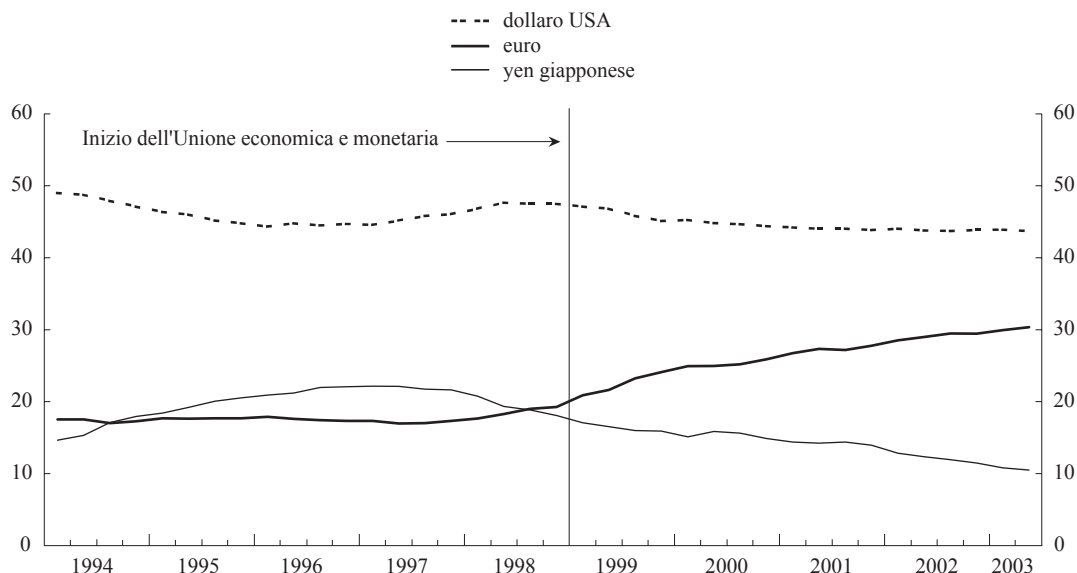
3) Compresa le transazioni in cambi in contropartita con il dollaro americano negli Stati Uniti e lo yen giapponese in Giappone.

4) Passività transfrontaliere di istituzioni creditizie e le loro passività domestiche in valuta estera.

## Figura I

### Stock di titoli di debito internazionali: ripartizione per valuta <sup>1)</sup>

(percentuali)



Fonti: BRI ed elaborazioni della BCE.

1) Titoli e strumenti del mercato monetario, escluse le emissioni in valuta nazionale, in percentuale dello stock totale e ai tassi di cambio del primo trimestre 1994.

nell'aprile 2001 (sui mercati spot, forward e swap) era denominato in euro <sup>1)</sup>. Sui mercati dei cambi globali (compresi i centri finanziari situati nell'area dell'euro), la coppia euro – dollaro era la più scambiata, e rappresentava il 30 per cento delle transazioni complessive <sup>2)</sup>.

- 3) Nell'attività internazionale del settore bancario (che comprende i rapporti delle istituzioni monetarie e finanziarie dell'area dell'euro con i non residenti), alla fine del 2002 l'euro rappresentava il 24,6 per cento delle passività bancarie internazionali e il 25,5 per cento delle corrispondenti attività, 5 e 6 punti percentuali in più, rispettivamente, della metà del 1999.

I dati statistici sulla localizzazione delle attività finanziarie in euro dei non residenti sono frammentari. Tuttavia, le informazioni disponibili in tema di emissioni obbligazionarie, scambi valutari e gestioni patrimoniali confermano il ruolo predominante della City di Londra. Secondo fonti di mercato, nel periodo 1999-2002, i prenditori residenti nel Regno Unito rappresentavano il 30 per cento delle obbligazioni denominate in euro ed emesse da non residenti nell'area dell'euro. Gli organismi con sede nel Regno Unito rappresentavano il 60 per cento dei cosiddetti *book runners* (le istituzioni finanziarie

che organizzano la sottoscrizione dei titoli di debito sul mercato primario). Sui mercati valutari esteri all'area dell'euro, nell'aprile del 2001 il 47 per cento delle operazioni legate all'euro erano state eseguite nel Regno Unito <sup>3)</sup>. Inoltre, le attività e passività denominate in euro delle banche con sede nel Regno Unito rappresentavano circa il 60 per cento del totale delle attività e passività in euro detenute al di fuori dell'area.

Nel commercio internazionale, l'utilizzo dell'euro come valuta di regolamento e di fatturazione si è di recente accresciuto. I dati statistici, disponibili solo per alcuni paesi dell'area, indicano come attualmente circa il 50 per cento delle esportazioni verso non residenti e il 45 per cento delle

1) Il raffronto con i dati della BRI del 1998 non è semplice a causa della discontinuità strutturale creata dalla cessazione degli scambi valutari tra le monete nazionali confluite nell'euro all'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) nel 1999 (come illustrato in dettaglio nell'articolo Il ruolo internazionale dell'euro pubblicato nel numero di agosto 1999 di questo Bollettino).

2) I dati relativi alle coppie valutarie (ad esempio euro/dollaro) non sono direttamente comparabili con la quota delle singole valute (ad esempio l'euro) sui mercati dei cambi. La prossima indagine della BRI sarà condotta nel 2004.

3) Transazioni valutarie in euro sono state effettuate anche negli Stati Uniti (23 per cento degli scambi extra area), Svizzera (7 per cento), Giappone e Singapore (6 per cento ciascuno).

## Tavola 2

### Quota dell'euro come valuta di regolamento/fatturazione nel commercio extra-area in alcuni paesi dell'area dell'euro

(in percentuale)

	Esportazioni			Importazioni		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Belgio	...	...	53,4	...	...	53,3
Francia	48,0	49,2	55,3	35,0	39,8	46,8
Germania	...	...	49,0	...	...	48,0
Grecia	...	23,5	39,3	...	29,3	35,8
Italia	...	52,7	54,1	...	40,8	44,2
Lussemburgo	...	...	51,6	...	...	35,3
Portogallo	40,1	43,5	48,5	47,0	53,6	57,6
Spagna	49,0	52,0	57,6	44,0	49,7	55,8

Fonti: BCN ed elaborazioni della BCE.

Nota: "..." indica dati non disponibili. I dati si riferiscono all'uso dell'euro come valuta di regolamento, tranne che in Germania. Per la Germania, le informazioni sono riferite alla media dei raccolti in una indagine effettuata nel primo e terzo trimestre del 2002 dalla Deutsche Bundesbank. I dati del 2000 e del 2001 comprendono anche il commercio regolato in euro e in valute nazionali.

importazioni da non residenti al momento sia effettuato in contropartita di pagamenti in euro (cfr. tavola 2). La differenza tra la quota delle importazioni e quella delle esportazioni riflette l'impatto delle materie prime – fatturate principalmente in dollari – sulle importazioni, e si concilia con l'ipotesi (conosciuta anche come "legge di Grassman") secondo cui gli agenti economici sono in grado di imporre la propria moneta

come valuta di fatturazione e regolamento più facilmente per le esportazioni che per le importazioni. L'impiego dell'euro si è accresciuto prima dell'introduzione delle banconote e delle monete in euro, ma si è rafforzato nel corso del 2002. È possibile, dunque, che l'introduzione del contante abbia incoraggiato gli esportatori e gli importatori a rivedere le loro pratiche di fatturazione a favore dell'euro.

## Riquadro I

### Vantaggi e svantaggi di una definizione "ristretta" del ruolo internazionale dell'euro

Il ruolo internazionale dell'euro si riferisce all'uso della moneta unica da parte dei non residenti. Dal punto di vista delle fonti di finanziamento, tale uso include solamente le obbligazioni emesse dai non residenti, mentre dal punto di vista degli investimenti si dovrebbe tenere conto anche delle obbligazioni di emittenti dell'area dell'euro e detenute da non residenti. Tuttavia, una scomposizione per valuta dello stock di obbligazioni dell'area dell'euro detenuto da non residenti non è ancora disponibile. In questo articolo si utilizza una definizione ristretta del termine "internazionale", che considera solamente le obbligazioni emesse da non residenti. Oltre a questa definizione ristretta, ne esiste anche una "ampia", utilizzata dalla BRI, secondo cui è "internazionale" un'obbligazione emessa da un soggetto residente e sottoscritta da investitori internazionali (ad esempio attraverso un sindacato di banche che include istituzioni finanziarie esterne all'area). La definizione ristretta esclude le attività comunemente considerate internazionali dagli operatori dei mercati finanziari, anche se originano dall'area dell'euro. La definizione ampia, tuttavia, include quei casi in cui sia l'emittente sia il detentore dell'obbligazione sono residenti nell'area dell'euro, anche se in origine l'emissione doveva essere realmente "internazionale".

Secondo la definizione ampia, la quota dell'euro sullo stock dei titoli internazionali risulta maggiore (41,5 per cento alla metà del 2003) di quella ristretta. Sempre secondo la definizione ampia, la quota dell'euro risulta quasi equivalente a quella del dollaro statunitense (42,5 per cento alla stessa data). Sebbene in passato la BCE abbia fatto riferimento ad entrambe le definizioni, questo articolo si incentra solamente sulla definizione ristretta, non da ultimo per maggiore chiarezza e semplicità. Tuttavia, anche utilizzando la definizione ampia arriveremmo a conclusioni identiche.

## 2 I quattro principali gruppi di utilizzatori

A partire dal 1999, quattro gruppi di soggetti utilizzatori hanno contribuito a definire il ruolo internazionale dell'euro: (1) gli operatori privati non residenti, in particolare le istituzioni finanziarie e le grandi imprese multinazionali; (2) gli enti pubblici non residenti, sebbene in misura minore; (3) gli investitori dell'area dell'euro, in qualità di acquirenti di obbligazioni denominate in euro emesse al di fuori dell'area e (4) i paesi confinanti con l'area dell'euro.

### Operatori privati non residenti

Nel periodo in esame, la maggior parte delle obbligazioni denominate in euro sono state emesse da istituzioni finanziarie e società non finanziarie con sede principalmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito (l'80 per cento del totale). La

tavola 3 mostra i primi dieci emittenti del settore delle società non finanziarie. Per quanto riguarda gli investimenti, la domanda dall'esterno dell'area dell'euro è provenuta principalmente dagli investitori istituzionali; una quota cospicua di questi investimenti è attribuibile al Regno Unito e ai paesi europei non compresi nell'area; l'interesse da parte degli investitori statunitensi è invece rimasto limitato.

### Autorità pubbliche non residenti

Tra il 1999 e il 2002, governi ed enti pubblici non residenti hanno emesso titoli pari, in media, al 14 per cento del totale delle obbligazioni internazionali denominate in euro; il principale emittente è stato Freddie Mac, agenzia federale statunitense specializzata in mutui ipotecari

**Tavola 3**

### I dieci maggiori emittenti del settore delle imprese non finanziarie (dal 1999 a fine agosto 2003)

Società	Numero di emissioni	Totale emesso (miliardi di euro)	Paese di residenza
General Electric Capital Corp	71	29,1	Stati Uniti
Ford Motor Credit Co	19	23,3	Stati Uniti
General Motors Acceptance Corp – GMAC	21	19,4	Stati Uniti
Tecnost International Finance NV	4	15,6	Antille olandesi
DaimlerChrysler NorthAmerica Holding Corp	19	12,5	Stati Uniti
Spintab AB	42	11,0	Svezia
British Telecommunicationsplc	7	9,5	Regno Unito
Household Finance Corp	12	8,4	Stati Uniti
BAT International Finance plc	7	4,9	Regno Unito
Vodafone Group plc	7	4,3	Regno Unito

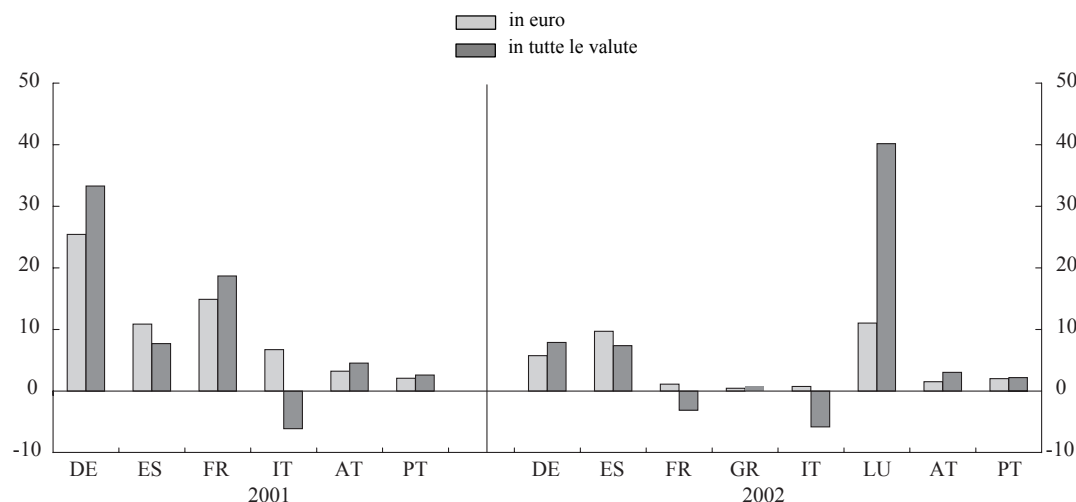
Fonti: Dealogic (Bondware) ed elaborazioni della BCE.

**Tavola 4**

### I dieci maggiori emittenti del settore pubblico (dal 1999 a fine agosto 2003)

Società	Numero di emissioni	Totale emesso (miliardi di euro)	Paese di residenza
Federal Home Loan Mortgage Corp – Freddie Mac	12	44,5	Stati Uniti
Repubblica Argentina	35	11,5	Argentina
Repubblica Turca	19	9,1	Turchia
Repubblica Federale del Brasile	10	6,8	Brasile
Hamburgische LB Finance (Guernsey) Ltd	22	6,8	Guernsey
Swedish National Housing Finance Corp – SBAB	21	4,9	Svezia
Repubblica Polacca	6	4,6	Polonia
Vattenfall Treasury AB	16	4,1	Svezia
Repubblica Ungherese	7	4,0	Hungheria
Stati Uniti del Messico	4	2,9	Messico

Fonti: Dealogic (Bondware) ed elaborazioni della BCE.

**Figura 2****Titoli emessi da non residenti: acquisti netti da parte di residenti in alcuni paesi dell'area dell'euro***(miliardi di euro)*

Fonti: banche centrali nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: la valuta è quella di denominazione dei titoli, con l'eccezione di Lussemburgo, Spagna e Grecia, per i quali si fa riferimento alla valuta di regolamento. Valori positivi (negativi) rappresentano acquisti (vendite) netti di titoli da parte di residenti da (a) non residenti. Per la Grecia e il Lussemburgo non sono disponibili dati per il 2001.

(cfr. tavola 4)<sup>4</sup>). La quota attribuibile ai paesi emergenti è invece diminuita nel corso del tempo, specialmente dopo la crisi in Argentina.

Per quanto riguarda gli investimenti, le autorità pubbliche non sembrano invece aver effettuato acquisti di rilievo nel periodo in esame. Secondo dati del Fondo monetario internazionale, la quota dell'euro nelle riserve delle banche centrali sarebbe lievemente salita, dal 12,6 per cento nel 1999 al 14,6 per cento nel 2002. Tali dati mostrano anche un interesse crescente da parte dei paesi emergenti, che hanno aumentato la quota di riserve ufficiali in euro dal 14,1 per cento nel 1999 al 16,8 per cento nel 2002. Questa indicazione risulta in linea con i precedenti andamenti, e suggerisce come la composizione delle riserve valutarie vari in maniera solo graduale.

### Residenti nell'area dell'euro

Una quota rilevante delle obbligazioni denominate in euro emesse da non residenti dell'area dell'euro viene acquistata da residenti. Le statistiche sulla composizione per valuta della bilancia dei pagamenti, disponibili solo per alcuni paesi dell'area dell'euro, indicano come – con la notevole eccezione del Lussemburgo – i residenti dell'area

preferiscano le obbligazioni denominate in euro, poiché esse rappresentano la quota maggiore dei loro acquisti netti di obbligazioni in valuta emesse da non residenti (cfr. figura 2).

Ciò trova ulteriore conferma nell'evidenza aneddotica sulla localizzazione dei *road show* nel mercato obbligazionario mondiale, secondo cui gli emittenti di obbligazioni internazionali denominate in euro si rivolgerebbero esplicitamente agli investitori dell'area dell'euro, del Regno Unito e dei paesi nordici.

### Regioni vicine all'area dell'euro

L'utilizzo dell'euro nelle regioni attigue all'area è più ampio di quello nelle altre zone geografiche. L'euro assolve in particolare le seguenti quattro funzioni: valuta di finanziamento, "valuta veicolo" sul mercato dei cambi<sup>5</sup>, valuta di

4) Anche la Bank of England, originariamente per conto del Tesoro britannico e adesso per proprio conto, è un emittente attivo di titoli in euro, avendo emesso obbligazioni triennali per 6,6 miliardi di euro tra il 2001 e il 2003. La Bank of England emette regolarmente anche titoli a breve termine denominati in euro.

5) Sui mercati dei cambi, le transazioni tra due valute possono essere effettuate attraverso l'acquisto e la vendita di una terza valuta (chiamata valuta "veicolo"), nel caso in cui gli scambi contro quest'ultima siano maggiormente liquidi e dunque meno costosi per gli operatori.

riferimento per la politica monetaria e, infine, una funzione di *currency and asset substitution*, sia per il contante sia come moneta contabile al di fuori dell'area.

Per alcuni governi, soprattutto nell'Europa centrale e orientale, la scelta dell'euro come valuta preferita per l'emissione di obbligazioni è

dettata da considerazioni strategiche. Le autorità dei paesi in procinto di entrare nella UE emettono titoli di stato denominati in euro con l'obiettivo dell'adozione della moneta unica. In altri paesi, la scelta dell'euro come valuta di indebitamento è in linea con il livello molto elevato di sostituzione delle attività nel sistema bancario (ad esempio in Croazia), ovvero

## Riquadro 2

### Progressi nella definizione di un quadro statistico per la valutazione del ruolo internazionale dell'euro

Poiché la valutazione del ruolo internazionale di una moneta è rilevante solo per un ristretto numero di valute, gli standard statistici internazionali non prendono in considerazione le divise in cui sono denominate le transazioni economiche e finanziarie. Di conseguenza, i dati statistici disponibili per la valutazione del ruolo internazionale dell'euro (nonché di altre valute) sono limitati e molto spesso sono desumibili solo da fonti non standardizzate. Sin dal 1999 la BCE ha dedicato sforzi significativi per individuare fonti di informazioni rilevanti e in alcuni casi ha contribuito a raccogliere dati aggiuntivi, destinati a facilitare e migliorare la valutazione delle varie dimensioni del ruolo internazionale dell'euro.

#### Dimensioni principali di cui tenere conto nella valutazione del ruolo internazionale dell'euro

La misurazione del ruolo internazionale di una valuta coinvolge due aspetti: le sue funzioni e il suo uso territoriale. Per quanto riguarda il primo aspetto, le funzioni delle valute internazionali sono state descritte nel già menzionato articolo dell'agosto 1999. Tali funzioni includono: (1) l'uso privato di una moneta, a fini di investimento, di finanziamento, di valuta di regolamento e di quotazione (2) l'uso ufficiale, per la denominazione delle riserve internazionali oppure come valuta di riferimento per il regime di cambio.

#### Graduale ampliamento delle rilevazioni statistiche disponibili per misurare il ruolo internazionale dell'euro

Le fonti utilizzate per l'articolo dell'agosto 1999 attingevano in larga misura alle statistiche ottenute da agenzie multilaterali, in particolare ai dati dell'FMI relativi alla composizione valutaria delle riserve a livello mondiale e i dati della BRI sulle emissioni internazionali di titoli di debito.

Da allora sono stati conseguiti i seguenti ulteriori miglioramenti:

- la raccolta di dati sul trasferimento delle banconote in euro al di fuori dell'area;
- l'impiego della disaggregazione per valuta di alcune voci della bilancia dei pagamenti e della posizione finanziaria sull'estero dei paesi dell'area dell'euro: varie banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono state in grado di individuare tale scomposizione per valuta, per le transazioni e le posizioni nei confronti dei non residenti nell'area relative agli scambi di beni e servizi, nonché alle disponibilità di titoli esteri.

Parallelamente, sono disponibili i seguenti dati:

- una disaggregazione per valuta delle statistiche di commercio con l'estero pubblicate da vari paesi, inclusi Giappone, Regno Unito, Polonia, Bulgaria e Tunisia.
- i dati relativi alla composizione per valuta dei depositi bancari raccolti da alcuni paesi vicini dell'UE.

L'Eurosistema prevede di sviluppare ulteriormente le sue fonti statistiche relative agli scambi tra residenti e non residenti nell'area dell'euro. Inoltre, la metodologia per la raccolta sistematica della composizione per valuta di numerose voci della bilancia dei pagamenti è attualmente in discussione tra i responsabili europei di queste elaborazioni statistiche.

con il rilevante utilizzo dell'euro come valuta di fatturazione per il commercio estero (Marocco e Tunisia).

Sebbene la maggior parte delle transazioni valutarie bilaterali sui mercati dei cambi internazionali venga effettuata tramite il dollaro, in alcuni centri finanziari vicini all'area questo ruolo di "veicolo" viene svolto dall'euro. Nei paesi attigui all'area dell'euro, la larga maggioranza (come in Ungheria e Slovenia), o comunque una quota elevata (Repubblica Ceca e Slovacchia), delle operazioni di cambio contro valute locali implica l'uso dell'euro. La percentuale delle transazioni in euro risulta relativamente elevata anche nei paesi dell'Europa occidentale esterni all'area (Danimarca, Svezia e Svizzera).

Nelle regioni confinanti con l'Unione europea, inoltre, vari paesi hanno adottato regimi di cambio in vario modo riferiti all'euro, da un ancoraggio rigido a una fluttuazione controllata. Alcuni paesi adottano un *currency board* basato sull'euro (Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Estonia e Lituania), oppure un ancoraggio rigido all'euro (i paesi dell'area del Franco CFA nell'Africa centrale e occidentale). In altri territori, all'euro è stato attribuito unilateralmente lo status di valuta ufficiale (Kosovo e Montenegro). Due paesi candidati all'ingresso nella UE (Cipro e Ungheria) hanno adottato un regime caratterizzato da una banda di fluttuazione del  $\pm 15$  per cento rispetto all'euro. Altri paesi, infine, attribuiscono all'euro un ruolo predominante nel paniere di valute utilizzato per orientare la politica del cambio (Lettonia, Malta, Marocco e Tunisia).

La circolazione valutaria parallela al di fuori dell'area dell'euro si riscontra principalmente nelle zone limitrofe, come recentemente descritto nel numero di gennaio di questo Bollettino (cfr. l'articolo *La domanda di circolante nell'area dell'euro e l'impatto della sostituzione del contante*). I dati dell'Eurosistema relativi ai trasferimenti di banconote verso destinazioni esterne all'area dell'euro suggeriscono come, dalla pubblicazione dell'articolo, la circolazione di banconote in euro si sia ulteriormente accresciuta. L'ammontare di banconote in euro inviate all'esterno dell'area (al netto dei flussi in entrata) è salito da 28 miliardi di euro (fine 2002) a circa 38 miliardi (luglio 2003), anche senza considerare il contante in euro trasferito attraverso altri mezzi (turismo, rimesse, economia sommersa, etc.), che non viene conteggiato in questa cifra.

L'euro circola come valuta parallela specialmente in alcuni paesi dell'Europa centrale e dei Balcani occidentali, e viene utilizzato sotto forma di contanti e depositi. Più in generale, in circa 30 paesi emergenti vicini all'area dell'euro per i quali si dispone di informazioni, i depositi denominati in euro sono saliti di 13,5 miliardi nei mesi precedenti l'introduzione del contante (circa 52 miliardi alla fine del 2001), riflettendo gli ingenti depositi in banca delle disponibilità liquide di valute nazionali prima conservate "sotto il materasso"<sup>6)</sup>. Da allora, i depositi denominati in euro hanno registrato un incremento solo lieve in termini assoluti, rimanendo relativamente stabili in relazione ai depositi complessivi.

### 3 Principali determinanti che hanno caratterizzato il ruolo internazionale dell'euro

Nel periodo considerato in questo articolo, il ruolo internazionale dell'euro è stato connotato sia da elementi di continuità sia da fattori di cambiamento.

#### Elementi di continuità

Gli elementi di continuità che caratterizzano il ruolo internazionale dell'euro comprendono l'eredità delle valute nazionali e le relazioni storiche, istituzionali ed economiche dell'area dell'euro con le regioni vicine.

- Grazie alle posizioni ereditate da alcune valute nazionali, l'euro ha conquistato immediatamente lo status di valuta internazionale al momento della sua introduzione. Soprattutto grazie all'eredità del marco tedesco e del franco francese, l'euro è stato utilizzato immediatamente come valuta di riserva internazionale e come ancora per i regimi di cambio di alcuni paesi limitrofi alla UE.

6) Questi dati sono basati su un'indagine condotta dalla BCE in collaborazione con le banche centrali di 30 paesi limitrofi.



- Il ruolo internazionale dell'euro è stato sorretto anche dalle strette relazioni economiche e istituzionali tra i paesi dell'area e quelli delle regioni vicine, che in larga parte esistevano prima dell'introduzione della moneta unica. L'area dell'euro rappresenta, infatti, una quota preponderante del commercio estero e dell'esposizione finanziaria di questi paesi. L'approssimarsi dell'allargamento dell'Unione europea e il lancio di politiche di associazione da parte della UE con i paesi dei Balcani occidentali e del Mediterraneo hanno ulteriormente arricchito questi legami.
- L'aumento delle dimensioni dei mercati finanziari dell'area dell'euro, sostenuto dalla creazione di un sistema di pagamenti e regolamenti per l'area, ha accresciuto l'interesse per l'euro dei mutuatari internazionali. Tali mutuatari possono ora rivolgersi agli investitori di un mercato interno unificato, e trarre vantaggio da una liquidità maggiore di quella dei singoli mercati dei dodici paesi dell'area dell'euro.
- Poste di fronte alla sfida di crescenti necessità finanziarie, le imprese multinazionali hanno tentato di allargare la base degli investitori al di là dei rispettivi mercati finanziari nazionali. Ciò ha contribuito a ridurre la loro dipendenza dagli investitori nazionali, e talvolta ad abbassare i costi di finanziamento quando, come nel caso di alcune aziende statunitensi e britanniche, si sono presentate occasioni favorevoli per effettuare operazioni di swap.

#### Fattori di cambiamento

I fattori di cambiamento sono legati allo ispessimento dei mercati dell'area dell'euro e alla crescente internazionalizzazione delle strategie di finanziamento delle imprese multinazionali.

## 4 Conclusioni

Nei primi quattro anni dell'Unione monetaria, l'euro ha consolidato il suo ruolo di seconda valuta internazionale, ciò che evidenzia il grado di fiducia dei non residenti nella moneta europea. La BCE tiene questi andamenti sotto attenta osservazione, e pubblica ogni anno un *Rapporto sul ruolo internazionale dell'euro*. Uno studio più completo, tuttavia, sarà disponibile solo quando le statistiche in questo campo saranno potenziate ulteriormente.

Il ruolo internazionale dell'euro è stato influenzato in particolare dalle istituzioni e società finanziarie dei paesi industrializzati non facenti parte dell'area dell'euro, in particolare quelle degli Stati Uniti e del Regno Unito. L'euro ha inoltre assunto un'importanza crescente nel commercio internazionale, in qualità di valuta di regolamento e fatturazione, come evidenziato dai dati relativi a numerosi paesi dell'area.

Negli anni immediatamente successivi all'avvio dell'Unione monetaria, il crescente utilizzo dell'euro da parte di non residenti si è prevalentemente evidenziato nelle emissioni di obbligazioni internazionali denominate in euro. Il ruolo internazionale dell'euro è stato sostenuto da numerosi altri fattori, che vanno dai guadagni in termini di efficienza ottenuti

dalla creazione di un mercato finanziario più ampio nell'area dell'euro alle strategie di finanziamento di grandi imprese nei paesi industrializzati.

Il ruolo internazionale dell'euro non si è rafforzato nella stessa misura in tutte le aree geografiche a livello mondiale. La City di Londra ha registrato la quota maggiore di attività finanziarie in euro al di fuori dell'area, specialmente sui mercati dei titoli di debito e negli scambi valutari. In numerosi paesi delle regioni vicine all'area dell'euro, la moneta unica viene utilizzata per un'ampia serie di scopi; essa rappresenta la valuta di finanziamento preferita, una "valuta veicolo" per i mercati dei cambi, un punto di riferimento per le politiche monetarie e, in alcuni paesi, una valuta parallela.

Questi sviluppi si sono concretizzati come risultato di un processo guidato dal mercato, e pertanto riflettono le preferenze degli operatori privati. La BCE non ha né promosso né osteggiato questo processo, coerentemente con la sua scelta strategica di fondo. Un ruolo propulsivo importante è stato svolto dalle imprese – sui mercati finanziari, nelle transazioni in cambi e nella fatturazione del commercio – nonché dalle famiglie nei paesi dove l'euro circola come valuta parallela.



## **Statistiche dell'area dell'euro**



## Statistiche

Tavola riassuntiva sull'area dell'euro	5*
<b>I</b> 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*
<b>2</b> Andamenti monetari e fondi di investimento nell'area dell'euro	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	12*
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	14*
2.3 Aggregati monetari e loro contropartite	16*
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	20*
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	23*
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	26*
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	27*
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	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*
<b>3</b> 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*
<b>4</b> 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*
<b>5</b> 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*
<b>6</b> 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](http://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*
	<b>Note tecniche</b>	85*
	<b>Note generali</b>	89*

---

## 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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>		Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amm. pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli emessi da imprese non finanziarie e da istituzioni finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	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)
				Media mobile centrata di tre mesi				
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	3,6	4,2	5,4	-	7,8	27,6	4,26	5,03
2002	7,3	6,5	7,2	-	5,3	21,3	3,32	4,92
2002 4° trim.	8,8	6,7	7,0	-	4,8	15,9	3,11	4,54
2003 1° trim.	10,3	7,1	7,6	-	5,0	17,1	2,69	4,16
2° trim.	11,4	8,2	8,4	-	4,6	20,9	2,37	3,96
3° trim.	11,6	8,4	8,2	-	4,9	.	2,14	4,16
2003 mag.	11,4	8,5	8,5	8,5	4,6	20,8	2,41	3,92
giu.	11,4	8,3	8,4	8,5	4,6	23,2	2,15	3,72
lug.	11,5	8,5	8,6	8,4	4,9	22,9	2,13	4,06
ago.	11,8	8,5	8,2	8,1	5,0	23,1	2,14	4,20
set.	11,3	8,0	7,4	.	4,9	.	2,15	4,23
ott.	.	.	.	.	.	.	2,14	4,31

### 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)
2001	2,3	2,2	3,4	1,6	0,5	82,9	1,4	8,0
2002	2,3	0,0	3,5	0,9	-0,5	81,4	0,4	8,4
2002 4° trim.	2,3	1,3	3,5	1,1	1,3	81,5	0,1	8,6
2003 1° trim.	2,3	2,5	2,7	0,7	1,2	81,1	0,0	8,7
2° trim.	1,9	1,5	2,9	0,2	-0,5	80,8	0,0	8,8
3° trim.	2,0	1,3	.	.	.	81,0	.	8,8
2003 mag.	1,8	1,3	-	-	-1,0	-	-	8,8
giu.	1,9	1,4	-	-	-1,3	-	-	8,8
lug.	1,9	1,3	-	-	0,8	80,7	-	8,8
ago.	2,1	1,4	-	-	-0,4	-	-	8,8
set.	2,1	1,1	-	-	.	-	-	8,8
ott.	2,1	.	-	-	.	81,2	-	.

### 3. Bilancia dei pagamenti, riserve ufficiali e tassi di cambio

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: 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	-7,8	73,6	-102,4	68,1	392,7	91,0	87,9	0,896
2002	77,9	130,6	-41,5	103,4	366,1	95,6	91,8	0,946
2002 4° trim.	25,6	34,5	-6,0	42,0	366,1	99,4	95,2	0,999
2003 1° trim.	4,4	16,6	-0,9	7,0	339,1	104,1	99,3	1,073
2° trim.	-5,2	25,1	5,4	42,2	326,1	107,9	103,1	1,137
3° trim.	.	.	.	.	332,9	106,9	102,0	1,125
2003 mag.	0,1	7,6	0,7	1,1	323,1	109,1	104,1	1,158
giu.	4,6	10,5	23,1	16,0	326,1	109,3	104,5	1,166
lug.	2,8	15,3	-3,2	-35,6	328,9	107,8	102,9	1,137
ago.	6,7	10,6	-1,7	-37,9	346,8	106,6	101,6	1,114
set.	.	.	.	.	332,9	106,4	101,5	1,122
ott.	.	.	.	.	.	108,3	103,3	1,169

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

	1	2	3	4	5	6			8
						Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanz. a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning	
2003 6 giu.	122.245	213.549	16.428	3.487	223.508	178.372	44.988	0	
13	122.245	214.814	15.494	3.322	246.854	201.372	44.988	0	
20	122.244	211.995	16.793	3.446	237.979	191.001	44.988	0	
27	122.244	212.918	17.133	3.411	257.883	212.000	45.000	0	
4 lug.	119.980	206.413	15.586	3.963	251.103	205.999	45.000	0	
11	119.980	208.438	14.968	3.641	245.051	200.000	45.000	0	
18	119.980	205.363	15.799	4.420	244.057	198.999	45.000	0	
25	119.947	204.022	15.209	4.388	277.751	232.002	45.000	0	
1 ago.	119.993	203.971	15.194	4.265	252.077	207.000	44.995	0	
8	119.993	203.221	15.241	4.417	262.070	217.000	44.995	0	
15	119.993	202.993	14.651	4.377	250.023	205.000	44.995	0	
22	119.785	202.243	14.849	4.847	251.678	204.998	44.995	0	
29	119.785	203.484	15.186	4.554	264.053	219.000	44.994	0	
5 set.	119.785	201.457	15.218	4.449	260.028	215.000	44.994	0	
12	119.785	202.580	14.568	4.541	253.037	207.999	44.994	0	
19	119.779	199.598	16.374	4.452	263.034	218.002	44.994	0	
26	119.722	202.375	14.800	4.579	276.082	231.001	45.000	0	
3 ott.	130.822	200.970	15.054	5.001	249.311	204.000	45.000	0	
10	130.822	200.836	15.765	4.727	250.032	205.001	45.000	0	
17	130.822	198.294	15.793	4.918	240.255	194.999	45.000	0	
24	130.822	197.989	16.373	5.087	248.044	203.002	45.000	0	
31	130.769	199.673	15.382	5.020	252.050	207.000	44.999	0	

### 2. Passività

	1	2	3					7	8	9
			Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight	Depositi a tempo determinato	Operazioni temporanee di fine tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia			
2003 6 giu.	376.039	112.718	112.667	50	0	0	1	15	2.029	
13	376.498	139.059	139.000	59	0	0	0	15	2.029	
20	375.979	134.360	134.098	262	0	0	0	15	2.029	
27	377.232	130.970	130.891	61	0	0	18	31	2.029	
4 lug.	383.664	133.314	133.183	109	0	0	22	31	2.029	
11	386.242	130.912	130.866	24	0	0	22	31	2.029	
18	386.913	133.797	133.735	43	0	0	19	31	2.029	
25	386.347	142.560	142.502	34	0	0	24	31	2.029	
1 ago.	392.088	125.977	125.904	70	0	0	3	31	2.029	
8	395.055	134.631	134.608	19	0	0	4	31	2.029	
15	395.013	129.178	129.166	8	0	0	4	31	2.029	
22	390.047	136.245	134.996	1.240	0	0	9	51	2.029	
29	390.447	131.016	131.001	6	0	0	9	51	2.029	
5 set.	393.914	133.418	133.333	75	0	0	10	51	2.029	
12	393.631	131.334	131.310	22	0	0	2	51	2.029	
19	392.056	129.143	128.660	481	0	0	2	51	2.029	
26	391.457	135.669	135.655	14	0	0	0	75	2.029	
3 ott.	397.614	129.449	129.445	4	0	0	0	115	2.029	
10	397.974	132.750	132.685	63	0	0	2	136	2.029	
17	396.826	131.003	130.263	739	0	0	1	187	2.029	
24	395.434	127.802	127.788	13	0	0	1	187	2.029	
31	398.372	128.223	128.206	14	0	0	3	187	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	99	49	225	43.067	44.261	110.286		777.056	2003 6 giu.
0	415	79	347	43.381	44.261	110.952		801.670	13
0	1.922	68	287	43.811	44.261	110.891		791.707	20
0	796	87	244	44.146	44.262	111.327		813.568	27
0	16	88	253	44.099	43.781	116.929		802.107	4 lug.
0	7	44	259	44.476	43.781	117.402		797.996	11
0	10	48	327	44.530	43.782	117.016		795.274	18
0	702	47	289	46.632	43.782	116.455		828.475	25
0	25	57	212	46.937	43.782	116.511		802.942	1 ago.
0	14	61	235	47.092	43.788	116.526		812.583	8
0	16	12	236	47.182	43.762	115.175		798.392	15
0	1.671	14	318	47.908	43.763	114.823		800.214	22
0	25	34	346	48.499	43.763	115.140		814.810	29
0	7	27	357	49.344	43.763	115.100		809.501	5 set.
0	9	35	301	50.047	43.763	115.736		804.358	12
0	8	30	288	50.444	43.783	115.822		813.574	19
0	49	32	348	51.164	43.783	116.386		829.239	26
0	283	28	358	51.157	43.757	117.182		813.612	3 ott.
0	0	31	287	51.931	43.757	117.770		815.927	10
0	225	31	386	52.407	43.757	117.046		803.678	17
0	11	31	385	52.517	43.757	117.543		812.517	24
0	23	28	442	53.007	43.776	118.487		818.606	31

								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	
58.912	8.966	961	13.725	6.168	64.606	67.910	65.007	777.056	2003 6 giu.
55.148	9.020	959	15.216	6.168	64.640	67.910	65.008	801.670	13
48.390	10.583	952	14.626	6.168	65.686	67.910	65.009	791.707	20
72.975	8.738	1.002	16.047	6.168	65.455	67.910	65.011	813.568	27
57.937	8.810	916	16.418	5.997	65.784	62.226	64.981	802.107	4 lug.
52.121	8.696	911	17.859	5.997	65.990	62.226	64.982	797.996	11
45.723	8.880	882	16.745	5.997	67.068	62.226	64.983	795.274	18
70.574	9.317	874	16.629	5.997	66.906	62.226	64.985	828.475	25
56.814	9.076	888	16.250	5.997	66.580	62.226	64.986	802.942	1 ago.
55.558	9.032	846	15.781	5.997	66.410	62.226	64.987	812.583	8
48.668	9.409	835	14.812	5.997	65.205	62.226	64.989	798.392	15
48.778	9.319	836	14.927	5.997	64.768	62.226	64.991	800.214	22
66.934	9.419	835	16.539	5.997	64.325	62.226	64.992	814.810	29
57.005	9.659	805	15.029	5.997	64.375	62.226	64.993	809.501	5 set.
54.235	9.597	820	14.953	5.997	64.491	62.226	64.994	804.358	12
67.696	9.285	794	13.816	5.997	65.483	62.226	64.998	813.574	19
76.112	9.329	760	15.420	5.997	65.165	62.226	65.000	829.239	26
49.965	9.450	679	17.186	5.991	64.958	71.174	65.002	813.612	3 ott.
48.196	9.380	661	17.750	5.991	64.882	71.174	65.004	815.927	10
40.409	9.493	643	15.151	5.991	65.767	71.174	65.005	803.678	17
53.524	9.397	651	15.545	5.991	65.776	71.174	65.007	812.517	24
55.000	9.572	828	16.230	5.991	65.991	71.174	65.009	818.606	31



**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 <sup>1)</sup>	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 <sup>1</sup>	Variazione <sup>2</sup>	Livello <sup>3</sup>	Livello <sup>4</sup>	Variazione <sup>5</sup>	Livello <sup>6</sup>	Variazione <sup>7</sup>
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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 il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4 - 21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

**Tavola 1.3**
**Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1) 2)</sup>**
*(milioni di euro per le quantità; valori percentuali su base annua per i tassi di interesse)*
**1. Operazioni di rifinanziamento principali <sup>3)</sup>**

Data di regolamento	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni)
			Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
2003 4 giu.	72.372	72.372	-	2,50	2,50	2,50	14
9	145.751	129.000	-	2,00	2,09	2,11	16
18	111.215	62.000	-	2,00	2,12	2,12	14
25	166.404	150.000	-	2,00	2,10	2,12	14
2 lug.	111.698	56.000	-	2,00	2,10	2,11	14
9	130.689	101.000	-	2,00	2,08	2,10	14
9	67.965	43.000	-	2,00	2,09	2,10	7
16	147.621	98.000	-	2,00	2,08	2,09	14
23	141.573	134.000	-	2,00	2,06	2,08	14
30	114.569	73.000	-	2,00	2,06	2,07	14
6 ago.	174.505	144.000	-	2,00	2,05	2,06	14
13	118.015	61.000	-	2,00	2,05	2,06	14
20	192.891	144.000	-	2,00	2,06	2,06	14
27	121.927	75.000	-	2,00	2,08	2,08	14
3 set.	185.556	140.000	-	2,00	2,07	2,08	14
10	125.756	68.000	-	2,00	2,07	2,08	14
17	177.865	150.000	-	2,00	2,07	2,08	14
24	109.738	81.000	-	2,00	2,06	2,07	14
1 ott.	164.023	123.000	-	2,00	2,05	2,06	14
8	135.884	82.000	-	2,00	2,05	2,06	14
15	153.304	113.000	-	2,00	2,05	2,05	12
22	119.327	90.000	-	2,00	2,04	2,05	14
27	135.867	117.000	-	2,00	2,04	2,05	15
5 nov.	125.765	84.000	-	2,00	2,04	2,05	14

## 2. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Data di regolamento	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 6
			Tasso fisso 3	Tasso marginale <sup>4)</sup> 4	Tasso medio ponderato 5	
2001 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
26 giu.	28.694	15.000	-	2,11	2,12	91
31 lug.	25.416	15.000	-	2,08	2,10	91
28 ago.	35.940	15.000	-	2,12	2,13	91
25 set.	28.436	15.000	-	2,10	2,12	84
30 ott.	32.384	15.000	-	2,13	2,14	91

## 3. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni) 8
				Tasso fisso 4	Tasso minimo di offerta 5	Tasso marginale <sup>4)</sup> 6	Tasso medio ponderato 7	
2000 5 gen. <sup>5)</sup>	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 <sup>1) 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	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 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.	11.312,6	6.154,9	431,4	1.406,9	815,2	2.504,2
mag.	11.340,5	6.182,9	423,1	1.401,2	815,9	2.517,3
giu.	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9
lug.	11.394,7	6.176,0	417,8	1.430,0	800,8	2.570,1
ago.	11.408,0	6.184,3	404,3	1.442,5	787,6	2.589,3
set. <sup>6)</sup>	11.394,7	6.172,8	405,2	1.432,7	790,8	2.593,2

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 <sup>1)</sup>

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

Periodo di mantenimento terminante in:	Riserve dovute <sup>2)</sup>	Riserve effettive <sup>3)</sup>	Riserve in eccesso <sup>4)</sup>	Inadempienze <sup>5)</sup>	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
2002 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.	131,2	131,7	0,5	0,0	2,34
lug.	131,6	132,0	0,5	0,0	2,09
ago.	132,1	132,7	0,6	0,0	2,06
set.	131,3	131,8	0,5	0,0	2,07
ott.	131,2	131,8	0,5	0,0	2,05
nov. <sup>6)</sup>	131,0				

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>4)</sup>	Base monetaria <sup>5)</sup>
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) <sup>3)</sup>				
	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 <sup>2)</sup>				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002 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.	333,1	177,1	45,0	0,4	0,0	0,2	0,1	366,2	42,6	15,5	130,9	497,3
giu.	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
lug.	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2
ago.	315,8	213,4	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	391,6	51,5	-1,6	132,8	524,6
set.	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
ott. <sup>1)</sup>	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5

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 delle IFM dell'area dell'euro

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

#### 1. Attività: livelli

	Eurosistema												Totale
	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	IFM <sup>1)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Capitale fisso	Altre attività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2001	412,7	386,4	25,7	0,6	107,0	3,8	101,8	1,3	13,8	399,0	11,9	54,3	998,6
2002	416,2	391,3	24,2	0,6	94,5	7,6	86,0	0,8	13,2	374,8	11,9	132,3	1.042,8
2003 1° trim.	411,8	387,0	24,1	0,6	105,4	9,5	95,1	0,8	12,5	350,2	11,9	123,6	1.015,4
2003 apr.	369,6	344,9	24,1	0,6	107,7	9,6	97,3	0,8	13,0	341,5	12,0	128,3	972,1
mag.	444,7	420,0	24,0	0,7	113,1	10,4	101,6	1,0	12,2	334,0	11,9	131,0	1.046,9
giu.	469,3	445,0	23,7	0,6	114,2	10,0	103,1	1,1	12,4	335,2	12,0	131,5	1.074,6
lug.	437,3	412,9	23,7	0,7	115,3	9,6	104,6	1,1	12,5	337,9	12,2	133,4	1.048,5
ago.	437,4	413,0	23,7	0,7	117,4	10,0	106,4	1,0	12,5	354,1	12,2	130,1	1.063,7
set. <sup>(p)</sup>	462,5	438,1	23,7	0,6	121,6	10,1	110,4	1,1	12,4	341,8	12,3	138,4	1.089,0

#### 2. Passività: livelli

	Eurosistema										Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro	IFM <sup>1)</sup>	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	Obbligazioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Altre passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	285,9	391,9	342,4	35,1	14,4	4,6	209,8	35,6	70,8	998,6	
2002	392,9	328,4	283,3	29,5	15,6	3,6	165,9	32,9	119,1	1.042,8	
2003 1° trim.	365,4	345,8	279,0	50,7	16,2	2,7	149,5	28,7	123,3	1.015,4	
2003 apr.	378,7	292,1	233,2	42,0	16,9	2,7	144,9	27,7	126,1	972,1	
mag.	384,1	361,9	297,6	45,9	18,4	2,7	142,1	28,1	127,9	1.046,9	
giu.	391,4	379,4	307,9	52,6	18,9	2,6	143,1	29,8	128,3	1.074,6	
lug.	403,5	334,4	266,1	52,3	16,0	2,6	145,2	31,7	131,1	1.048,5	
ago.	404,1	335,8	270,3	49,7	15,8	2,6	157,9	32,7	130,6	1.063,7	
set. <sup>(p)</sup>	406,4	362,1	289,8	55,0	17,4	2,6	151,1	32,4	134,4	1.089,0	

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.

### 3. Attività: livelli

	IFM escluso l'Eurosistema													Totale
	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività			
	1	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	9	10	11	12	13		
2001	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	2.408,8	168,1	1.129,5	18.226,3
2002	11.611,3	4.017,8	812,6	6.780,9	2.671,2	1.170,0	1.135,0	366,2	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8	18.857,4
2003 1° tr.	11.732,8	4.074,2	804,8	6.853,8	2.830,2	1.234,3	1.210,0	385,9	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,7	19.183,6
2003 apr.	11.796,3	4.106,8	799,2	6.890,2	2.852,5	1.223,0	1.226,2	403,4	69,6	837,2	2.564,8	158,8	1.038,0	19.317,2
mag.	11.889,6	4.188,7	794,8	6.906,1	2.896,5	1.233,8	1.256,6	406,1	70,7	854,1	2.544,4	159,4	1.073,1	19.487,9
giu.	11.881,0	4.143,2	794,2	6.943,6	2.886,2	1.241,7	1.239,4	405,1	69,0	853,4	2.624,2	157,9	1.058,1	19.529,8
lug.	11.865,1	4.099,0	802,2	6.963,9	2.912,0	1.259,3	1.251,1	401,7	68,4	883,6	2.604,6	158,2	1.010,8	19.502,7
ago.	11.902,3	4.129,9	796,4	6.976,0	2.905,8	1.258,1	1.243,3	404,3	69,6	887,1	2.575,7	158,2	1.009,0	19.507,6
set. <sup>(p)</sup>	11.956,9	4.161,5	797,0	6.998,4	2.929,4	1.257,7	1.260,5	411,2	68,8	881,5	2.543,4	158,9	1.046,7	19.585,6

### 4. Passività: livelli

	IFM escluso l'Eurosistema										Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro	IFM	Amministrazione centrale	Altre Amministrazioni pubbliche /altri residenti	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Obbligazioni <sup>1)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	0,0	9.696,6	3.829,6	103,9	5.763,1	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9	18.226,3
2002	0,0	10.197,4	4.136,5	106,9	5.954,1	532,9	2.992,7	1.108,7	2.593,9	1.431,7	18.857,4
2003 1° tr.	0,0	10.316,8	4.198,7	125,5	5.992,6	617,6	3.045,6	1.115,8	2.665,4	1.422,4	19.183,6
2003 apr.	0,0	10.348,5	4.200,8	117,8	6.029,9	632,6	3.064,4	1.116,9	2.687,4	1.467,4	19.317,2
mag.	0,0	10.515,2	4.310,1	124,2	6.080,8	641,9	3.062,5	1.120,5	2.625,4	1.522,5	19.487,9
giu.	0,0	10.540,5	4.300,1	147,6	6.092,7	640,0	3.083,1	1.126,4	2.641,7	1.498,1	19.529,8
lug.	0,0	10.497,1	4.255,7	120,7	6.120,7	653,9	3.116,0	1.132,9	2.649,5	1.453,2	19.502,7
ago.	0,0	10.509,2	4.272,1	112,8	6.124,3	657,3	3.126,9	1.135,4	2.647,1	1.431,8	19.507,6
set. <sup>(p)</sup>	0,0	10.568,5	4.313,3	128,8	6.126,4	646,3	3.126,7	1.136,9	2.610,5	1.496,7	19.585,6

Fonte: BCE.

1) 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 2.2

## Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

## 1. Attività: consistenze di fine periodo

	Totale										
	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Capitale fisso	Altre attività	11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	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	7.618,3	836,8	6.781,5	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.840,3	179,5	1.132,2	13.931,0
2003 1° trim.	7.683,3	828,9	6.854,4	1.691,8	1.305,1	386,7	565,3	2.895,2	172,7	1.115,1	14.123,4
2003 apr.	7.714,1	823,3	6.890,9	1.727,7	1.323,5	404,2	584,2	2.906,3	170,8	1.123,8	14.227,0
mag.	7.725,7	818,9	6.906,8	1.765,2	1.358,2	407,1	596,2	2.878,4	171,3	1.163,8	14.300,6
giu.	7.762,1	817,9	6.944,2	1.748,7	1.342,5	406,2	592,9	2.959,3	169,9	1.149,2	14.382,1
lug.	7.790,5	825,9	6.964,6	1.758,5	1.355,7	402,8	615,4	2.942,5	170,4	1.102,1	14.379,5
ago.	7.796,7	820,0	6.976,7	1.755,1	1.349,8	405,4	619,4	2.929,8	170,4	1.097,7	14.369,1
set. <sup>(p)</sup>	7.819,7	820,7	6.999,0	1.783,2	1.370,9	412,3	616,4	2.885,3	171,1	1.143,6	14.419,3

## 2. Passività: consistenze di fine periodo

	Totale									
	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>2)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2001	239,7	139,0	5.777,6	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5	13.576,7
2002	341,2	136,4	5.969,6	470,6	1.818,6	1.006,4	2.626,7	1.550,8	10,7	13.931,0
2003 1° trim.	327,2	176,2	6.008,7	550,8	1.804,5	999,8	2.694,1	1.545,7	16,5	14.123,4
2003 apr.	336,3	159,7	6.046,8	563,0	1.834,5	995,8	2.715,1	1.593,5	-17,7	14.227,0
mag.	343,8	170,1	6.099,2	571,1	1.821,0	992,6	2.653,4	1.650,4	-1,0	14.300,6
giu.	351,0	200,3	6.111,7	571,0	1.833,9	996,5	2.671,6	1.626,4	19,7	14.382,1
lug.	361,5	173,0	6.136,7	585,5	1.849,7	997,5	2.681,2	1.584,3	10,0	14.379,5
ago.	362,7	162,5	6.140,1	587,7	1.861,5	1.013,1	2.679,8	1.562,4	-0,6	14.369,1
set. <sup>(p)</sup>	364,9	183,8	6.143,8	577,5	1.861,6	1.010,5	2.642,9	1.631,1	3,4	14.419,3

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) 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 2.2 (segue)

### Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati; transazioni nel periodo)

#### 3. Attività: flussi <sup>1)</sup>

							Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>	Capitale fisso	Altre attività	Totale
	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,6	906,6
2002	299,1	-9,8	308,9	75,9	45,7	30,2	5,5	246,5	-1,3	-20,6	605,2
2003 1° trim.	87,3	-0,3	87,6	63,0	46,4	16,6	-1,0	90,7	-3,6	-17,0	220,0
2003 apr.	38,6	-5,4	44,0	33,4	21,0	12,4	15,3	40,0	-1,9	4,8	130,2
mag.	24,3	-4,0	28,4	33,9	30,7	3,2	11,0	41,8	0,5	39,2	150,9
giu.	35,3	0,8	34,5	-15,4	-13,9	-1,5	-5,1	40,3	-1,1	-11,7	42,3
lug.	27,9	7,9	20,0	10,4	12,8	-2,4	-3,1	-33,4	0,4	-49,8	-47,5
ago.	-0,1	-6,1	6,0	-3,2	-5,1	1,8	3,1	-70,7	0,0	-6,4	-77,4
set. <sup>(p)</sup>	33,6	1,0	32,5	31,2	23,2	8,0	-4,1	27,1	0,7	45,9	134,4

#### 4. Passività: flussi <sup>1)</sup>

							Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	81,2	338,4	79,9	-33,5	906,6	
2002	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,3	39,2	75,6	-35,0	32,6	605,2	
2003 1° trim.	7,7	32,8	48,2	35,7	24,9	1,4	59,8	-4,4	13,8	220,0	
2003 apr.	9,1	-16,5	41,6	11,8	30,0	0,3	44,1	43,2	-33,5	130,2	
mag.	7,4	10,4	60,8	8,8	2,4	-6,5	1,1	52,2	14,4	150,9	
giu.	7,3	30,2	7,6	-0,9	4,3	6,9	-19,1	-16,7	22,5	42,3	
lug.	11,1	-24,6	-8,6	10,3	14,4	8,9	6,4	-57,6	-7,8	-47,5	
ago.	1,2	-10,5	-2,2	2,1	0,7	7,7	-39,3	-26,9	-10,2	-77,4	
set. <sup>(p)</sup>	2,2	21,3	11,3	-8,2	18,5	3,4	16,6	66,1	3,2	134,4	

Fonte: BCE.

- 1) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.
- 2) 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.
- 3) 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

### Aggregati monetari <sup>1)</sup> e loro contropartite (dati non destagionalizzati)

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

#### 1. Consistenze

	M3					Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero
	M2			M3-M2	Totale					
	M1	M2-M1	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	2.207,9	2.459,8	4.667,7	762,4	5.430,2	3.893,8	2.026,9	7.424,4	6.519,3	84,7
2002	2.425,5	2.537,9	4.963,5	825,1	5.788,6	3.991,1	2.057,8	7.721,2	6.781,5	213,6
2003 1° trim.	2.396,9	2.587,1	4.984,0	874,2	5.858,2	4.009,8	2.134,0	7.806,5	6.854,4	201,1
2003 apr.	2.425,7	2.604,3	5.030,0	917,4	5.947,4	4.005,6	2.146,8	7.879,3	6.890,9	191,3
mag.	2.458,7	2.626,7	5.085,3	907,5	5.992,8	4.011,1	2.177,0	7.910,1	6.906,8	225,0
giu.	2.501,5	2.604,8	5.106,3	883,5	5.989,8	4.037,3	2.160,4	7.943,3	6.944,2	287,8
lug.	2.481,4	2.618,0	5.099,3	896,8	5.996,2	4.064,6	2.181,6	7.982,9	6.964,6	261,3
ago.	2.468,6	2.632,0	5.100,6	893,7	5.994,3	4.101,6	2.169,8	8.001,5	6.976,7	250,0
set. <sup>4)</sup>	2.510,4	2.601,2	5.111,6	877,9	5.989,5	4.098,8	2.191,6	8.027,8	6.999,0	242,4

#### 2. Flussi <sup>2)</sup>

	M3					Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero
	M2			M3-M2	Totale					
	M1	M2-M1	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	106,8	162,2	269,1	114,0	383,0	178,4	0,9	465,9	373,2	-7,3
2002	215,1	88,1	303,2	66,7	369,9	188,5	35,9	344,6	308,9	171,0
2003 1° trim.	-4,6	51,4	46,7	37,8	84,5	37,2	46,1	103,2	87,6	30,9
2003 apr.	30,1	18,9	49,0	38,6	87,5	4,8	15,6	71,7	44,0	-4,1
mag.	36,0	26,5	62,5	-7,9	54,6	18,0	26,7	42,6	28,4	40,8
giu.	54,3	-24,2	30,1	-24,2	5,8	19,3	-13,0	27,9	34,5	59,4
lug.	-18,4	12,8	-5,6	10,8	5,2	31,4	20,7	14,5	20,0	-39,8
ago.	-14,9	11,7	-3,2	-3,2	-6,4	16,9	-11,2	11,0	6,0	-31,4
set. <sup>4)</sup>	45,1	-28,5	16,6	-13,4	3,2	23,3	24,2	36,5	32,5	10,5

#### 3. Variazioni percentuali <sup>3)</sup>

	M3					Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>4)</sup>
	M2			M3-M2	Totale					
	M1	M2-M1	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	5,1	7,1	6,1	17,7	7,6	4,8	0,0	6,7	6,1	-7,3
2002	9,8	3,6	6,5	8,8	6,8	4,9	1,8	4,7	4,7	171,0
2003 1° trim.	11,6	4,5	7,8	8,1	7,8	4,3	1,8	4,8	4,7	228,9
2003 apr.	10,9	5,3	8,0	12,4	8,6	4,6	3,4	5,1	4,7	227,8
mag.	11,9	5,8	8,7	8,6	8,7	4,4	4,4	5,2	4,7	229,6
giu.	11,3	5,5	8,3	8,5	8,3	5,0	3,7	5,1	4,6	247,8
lug.	11,6	5,7	8,5	9,4	8,6	5,1	4,9	5,6	4,9	206,5
ago.	12,3	5,3	8,6	6,3	8,2	5,2	5,0	5,6	5,0	160,9
set. <sup>4)</sup>	11,2	5,1	8,0	4,3	7,4	5,2	5,5	5,5	4,9	153,2

Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali. M1 è la somma delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista; M2 è la somma di M1, dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi; M3 è la somma di M2, dei pronti contro termine, delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni.
- 2) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 3) Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.
- 4) Somma dei 12 flussi mensili che hanno termine nel periodo indicato.

#### 4. Consistenze

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	239,7	1.968,2	1.088,8	1.371,0	218,5	398,0	145,9	1.613,6	115,8	1.169,1	995,2
2002	341,2	2.084,4	1.075,5	1.462,4	226,9	470,6	127,7	1.689,7	105,8	1.189,2	1.006,4
2003 1° trim.	327,2	2.069,7	1.073,2	1.513,9	224,0	550,8	99,4	1.704,2	100,9	1.205,0	999,8
2003 apr.	336,3	2.089,4	1.081,9	1.522,4	230,5	563,0	124,0	1.709,7	98,3	1.201,7	995,8
mag.	343,8	2.114,9	1.096,9	1.529,8	231,4	571,1	105,0	1.714,2	96,9	1.207,5	992,6
giu.	351,0	2.150,5	1.060,0	1.544,8	214,9	571,0	97,6	1.734,5	95,4	1.211,0	996,5
lug.	361,5	2.119,9	1.063,4	1.554,6	220,1	585,5	91,2	1.756,7	93,3	1.217,1	997,5
ago.	362,7	2.105,9	1.069,3	1.562,7	217,1	587,7	88,9	1.771,0	91,7	1.225,9	1.013,1
set. <sup>(p)</sup>	364,9	2.145,5	1.037,3	1.563,9	211,7	577,5	88,7	1.771,3	91,1	1.225,8	1.010,5

#### 5. Flussi <sup>2)</sup>

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-116,4	223,2	64,3	98,0	25,2	90,9	-2,1	110,2	-10,8	-2,2	81,2
2002	101,4	113,6	-2,8	90,9	9,6	70,1	-13,0	118,4	-10,0	41,0	39,2
2003 1° trim.	7,7	-12,3	-0,4	51,7	5,8	35,7	-3,7	28,9	-4,9	11,8	1,4
2003 apr.	9,1	21,0	10,2	8,7	6,4	11,8	20,3	9,8	-2,6	-2,8	0,3
mag.	7,4	28,6	18,8	7,7	1,0	8,8	-17,7	19,0	-1,3	6,9	-6,5
giu.	7,3	47,0	-39,0	14,8	-16,5	-0,9	-6,9	11,2	-1,6	2,8	6,9
lug.	11,1	-29,5	3,1	9,8	5,5	10,3	-5,0	19,4	-2,1	5,2	8,9
ago.	1,2	-16,1	3,7	8,0	-3,0	2,1	-2,3	3,2	-1,6	7,6	7,7
set. <sup>(p)</sup>	2,2	43,0	-29,9	1,5	-4,3	-8,2	-0,9	19,5	-0,6	0,9	3,4

#### 6. Variazioni percentuali <sup>3)</sup>

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-32,7	12,8	6,3	7,7	13,0	29,1	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002	42,3	5,8	-0,3	6,6	4,4	17,6	-9,3	7,4	-8,7	3,5	4,0
2003 1° trim.	37,6	8,2	-0,4	8,4	1,8	16,4	-11,3	6,7	-8,2	3,8	2,4
2003 apr.	37,4	7,4	0,0	9,5	5,4	16,8	9,6	7,2	-8,9	3,6	3,0
mag.	34,2	8,8	0,7	9,9	2,8	17,5	-12,4	7,1	-9,2	3,8	1,9
giu.	31,4	8,5	-1,0	10,4	-2,0	19,3	-13,7	7,2	-10,5	3,8	4,4
lug.	30,6	8,8	-1,1	10,9	0,8	18,2	-12,4	7,5	-12,5	4,1	4,3
ago.	29,0	9,8	-2,0	11,0	-3,8	15,5	-15,4	7,5	-14,1	4,6	4,1
set. <sup>(p)</sup>	27,4	8,8	-2,6	10,9	-6,7	14,6	-18,6	7,9	-15,0	4,6	3,5

Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali. M1 è la somma delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista; M2 è la somma di M1, dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi; M3 è la somma di M2, dei pronti contro termine, delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni.
- 2) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 3) Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

**Tavola 2.3 (segue)**
**Aggregati monetari <sup>1)</sup> e loro contropartite (dati destagionalizzati)**
*(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo per i flussi)*
**7. Consistenze**

	M3					Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero
	M2			M3-M2	Totale					
	M1	M2-M1	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	2.151,7	2.450,4	4.602,2	789,2	5.391,3	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	48,8
2002	2.367,1	2.530,5	4.897,7	853,7	5.751,4	3.994,3	2.073,3	7.724,2	6.780,9	176,9
2003 1° trim.	2.407,6	2.575,7	4.983,3	856,5	5.839,8	4.002,3	2.120,9	7.786,8	6.846,9	228,3
2003 apr.	2.426,5	2.592,1	5.018,5	899,2	5.917,8	4.006,6	2.137,3	7.845,8	6.871,3	238,4
mag.	2.445,8	2.608,5	5.054,3	885,9	5.940,2	4.013,7	2.159,2	7.873,5	6.893,3	266,8
giu.	2.450,3	2.618,1	5.068,4	888,3	5.956,7	4.028,3	2.143,2	7.912,1	6.913,5	288,5
lug.	2.473,9	2.628,7	5.102,6	905,6	6.008,2	4.061,5	2.183,4	7.979,5	6.954,9	264,6
ago.	2.504,2	2.631,2	5.135,3	893,0	6.028,4	4.107,6	2.184,6	8.033,9	7.004,6	243,6
set. <sup>(p)</sup>	2.516,2	2.629,3	5.145,4	887,2	6.032,6	4.100,9	2.202,1	8.051,9	7.009,3	220,8

**8. Flussi <sup>2)</sup>**

	M3					Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero
	M2			M3-M2	Totale					
	M1	M2-M1	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	109,7	165,4	275,0	118,3	393,4	178,2	2,5	467,0	377,4	-9,0
2002	213,0	90,0	303,1	68,6	371,7	188,1	37,7	346,6	312,9	170,3
2003 1° trim.	64,6	47,3	112,0	-8,5	103,5	26,5	17,0	80,5	80,7	94,8
2003 apr.	20,1	18,1	38,2	38,1	76,3	13,4	19,2	58,0	32,0	15,8
mag.	22,4	20,6	43,0	-11,5	31,5	19,5	18,5	39,4	34,4	35,5
giu.	15,7	7,2	22,9	2,2	25,1	7,8	-12,4	33,3	17,3	18,2
lug.	25,3	10,3	35,6	14,8	50,3	37,3	39,8	42,2	41,0	-37,2
ago.	28,1	0,2	28,3	-12,7	15,5	26,0	1,7	46,7	43,6	-41,2
set. <sup>(p)</sup>	15,3	0,4	15,7	-3,4	12,3	19,4	19,9	28,2	14,9	-4,6

**9. Variazioni percentuali <sup>3)</sup>**

	M3						Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>4)</sup>
	M2			M3-M2	Totale	Media mobile centrata di tre mesi					
	M1	M2-M1	Totale								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001	5,4	7,2	6,4	17,5	7,9	-	4,8	0,1	6,7	6,1	-9,0
2002	9,9	3,7	6,6	8,7	6,9	-	4,9	1,8	4,7	4,8	170,3
2003 1° trim.	11,8	4,7	8,0	8,0	8,0	-	4,3	1,7	4,8	4,7	229,3
2003 apr.	11,2	5,2	8,0	12,4	8,6	8,4	4,6	3,4	5,1	4,7	228,0
mag.	11,4	5,8	8,5	8,7	8,5	8,5	4,4	4,3	5,2	4,6	228,9
giu.	11,4	5,6	8,3	8,7	8,4	8,5	5,0	3,7	5,2	4,6	248,5
lug.	11,5	5,7	8,5	9,5	8,6	8,4	5,2	4,9	5,6	4,9	209,0
ago.	11,8	5,5	8,5	6,3	8,2	8,1	5,2	5,1	5,6	5,0	161,1
set. <sup>(p)</sup>	11,3	5,1	8,0	4,3	7,4	.	5,2	5,5	5,5	4,9	154,1

Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali. M1 è la somma delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista; M2 è la somma di M1, dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi; M3 è la somma di M2, dei pronti contro termine, delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni.
- 2) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 3) Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.
- 4) Somma dei 12 flussi mensili che hanno termine nel periodo indicato.

## 10. Consistenze

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	233,4	1.918,3	1.090,1	1.360,3	231,4	411,9	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.034,1	1.079,6	1.451,0	240,1	485,9	127,7	1.697,3	103,8	1.186,8	1.006,4
2003 1° trim.	331,9	2.075,7	1.072,1	1.503,6	209,9	547,2	99,4	1.703,0	100,3	1.200,9	998,0
2003 apr.	338,0	2.088,5	1.076,5	1.515,5	221,4	553,8	124,0	1.708,5	98,9	1.200,9	998,2
mag.	342,0	2.103,8	1.081,3	1.527,2	219,0	561,8	105,0	1.711,6	97,9	1.205,3	998,8
giu.	347,1	2.103,2	1.073,9	1.544,1	218,7	572,0	97,6	1.731,0	96,4	1.209,0	991,9
lug.	355,2	2.118,7	1.067,2	1.561,5	227,0	587,4	91,2	1.754,8	94,2	1.218,2	994,2
ago.	359,6	2.144,5	1.057,5	1.573,7	221,7	582,4	88,9	1.774,3	92,3	1.226,7	1.014,4
set. <sup>(p)</sup>	366,9	2.149,3	1.050,2	1.579,1	215,6	582,9	88,7	1.772,8	91,1	1.229,2	1.007,9

## 11. Flussi <sup>2)</sup>

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-112,5	222,1	69,4	96,0	26,8	93,7	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	81,3
2002	99,6	113,4	-0,1	90,1	9,9	71,7	-13,0	118,1	-9,9	40,9	39,0
2003 1° trim.	20,9	43,7	-5,5	52,9	-21,6	16,8	-3,7	20,2	-3,5	10,1	-0,3
2003 apr.	6,1	14,1	6,0	12,0	11,7	6,2	20,3	9,8	-1,4	0,5	4,6
mag.	4,0	18,4	8,6	12,0	-2,4	8,6	-17,7	17,6	-1,0	5,5	-2,7
giu.	5,1	10,6	-9,6	16,8	-0,4	9,5	-6,9	10,3	-1,6	3,0	-3,9
lug.	8,7	16,6	-7,1	17,3	8,6	11,1	-5,0	21,0	-2,2	8,3	10,1
ago.	4,4	23,7	-11,8	12,0	-5,4	-5,0	-2,3	8,4	-1,9	7,3	12,3
set. <sup>(p)</sup>	7,3	8,1	-5,3	5,7	-5,0	2,5	-0,9	17,6	-1,2	3,5	-0,5

## 12. Variazioni percentuali <sup>3)</sup>

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	-32,4	13,1	6,8	7,6	12,5	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002	42,7	5,9	0,0	6,6	4,3	17,3	-9,3	7,3	-8,7	3,5	4,0
2003 1° trim.	39,7	8,1	0,0	8,3	1,1	16,4	-11,3	6,7	-8,1	3,8	2,4
2003 apr.	37,4	7,7	-0,4	9,6	5,3	16,9	9,6	7,2	-8,9	3,6	3,0
mag.	34,3	8,3	0,8	9,7	2,5	17,7	-12,4	7,1	-9,2	3,8	2,0
giu.	31,9	8,5	-0,6	10,3	-1,4	19,4	-13,7	7,2	-10,5	3,8	4,4
lug.	30,3	8,8	-1,1	11,0	1,2	18,3	-12,4	7,5	-12,5	4,1	4,3
ago.	28,8	9,4	-2,0	11,2	-3,1	15,5	-15,4	7,6	-14,2	4,6	4,2
set. <sup>(p)</sup>	27,8	8,8	-2,6	10,9	-6,7	14,6	-18,6	8,0	-15,1	4,6	3,5

Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali. M1 è la somma delle banconote e monete in circolazione e dei depositi a vista; M2 è la somma di M1, dei depositi con durata prestabilita fino a due anni e dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi; M3 è la somma di M2, dei pronti contro termine, delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni.
- 2) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 3) Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

Tavola 2.4

Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1)</sup>

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

## 1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie: consistenze

	Società e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	34,9	24,8	434,4	276,0	1.019,0	489,8	1.394,5	2.903,3
2002	33,0	19,7	453,9	288,0	980,8	514,3	1.477,2	2.972,3
2003 1° trim.	42,4	30,0	470,2	301,0	991,2	512,7	1.487,3	2.991,1
2003 apr.	46,3	33,5	480,7	308,1	992,1	513,4	1.494,5	3.000,0
mag.	46,2	33,3	484,4	309,7	983,6	509,8	1.502,0	2.995,3
giu.	44,8	31,3	477,9	304,4	998,7	508,3	1.508,3	3.015,3
giu.	48,7	32,8	471,6	292,7	985,9	514,3	1.514,6	3.014,8
ago.	44,1	28,2	468,2	289,4	980,7	519,7	1.523,1	3.023,5
set. <sup>3)</sup>	44,5	28,3	476,3	294,4	972,8	523,7	1.524,1	3.020,6

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie: flussi <sup>3)</sup>

	Società e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	3,6	3,0	46,4	27,7	18,4	55,6	93,6	167,7
2002	-4,4	-5,3	25,5	18,2	-25,9	31,0	94,7	99,8
2003 1° trim.	11,3	10,3	9,0	5,1	13,1	2,3	16,6	32,1
2003 apr.	4,0	3,6	11,7	7,9	2,4	1,4	9,6	13,4
mag.	0,0	-0,1	6,6	3,5	-5,7	-2,8	10,9	2,3
giu.	-1,4	-2,0	-8,1	-6,3	14,9	-1,6	5,5	18,8
giu.	3,9	1,5	-6,9	-12,3	-12,4	5,8	6,2	-0,4
ago.	-4,8	-4,6	-5,4	-4,5	-6,4	4,8	6,9	5,3
set. <sup>3)</sup>	0,6	0,2	12,0	7,5	-6,3	4,6	3,8	2,0

3. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie: variazioni percentuali <sup>4)</sup>

	Società e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	11,3	13,6	11,8	11,0	2,0	12,8	7,2	6,2
2002	-11,1	-21,2	5,9	6,6	-2,6	6,3	6,8	3,4
2003 1° trim.	7,2	5,3	1,9	-2,2	-1,0	5,8	6,5	3,7
2° trim.	4,7	2,9	3,7	0,0	0,3	2,4	6,3	3,6
3° trim. <sup>3)</sup>	10,6	-5,6	5,6	2,1	-0,9	5,4	6,3	3,7

Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include, ad esempio, i fondi di investimento.

3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

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

#### 4. Prestiti alle famiglie: consistenze

	Famiglie <sup>2)</sup>												
	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				Totale
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	102,5	170,4	224,2	497,1	22,7	61,0	1.937,0	2.020,6	152,8	105,3	370,3	628,3	3.146,1
2002	105,1	178,3	237,0	520,4	25,8	66,5	2.085,8	2.178,0	154,0	99,7	369,7	623,4	3.321,8
2003 1° trim.	111,2	176,1	208,1	495,4	16,2	68,4	2.124,0	2.208,5	145,2	94,9	406,1	646,2	3.350,1
2003 apr.	110,9	177,7	206,9	495,5	15,9	68,7	2.134,1	2.218,7	144,6	95,3	409,1	649,0	3.363,2
mag.	110,3	179,3	206,0	495,5	16,1	68,8	2.149,9	2.234,9	142,9	94,8	412,1	649,8	3.380,3
giu.	114,9	179,2	209,6	503,7	16,6	68,5	2.166,2	2.251,3	145,2	92,7	412,8	650,6	3.405,6
lug.	112,6	180,3	211,7	504,6	16,3	69,3	2.188,0	2.273,5	141,3	93,2	416,1	650,6	3.428,7
ago.	108,2	178,1	202,0	488,3	16,5	69,6	2.203,1	2.289,2	141,7	94,1	426,9	662,7	3.440,2
set. <sup>(p)</sup>	109,3	177,7	189,4	476,5	16,8	70,1	2.214,8	2.301,7	145,6	95,5	437,7	678,8	3.457,0

#### 5. Prestiti alle famiglie: flussi <sup>3)</sup>

	Famiglie <sup>2)</sup>												
	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				Totale
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	-0,4	3,1	12,5	15,2	0,3	-1,8	132,1	130,7	-2,0	3,0	8,8	9,8	155,7
2002	6,0	4,1	11,7	21,8	3,1	3,9	147,4	154,4	-1,7	2,2	8,1	8,6	184,8
2003 1° trim.	6,1	-3,7	-8,0	-5,6	-9,5	2,0	38,3	30,8	-6,4	-2,2	18,5	9,9	35,2
2003 apr.	0,6	1,9	-0,2	2,4	-0,3	0,4	10,7	10,8	-1,1	0,3	2,5	1,8	14,9
mag.	-0,7	1,6	-0,2	0,7	0,3	0,2	16,7	17,2	-1,4	-0,1	3,0	1,5	19,4
giu.	1,9	1,4	2,2	5,5	0,4	-1,1	18,6	18,0	5,1	-3,1	-0,2	1,8	25,3
lug.	-2,4	1,5	3,0	2,1	-0,3	0,8	21,4	21,9	-3,3	0,2	2,5	-0,7	23,3
ago.	-1,2	-0,9	-1,6	-3,7	0,2	0,3	14,6	15,2	-2,9	-0,4	2,8	-0,5	11,0
set. <sup>(p)</sup>	2,0	1,0	-2,2	0,9	0,3	0,5	13,1	13,9	3,2	0,1	-0,1	3,1	17,9

#### 6. Prestiti alle famiglie: variazioni percentuali <sup>4)</sup>

	Famiglie <sup>2)</sup>												
	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				Totale
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	-0,6	1,9	5,9	3,1	1,5	-2,8	7,3	6,9	-1,3	2,9	2,4	1,6	5,2
2002	5,8	2,4	5,2	4,4	13,7	6,4	7,6	7,6	-1,1	2,2	2,2	1,4	5,9
2003 1° trim.	16,8	-0,4	0,6	3,4	-29,4	10,2	7,5	7,1	-4,2	0,1	7,7	3,5	5,9
2° trim.	15,5	2,0	-0,1	3,7	-29,3	9,4	7,4	7,0	-6,9	-5,5	8,0	2,0	5,5
3° trim. <sup>(p)</sup>	11,9	2,8	-2,0	2,4	-30,8	12,0	7,7	7,4	-5,0	-4,3	8,2	3,0	5,8

Fonte: BCE.

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

2) Comprende le famiglie (S14) e le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).

3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

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

Tavola 2.4 (segue)

Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1)</sup>

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

## 7. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro: consistenze

	Amministrazioni Pubbliche				Totale	Prestiti ai non residenti				Totale	
	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche				Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari				Totale
		Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	146,0	298,3	362,9	14,8	822,0	1.095,6	69,9	538,8	608,7	1.704,3	
2002	132,3	277,7	382,8	19,7	812,6	1.146,2	64,6	519,3	583,9	1.730,1	
2003 1° trim.	134,3	267,2	379,0	23,9	804,8	1.173,0	59,0	535,0	594,0	1.767,0	
2° trim. <sup>(p)</sup>	127,7	263,5	379,3	24,7	795,8	1.239,6	59,5	534,5	594,0	1.833,6	

8. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro: flussi <sup>3)</sup>

	Amministrazioni pubbliche				Totale	Prestiti ai non residenti				Totale	
	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni Pubbliche				Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari				Totale
		Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-18,3	1,1	9,9	1,3	-6,2	139,7	4,3	80,2	84,5	224,2	
2002	-12,2	-21,1	19,9	4,9	-8,3	134,4	-1,2	35,6	34,4	168,8	
2003 1° trim.	0,6	-10,2	4,8	4,1	-0,2	43,8	-5,5	28,5	23,0	66,8	
2° trim. <sup>(p)</sup>	-6,1	-3,7	0,2	0,9	-8,6	90,5	0,6	15,4	16,0	106,5	

9. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro: variazioni percentuali <sup>4)</sup>

	Amministrazioni pubbliche				Totale	Prestiti ai non residenti				Totale	
	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni Pubbliche				Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari				Totale
		Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-11,2	0,4	2,8	9,7	-0,8	14,8	6,2	17,8	16,2	15,4	
2002	-8,4	-7,1	5,5	33,2	-1,0	12,8	-1,9	6,7	5,7	10,3	
2003 1° trim.	-13,9	-9,2	7,1	60,2	-1,6	20,6	-13,9	9,9	7,1	15,6	
2° trim. <sup>(p)</sup>	-8,3	-6,3	5,8	37,4	-0,1	23,9	-7,9	9,7	7,7	18,1	

Fonte: BCE.

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

2) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

3) Calcolati dalle variazioni trimestrali nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

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

Tavola 2.5

Scomposizione dei depositi presso le IFM<sup>1)</sup>

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

## 1. Depositi degli intermediari finanziari: consistenze

	Società di assicurazione e fondi pensione					Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>				
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	48,0	427,5	3,4	16,4	495,4	156,5	217,3	5,2	85,3	464,5
2002	55,9	445,6	3,5	17,9	522,8	152,6	237,3	6,6	97,1	493,6
2003 1° trim.	59,6	454,0	3,7	18,3	535,6	165,3	250,6	8,2	99,6	523,8
2003 apr.	55,8	457,2	3,3	21,2	537,5	164,4	259,4	8,8	103,8	536,5
mag.	56,0	458,4	3,2	22,5	540,0	173,9	269,2	9,4	102,6	555,1
giu.	62,2	450,2	3,0	22,3	537,6	176,5	259,1	9,6	98,0	543,2
lug.	53,7	458,0	3,1	20,8	535,7	167,2	256,3	9,6	104,7	537,8
ago.	49,6	463,1	3,2	19,0	534,8	163,7	257,5	9,0	104,9	535,1
set. <sup>(p)</sup>	55,8	454,9	3,0	18,5	532,2	173,6	252,6	9,4	103,4	538,9

2. Depositi degli intermediari finanziari: flussi<sup>3)</sup>

	Società di assicurazione e fondi pensione					Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>				
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	7,6	9,0	0,3	-1,1	15,8	3,6	1,8	0,6	10,3	16,2
2002	7,9	18,0	0,1	1,4	27,3	-4,7	18,8	-0,2	12,8	26,6
2003 1° trim.	3,9	7,8	0,2	0,5	12,3	13,4	13,5	1,7	11,0	39,6
2003 apr.	-3,8	2,9	-0,3	2,9	1,7	-0,4	9,4	0,6	4,2	13,9
mag.	0,3	1,6	0,1	1,3	3,3	10,5	11,3	0,6	-1,2	21,4
giu.	6,2	-8,4	-0,2	-0,3	-2,7	2,0	-11,0	0,2	-4,7	-13,5
lug.	-8,5	7,6	0,2	-1,5	-2,3	-9,4	-2,8	0,0	7,0	-5,3
ago.	-4,3	4,1	0,1	-2,0	-2,1	-4,6	0,2	-0,7	0,1	-4,9
set. <sup>(p)</sup>	6,2	-8,0	-0,2	-0,4	-2,4	11,1	-4,9	0,5	-1,7	5,0

3. Depositi degli intermediari finanziari: variazioni percentuali<sup>4)</sup>

	Società di assicurazione e fondi pensione					Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>				
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	18,7	2,2	8,6	-5,1	3,3	2,3	0,6	13,6	14,0	3,7
2002	16,4	4,2	1,9	8,5	5,5	-3,0	8,8	-9,0	14,9	5,7
2003 1° trim.	36,3	4,7	-8,0	3,3	7,4	5,5	10,1	-0,2	17,7	10,0
2° trim.	29,2	3,9	-10,8	17,4	6,7	9,1	13,7	78,3	16,3	13,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	11,6	3,5	-15,3	27,3	4,8	11,6	9,8	70,5	8,6	10,7

Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include, ad esempio, i fondi di investimento.

3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

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



## Tavola 2.5 (segue)

### Scomposizione dei depositi presso le IFM<sup>1)</sup>

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

#### 4. Depositi di società non finanziarie e famiglie: consistenze

	Società non finanziarie					Famiglie <sup>2)</sup>				
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	575,3	335,2	27,5	36,2	974,2	1.042,4	1.194,6	1.365,7	76,6	3.679,3
2002	595,4	329,0	30,5	34,7	989,6	1.116,7	1.180,8	1.435,9	74,7	3.808,0
2003 1° trim.	560,1	333,6	34,4	32,3	960,4	1.124,7	1.166,7	1.472,2	70,6	3.834,3
2003 apr.	567,8	334,6	34,8	31,9	969,1	1.138,5	1.161,7	1.477,7	70,1	3.848,1
mag.	574,2	343,0	35,6	34,1	986,9	1.147,1	1.157,7	1.480,9	68,6	3.854,2
giu.	593,6	341,0	36,7	29,8	1.001,1	1.164,8	1.148,1	1.492,7	61,9	3.867,6
lug.	584,0	347,2	36,8	28,6	996,6	1.200,2	1.147,1	1.499,4	62,5	3.909,3
ago.	580,6	357,3	37,3	29,3	1.004,6	1.199,1	1.146,5	1.504,8	61,1	3.911,6
set. <sup>(p)</sup>	603,3	347,0	38,2	29,4	1.017,9	1.199,8	1.141,5	1.504,0	56,8	3.902,1

#### 5. Depositi di società non finanziarie e famiglie: flussi<sup>3)</sup>

	Società non finanziarie					Famiglie <sup>2)</sup>				
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	69,6	10,3	2,6	7,4	89,9	132,8	45,3	73,5	7,0	258,5
2002	28,8	22,3	4,1	-1,3	53,9	63,8	-9,3	69,8	-1,9	122,3
2003 1° trim.	-34,3	5,6	4,0	-2,4	-27,1	8,6	-16,7	36,5	-4,1	24,3
2003 apr.	8,3	2,1	0,4	-0,4	10,4	14,0	-4,5	5,5	-0,4	14,6
mag.	7,7	10,1	0,5	2,3	20,7	9,0	-2,7	3,3	-1,6	8,0
giu.	18,7	-3,1	1,1	-4,3	12,4	17,5	-10,3	11,7	-6,7	12,3
lug.	-10,5	6,2	0,1	-1,2	-5,4	3,9	-2,0	6,7	0,6	9,2
ago.	-4,0	9,1	0,5	0,9	6,5	-1,5	-1,5	5,3	-1,4	0,9
set. <sup>(p)</sup>	24,3	-8,8	1,0	1,4	17,9	1,1	-3,8	-0,7	-4,3	-7,7

#### 6. Depositi di società non finanziarie e famiglie: variazioni percentuali<sup>4)</sup>

	Società non finanziarie					Famiglie <sup>2)</sup>				
	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	13,6	3,3	10,3	25,8	10,1	14,6	4,0	5,7	12,9	7,6
2002	5,1	6,8	14,8	-3,5	5,6	6,1	-0,8	5,1	-2,5	3,3
2003 1° trim.	8,0	5,7	29,5	-3,5	7,3	7,4	-1,3	6,6	-12,4	3,9
2° trim.	8,0	7,2	36,0	-18,0	7,4	7,4	-2,4	8,0	-19,6	4,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	8,7	8,7	37,2	-15,0	8,6	8,7	-2,8	8,0	-27,5	4,1

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Comprende le famiglie (S14) e le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).
- 3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 4) Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## 7. Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro: consistenze

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti				
	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari			Totale
		Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	103,9	29,9	68,9	50,9	253,6	1.696,9	94,1	609,1	703,2	2.400,1
2002	106,9	31,6	69,2	40,7	248,4	1.585,3	97,4	588,7	686,0	2.271,3
2003 1° tr.	125,5	32,0	65,5	41,0	264,0	1.587,9	97,8	606,3	704,2	2.292,0
2° tr. <sup>(p)</sup>	147,3	34,2	65,2	44,8	291,4	1.579,3	94,7	599,0	693,7	2.273,1

## 8. Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro: flussi <sup>3)</sup>

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti				
	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari			Totale
		Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	-12,5	130,6	10,2	93,6	103,9	234,5
2002	-0,2	1,8	0,3	-10,3	-8,3	-4,9	3,6	31,9	35,5	30,6
2003 1° tr.	11,6	0,4	-3,7	0,4	8,7	30,1	0,5	30,7	31,1	61,3
2° tr. <sup>(p)</sup>	21,8	2,2	-0,3	3,7	27,4	26,2	-3,2	5,8	2,7	28,9

## 9. Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro: variazioni percentuali <sup>4)</sup>

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti				
	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari			Totale
		Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Amministrazioni pubbliche	Altri	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	-4,8	8,7	12,2	18,5	17,6	11,1
2002	-0,2	5,9	0,5	-20,2	-3,3	-0,2	3,9	5,2	5,1	1,3
2003 1° tr.	13,0	3,7	2,1	-16,9	3,1	1,4	-0,1	7,0	6,0	2,8
2° tr. <sup>(p)</sup>	29,6	0,4	-0,7	-2,5	12,2	4,4	-0,5	5,7	4,9	4,6

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.
- 3) Calcolati dalle variazioni trimestrali nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 4) Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## Tavola 2.6

### Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

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

#### 1. Consistenze

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Totale	Non residenti	IFM	Non IFM	Totale	Non residenti
	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	1.068,7	54,2	1.059,8	17,6	319,8	15,8	2.535,9	541,0	251,9	559,0	810,8	161,6
2002	1.121,8	48,2	1.119,4	15,5	349,5	16,7	2.671,2	556,6	263,3	564,3	827,6	177,3
2003 1° trim.	1.172,9	61,4	1.192,3	17,7	366,9	19,0	2.830,2	595,8	260,4	557,9	818,3	181,0
2003 apr.	1.165,9	57,1	1.209,0	17,2	385,4	17,9	2.852,5	599,8	260,9	576,3	837,2	182,0
mag.	1.178,4	55,5	1.240,7	15,9	386,9	19,1	2.896,5	592,1	265,6	588,5	854,1	178,7
giu.	1.182,2	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	2.886,2	614,8	268,5	584,9	853,4	174,8
lug.	1.198,9	60,3	1.234,4	16,7	382,5	19,2	2.912,0	624,9	276,2	607,4	883,6	178,9
ago.	1.198,9	59,2	1.226,3	17,1	384,8	19,5	2.905,8	635,8	275,8	611,4	887,1	183,0
set. <sup>(p)</sup>	1.199,6	58,1	1.243,8	16,7	391,8	19,3	2.929,4	622,2	273,1	608,4	881,5	179,5

#### 2. Flussi<sup>2)</sup>

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Totale	Non residenti	IFM	Non IFM	Totale	Non residenti
	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	82,4	-4,1	13,1	-4,9	63,0	-0,1	149,5	108,9	10,3	29,6	40,0	17,0
2002	47,7	-0,9	41,0	-0,8	27,3	3,2	117,6	57,1	13,7	4,8	18,4	18,7
2003 1° trim.	41,8	4,0	36,1	1,5	16,4	0,2	99,9	31,2	-1,8	-0,5	-2,4	2,3
2003 apr.	-1,1	-3,5	18,6	-0,1	13,0	-0,6	26,3	7,6	-0,8	15,3	14,5	0,5
mag.	13,6	0,4	28,0	-0,4	1,1	2,2	44,8	8,2	4,3	11,0	15,4	-3,3
giu.	4,0	2,7	-15,7	-0,2	-0,2	-1,4	-10,7	11,4	2,3	-5,4	-3,0	-4,2
lug.	15,3	0,5	9,9	0,4	-3,2	0,8	23,8	7,5	4,2	-3,2	1,1	2,9
ago.	0,3	-2,6	-6,8	-0,3	2,3	-0,4	-7,4	-1,0	-0,3	3,1	2,8	3,6
set. <sup>(p)</sup>	1,0	0,6	19,2	0,3	7,3	0,7	29,0	2,4	-2,8	-4,1	-6,9	-2,4

#### 3. Variazioni percentuali<sup>3)</sup>

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Totale	Non residenti	IFM	Non IFM	Totale	Non residenti
	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	8,2	-7,1	1,2	-23,4	25,0	-0,4	6,3	25,4	4,2	5,7	5,2	12,0
2002	4,5	-2,5	3,9	-4,3	8,5	21,9	4,6	10,8	5,4	0,9	2,3	11,6
2003 1° trim.	4,2	-3,4	3,2	7,5	9,9	25,4	4,5	11,9	1,4	2,1	1,9	4,7
2003 apr.	3,2	-10,0	4,7	5,9	15,5	9,7	5,1	13,8	-1,7	3,7	2,0	6,6
mag.	3,9	-10,1	6,1	7,7	14,8	22,1	6,0	13,4	-0,2	5,5	3,7	2,1
giu.	4,2	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,8	5,6	16,3	0,4	5,5	3,9	-0,5
lug.	5,8	-8,2	6,0	6,9	14,6	22,5	6,7	15,8	4,0	7,2	6,2	1,1
ago.	6,3	-11,8	5,8	5,5	16,4	19,7	7,0	14,4	4,4	6,0	5,5	4,3
set. <sup>(p)</sup>	6,1	-7,7	6,4	8,7	15,5	19,7	7,2	13,5	3,5	6,1	5,3	4,1

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

2) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

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

Tavola 2.7

Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM<sup>1)</sup>

(miliardi di euro; dati non stagionalizzati)

## 1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie

	Famiglie <sup>2)</sup>											
	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0
2002	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	-1,0
2003 1° trim.	-0,6	-0,1	-0,4	-1,2	-0,1	0,0	-1,0	-1,1	-1,2	-0,1	-1,5	-2,7
2003 apr.	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
mag.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
giu.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
lug.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,5
ago.	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
set. <sup>(p)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,4

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Totale
	1	2	3	4	5	6	7
2001	-0,8	-5,4	-4,4	-10,6	-	-	-0,4
2002	-1,8	-2,7	-4,7	-9,2	-	-	-6,7
2003 1° trim.	-4,1	-0,6	-2,8	-7,5	0,0	-0,1	-0,1
2003 apr.	-0,3	0,0	-0,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
mag.	-0,5	0,0	-0,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
giu.	-0,3	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
lug.	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0
ago.	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7	0,0	-0,1	0,0
set. <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	-0,1

## 3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Totale	Non residenti	IFM	Non IFM	Totale	Non residenti
	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-0,6	0,2	9,8	0,1	5,9	0,1	15,6	-1,5	1,1	7,6	8,7	-1,3
2002	9,8	0,6	11,0	-0,1	5,1	0,2	26,8	4,4	-4,7	0,8	-3,9	-2,7
2003 1° trim.	-1,8	-0,1	10,3	0,0	-1,4	0,2	7,3	-0,9	-1,1	-7,2	-8,3	1,5
2003 apr.	-0,4	0,0	-1,7	-0,1	-0,1	-0,2	-2,5	0,4	1,2	3,1	4,3	0,3
mag.	-0,4	-0,1	3,7	-0,1	0,4	0,0	3,5	-0,2	0,4	1,2	1,5	0,1
giu.	-0,4	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,7	0,7	1,8	2,4	0,3
lug.	0,5	0,0	-0,8	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,3	4,5	-1,2	3,3	0,7
ago.	-0,3	0,2	-1,4	0,1	0,0	0,0	-1,5	0,4	-0,1	0,9	0,8	0,6
set. <sup>(p)</sup>	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,7	0,0	1,2	1,2	-1,1

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

2) Comprende le famiglie (S14) e le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15).

**Tavola 2.8**
**Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1)</sup>**
*(miliardi di euro; dati non destagionalizzati di fine periodo)*
**1. Depositi detenuti da residenti nell'area dell'euro: consistenze**

	IFM							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	3.829,6	3.359,2	470,3	305,8	33,5	67,2	37,2	5.867,1	5.666,6	200,4	127,0	23,9	10,5	19,6
2002	4.136,5	3.731,6	404,8	252,1	33,2	60,3	28,5	6.062,4	5.885,2	177,3	108,7	20,1	11,3	18,5
2003 1° tr.	4.198,7	3.800,3	398,4	254,0	28,3	61,5	33,5	6.120,3	5.942,1	178,1	107,8	21,2	10,4	20,1
2° tr. <sup>(p)</sup>	4.303,4	3.912,9	390,5	246,3	26,2	61,5	35,0	6.242,1	6.056,1	185,9	112,5	21,2	10,8	21,5

**2. Depositi detenuti da non residenti nell'area dell'euro: consistenze**

	Banche <sup>3)</sup>							Operatori non bancari						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1.696,9	619,9	1.077,0	788,9	48,5	75,3	1.077,0	703,2	307,0	396,2	288,0	16,8	18,1	56,0
2002	1.585,3	692,0	893,2	621,3	33,5	68,8	893,2	686,0	331,3	354,7	240,3	15,5	13,2	67,3
2003 1° tr.	1.587,9	731,2	856,6	584,1	34,0	69,6	856,6	704,2	364,3	339,8	225,6	17,6	13,7	62,5
2° tr. <sup>(p)</sup>	1.579,3	722,7	856,6	585,6	32,3	66,6	856,6	693,7	362,7	331,0	221,6	15,9	13,0	60,4

**3. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro: consistenze**

	Obbligazioni						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2001	3.030,2	2.579,5	450,4	247,6	65,2	42,8	67,5
2002	3.138,8	2.680,9	457,5	241,0	55,8	50,8	72,7
2003 1° tr.	3.197,1	2.724,7	471,9	259,9	50,9	50,3	72,8
2° tr. <sup>(p)</sup>	3.228,4	2.763,9	463,9	260,0	46,5	51,5	70,1

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

2) Inclusi gli 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. Prestiti a residenti nell'area dell'euro: consistenze

	IFM							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	-	7.340,7	6.999,5	341,2	181,6	47,8	77,5	26,6
2002	4.019,8	-	-	-	-	-	-	7.593,5	7.303,1	290,4	133,7	40,3	83,3	24,4
2003 1° tr.	4.076,3	-	-	-	-	-	-	7.658,7	7.367,8	290,9	135,1	36,6	85,8	24,9
2° tr. <sup>(p)</sup>	4.143,4	-	-	-	-	-	-	7.738,4	7.455,5	282,9	134,1	28,4	87,9	24,3

#### 5. Prestiti a non residenti nell'area dell'euro: consistenze

	Banche <sup>3)</sup>							Operatori non bancari						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1.095,6	451,9	643,7	415,7	44,1	37,1	91,7	608,7	201,3	407,3	315,7	11,5	25,6	36,9
2002	1.146,2	553,9	592,3	371,7	51,3	30,4	103,8	583,9	211,4	372,5	278,1	13,6	27,4	32,9
2003 1° tr.	1.173,0	593,2	579,7	359,2	50,3	31,6	101,4	594,0	226,9	367,2	277,1	11,4	27,1	33,5
2° tr. <sup>(p)</sup>	1.239,6	630,5	609,1	381,2	59,0	31,8	97,0	594,0	233,9	360,1	274,1	9,1	25,0	34,1

#### 6. Disponibilità in titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro: consistenze

	Emessi da IFM							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1.122,9	1.068,7	54,2	37,2	9,0	1,8	15,2	1.413,0	1.379,6	33,4	17,8	10,6	1,1	2,3
2002	1.170,0	1.121,8	48,2	24,8	6,7	1,9	22,9	1.501,2	1.468,9	32,2	14,3	9,8	1,5	5,3
2003 1° tr.	1.234,3	1.172,9	61,4	20,8	7,9	2,8	11,9	1.595,9	1.559,2	36,7	20,4	10,2	1,0	3,9
2° tr. <sup>(p)</sup>	1.243,1	1.183,6	59,5	21,0	6,9	3,2	12,8	1.644,2	1.609,7	34,5	18,5	9,8	1,1	4,0

#### 7. Disponibilità in titoli non azionari emessi da non residenti nell'area dell'euro: consistenze

	Emessi da banche <sup>3)</sup>							Emessi da operatori non bancari						
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute	Altre valute			
				USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	233,0	80,1	152,9	115,6	4,2	2,7	23,8	308,0	127,4	180,7	136,0	18,2	2,6	14,5
2002	239,6	88,4	151,1	109,1	4,1	1,4	31,7	317,1	131,6	185,4	133,1	18,4	2,9	17,6
2003 1° tr.	256,6	102,1	154,5	93,0	9,4	8,6	30,7	339,2	146,7	192,5	123,7	30,8	2,5	19,9
2° tr. <sup>(p)</sup>	259,9	110,1	149,8	88,8	9,0	6,3	35,4	355,3	156,9	198,4	126,9	33,3	2,7	21,4

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

2) Inclusi gli 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.

## Tavola 2.9

### Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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
2001 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.	242,0	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6	2.862,3
2003 1° trim.	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2	2.748,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	232,5	1.382,2	67,0	1.315,2	878,2	223,7	120,7	118,0	2.955,5

#### 2. Passività

	Totale			
	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	
2001 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.	40,2	2.745,2	76,9	2.862,3
2003 1° trim.	41,1	2.629,4	78,5	2.748,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	41,8	2.821,8	91,8	2.955,5

#### 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 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.	593,9	1.068,2	701,6	149,4	349,2	2.089,5	772,9	2.862,3
2003 1° trim.	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4	2.748,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	603,3	1.099,5	720,7	161,5	370,5	2.140,2	815,3	2.955,5

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		
		2	fino a 1 anno 3				oltre 1 anno 4	
2001 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.	26,6	28,0	3,1	24,9	506,0	18,4	14,9	593,9
2003 1° trim.	24,5	30,3	2,8	27,5	438,6	16,5	16,1	525,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	27,9	31,6	2,9	28,8	506,4	18,5	18,9	603,3

**2. Passività dei fondi azionari**

	Totale			4
	Depositi e prestiti ricevuti 1	Quote di fondi di investimento 2	Altre passività 3	
2001 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.	3,9	586,4	3,6	593,9
2003 1° trim.	3,8	517,6	4,5	525,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	4,3	592,4	6,5	603,3

**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		
		2	fino a 1 anno 3				oltre 1 anno 4	
2001 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.	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	37,2	1.068,2
2003 1° trim.	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	31,5	1.054,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	82,4	928,2	33,0	895,2	31,1	20,9	36,9	1.099,5

**4. Passività dei fondi obbligazionari**

	Totale			4
	Depositi e prestiti ricevuti 1	Quote di fondi di investimento 2	Altre passività 3	
2001 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.	7,7	1.044,0	16,5	1.068,2
2003 1° trim.	8,9	1.030,5	14,7	1.054,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	8,5	1.069,9	21,1	1.099,5

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 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.	53,9	295,0	21,3	273,7	232,9	87,7	3,4	28,6	701,6
2003 1° trim.	50,4	300,7	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9	675,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	49,4	311,8	20,9	290,9	237,0	91,9	0,3	30,3	720,7

**6. Passività dei fondi misti**

				Totale	
	Depositi e prestiti ricevuti		Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4	
2001 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.		3,0	677,1	21,5	701,6
2003 1° trim.		2,9	649,9	22,5	675,3
2° trim. <sup>(p)</sup>		2,6	695,9	22,3	720,7

**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 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.	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	114,5	6,9	149,4
2003 1° trim.	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	117,1	6,6	155,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3	161,5

**8. Passività dei fondi immobiliari**

				Totale	
	Depositi e prestiti ricevuti		Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4	
2001 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.		24,6	119,5	5,4	149,4
2003 1° trim.		24,0	126,5	5,4	155,9
2° trim. <sup>(p)</sup>		24,9	131,1	5,4	161,5

*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 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.	190,8	904,8	663,2	153,1	107,7	69,8	2.089,5
2003 1° trim.	165,5	882,6	599,9	155,1	103,2	71,2	1.977,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	181,5	912,6	691,5	168,3	104,3	82,0	2.140,2

**2. Passività dei fondi aperti al pubblico**

				Totale
	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento	Altre passività	
	1	2	3	4
2001 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.	33,7	1.994,0	61,7	2.089,5
2003 1° trim.	34,6	1.880,0	62,9	1.977,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	34,7	2.028,7	76,8	2.140,2

**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 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.	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8	772,9
2003 1° trim.	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1	771,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	51,0	469,6	186,7	55,4	16,5	36,0	815,3

**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 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.	6,5	751,2	15,2	772,9
2003 1° trim.	6,5	749,3	15,5	771,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	7,2	793,1	15,0	815,3

Fonte: BCE.

### 3 Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro

**Tavola 3.1**

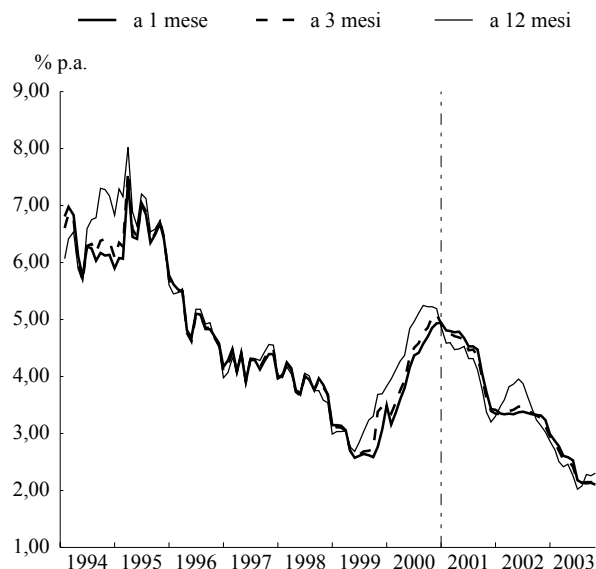
**Tassi di interesse del mercato monetario <sup>1)</sup>**

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro <sup>4)</sup>					Stati Uniti <sup>6)</sup>	Giappone <sup>6)</sup>
	Depositi overnight <sup>2)3)</sup> 1	Depositi a 1 mese <sup>5)</sup> 2	Depositi a 3 mesi <sup>5)</sup> 3	Depositi a 6 mesi <sup>5)</sup> 4	Depositi a 12 mesi <sup>5)</sup> 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	3,05	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 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	2,53	2,47	2,45	1,30	0,06
mag.	2,56	2,52	2,40	2,32	2,26	1,28	0,06
giu.	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
lug.	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,11	0,05
ago.	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,14	0,05
set.	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,14	0,05
ott.	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
2003 3 ott.	2,06	2,10	2,13	2,14	2,21	1,15	0,06
10	2,06	2,10	2,14	2,16	2,28	1,15	0,06
17	2,01	2,10	2,15	2,20	2,37	1,17	0,05
24	2,05	2,10	2,15	2,20	2,35	1,16	0,06
31	2,08	2,10	2,16	2,21	2,39	1,17	0,06

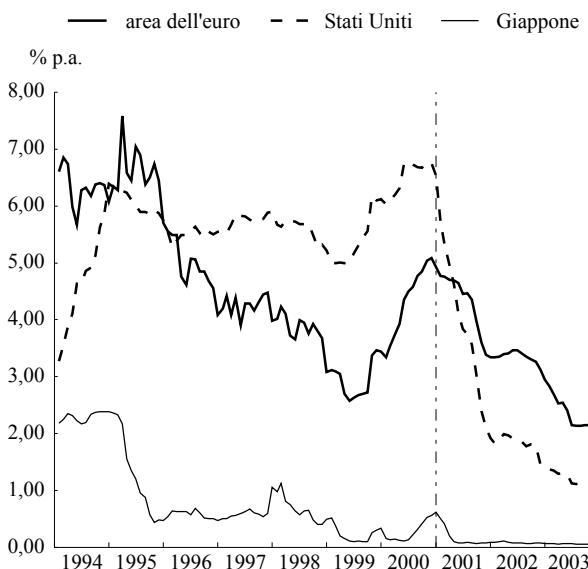
**Tassi del mercato monetario dell'area dell'euro**

(dati mensili)



**Tassi del mercato monetario a 3 mesi**

(dati mensili)

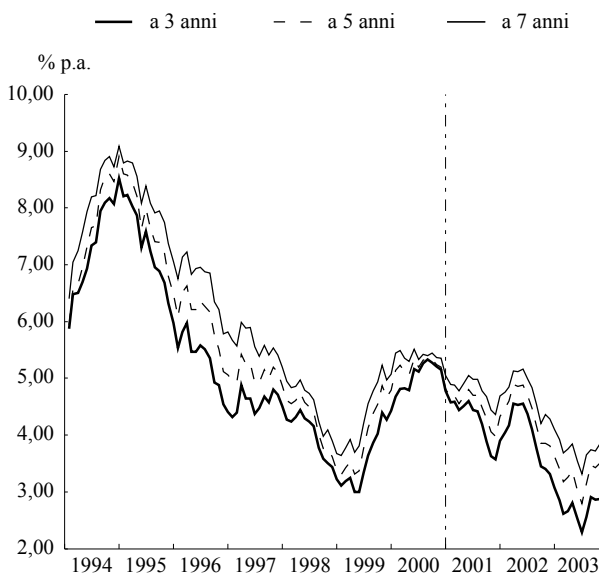
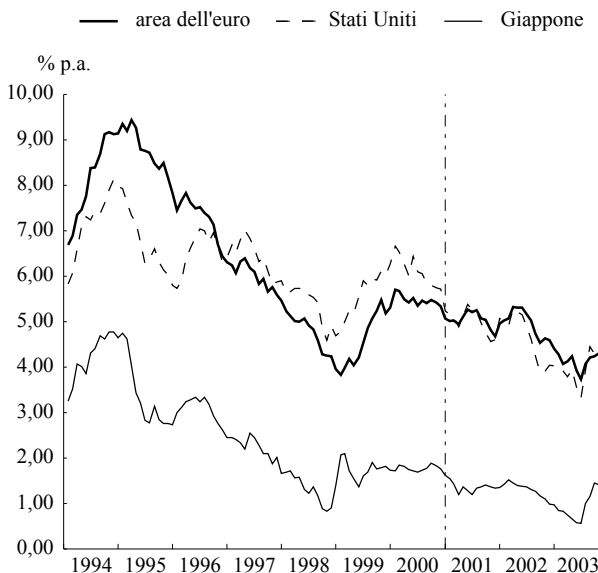


Fonti: Reuters e BCE.

- 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 <sup>1)</sup>**
*(valori percentuali in ragione d'anno)*

	Area dell'euro <sup>2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni <sub>1</sub>	a 3 anni <sub>2</sub>	a 5 anni <sub>3</sub>	a 7 anni <sub>4</sub>	a 10 anni <sub>5</sub>	a 10 anni <sub>6</sub>	a 10 anni <sub>7</sub>
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 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
giu.	2,08	2,29	2,79	3,32	3,72	3,32	0,56
lug.	2,30	2,56	3,15	3,65	4,06	3,93	0,99
ago.	2,63	2,91	3,47	3,74	4,20	4,44	1,15
set.	2,53	2,87	3,42	3,72	4,23	4,29	1,45
ott.	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
2003 3 ott.	2,55	2,84	3,44	3,79	4,27	4,16	1,40
10	2,53	2,81	3,45	3,80	4,27	4,25	1,35
17	2,69	2,98	3,61	3,93	4,38	4,41	1,43
24	2,61	2,91	3,54	3,88	4,32	4,26	1,36
31	2,67	2,96	3,59	3,92	4,37	4,30	1,46

**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

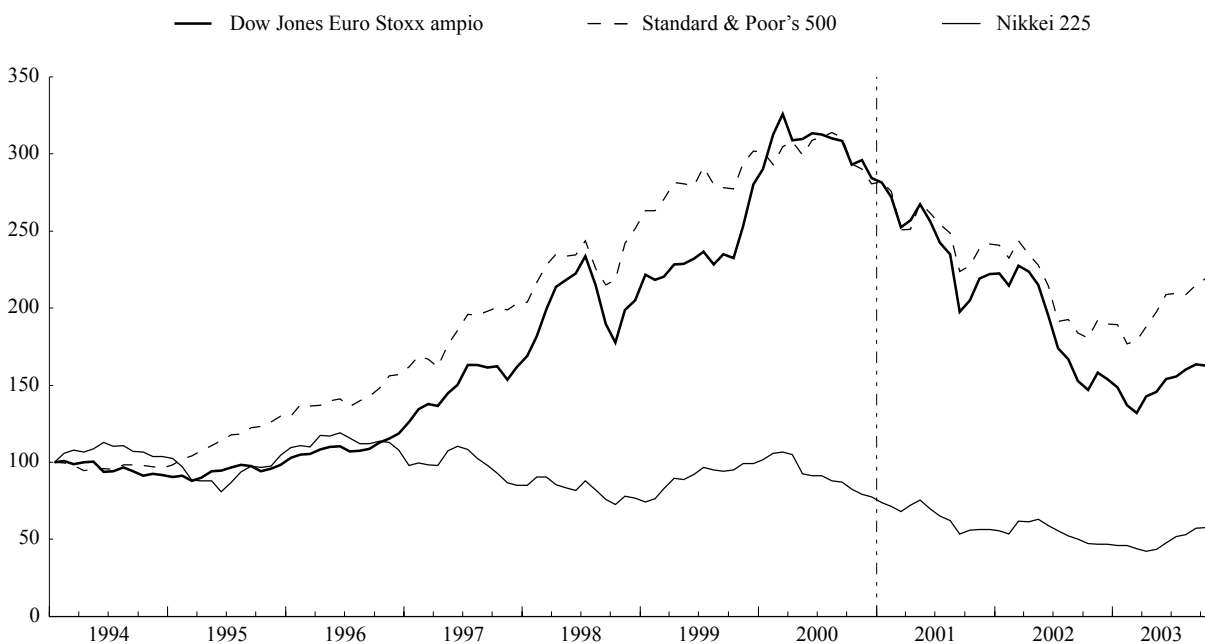
#### Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice in punti)<sup>1)</sup>

	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		
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 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
giu.	213,5	2.443,3	205,0	133,0	206,5	266,1	201,2	207,4	271,5	216,7	340,7	318,9	988,0	8.895,7
lug.	216,1	2.459,8	218,8	138,1	205,5	260,1	206,1	216,0	274,2	214,6	340,9	306,8	992,6	9.669,8
ago.	222,3	2.524,1	227,2	144,6	211,9	268,6	211,6	227,0	281,7	217,0	352,4	293,2	989,5	9.884,6
set.	226,8	2.553,3	229,5	151,2	221,4	269,0	212,1	232,0	302,1	216,6	349,6	313,2	1.018,9	10.644,8
ott.	225,5	2.523,3	222,0	150,1	218,9	263,0	212,9	231,5	308,0	210,8	348,4	309,7	1.038,7	10.720,1
2003 3 ott.	223,9	2.516,5	220,6	146,9	221,0	263,9	210,2	227,5	304,0	211,5	347,0	313,4	1.029,9	10.709,3
10	225,0	2.518,4	220,3	149,8	218,5	263,9	211,3	230,2	309,6	211,1	348,9	308,5	1.038,1	10.786,0
17	228,0	2.550,8	223,7	152,8	222,7	267,7	215,0	234,5	311,3	209,9	349,1	311,6	1.039,3	11.037,9
24	222,5	2.482,6	219,7	148,1	215,7	257,5	210,1	229,7	303,3	208,7	344,8	306,4	1.028,9	10.335,7
31	230,7	2.575,0	230,1	155,0	218,9	261,0	220,9	239,2	318,2	211,7	354,0	310,5	1.050,7	10.559,6

#### 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

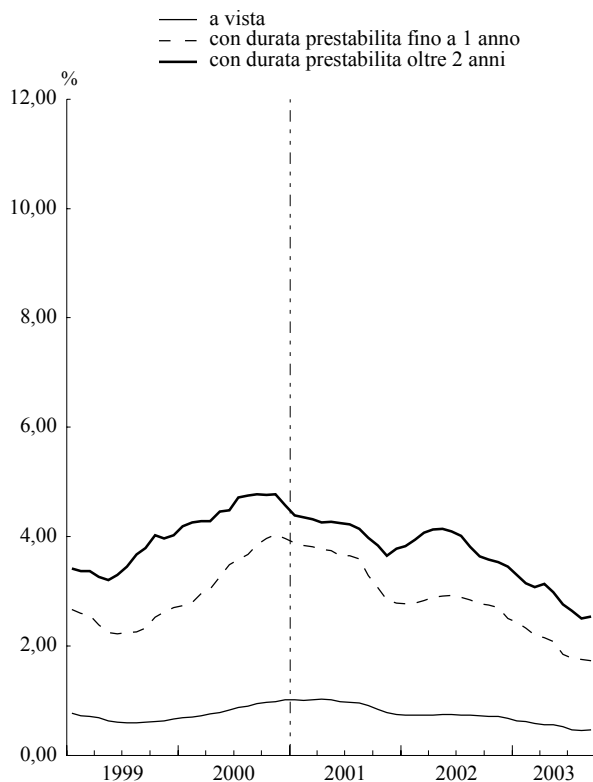
#### Tassi di interesse bancari al dettaglio

(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	
			fino a 1 anno	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Prestiti al consumo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	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 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	2,42	3,29	2,04	2,34	5,87	5,27	9,48	4,91
feb.	0,62	2,32	2,32	3,15	2,02	2,12	5,81	5,18	9,39	4,77
mar.	0,59	2,20	2,19	3,08	1,97	2,05	5,69	5,17	9,29	4,69
apr.	0,56	2,15	2,14	3,14	1,93	2,05	5,57	5,14	9,24	4,70
mag.	0,56	2,08	2,08	2,98	1,91	1,92	5,51	5,01	9,22	4,56
giu.	0,52	1,85	1,84	2,76	1,83	1,65	5,39	4,86	9,15	4,34
lug.	0,46	1,78	1,77	2,65	1,77	1,48	5,26	4,70	9,01	4,16
ago.	0,46	1,75	1,75	2,50	1,61	1,43	5,24	4,82	9,07	4,23
set.	0,46	1,73	1,72	2,54	1,60	1,41	5,24	4,78	9,06	4,36

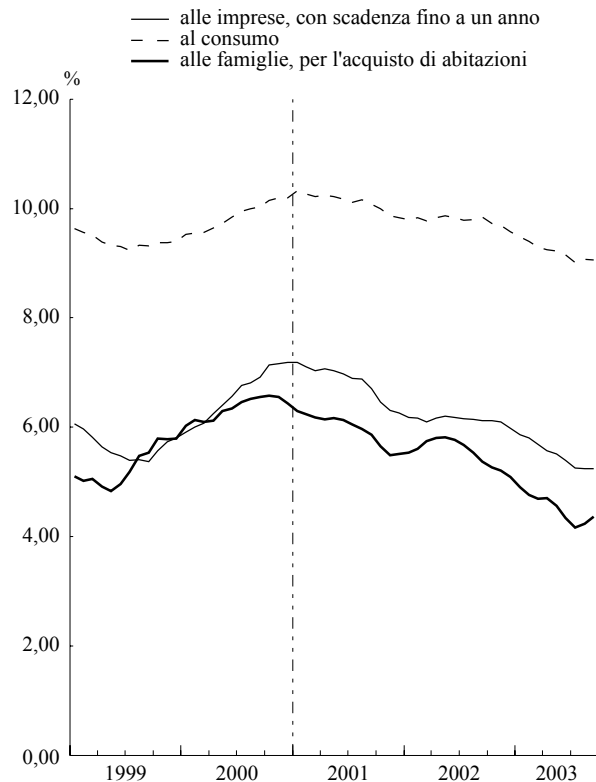
#### Tassi di interesse sui depositi

(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 <sup>1)</sup>				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 ago.	384,6	378,2	6,4	775,5	366,2	356,9	9,4	693,0	18,3	21,3
set.	414,9	400,7	14,2	792,5	392,1	381,1	11,0	706,5	22,8	19,6
ott.	468,4	456,5	11,9	805,9	441,9	433,4	8,5	715,2	26,5	23,1
nov.	435,6	413,1	22,5	830,4	413,6	388,9	24,7	740,1	22,0	24,2
dic.	406,1	451,6	-45,5	783,4	386,8	429,9	-43,1	695,9	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.	456,3	428,4	27,9	865,9	433,5	408,3	25,2	775,6	22,8	20,1
mar.	452,0	440,7	11,3	875,6	433,0	423,1	9,9	785,3	19,0	17,6
apr.	476,7	456,1	20,6	892,3	454,8	431,8	23,1	807,7	21,9	24,3
mag.	443,1	435,3	7,8	897,9	415,9	410,7	5,2	812,2	27,2	24,6
giu.	434,7	454,7	-20,0	877,8	412,4	429,2	-16,8	795,1	22,3	25,6
lug.	458,8	460,1	-1,3	877,0	436,4	433,1	3,3	798,2	22,3	26,9
ago.	381,2	392,2	-11,0	864,1	362,2	365,7	-3,5	793,8	18,9	26,5

**2. A lungo termine**

	Residenti nell'area dell'euro									
					In euro <sup>1)</sup>				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 ago.	70,5	64,6	6,0	7.331,8	60,6	55,0	5,6	6.686,0	10,0	9,6
set.	132,6	97,3	35,3	7.366,7	117,2	84,6	32,6	6.717,8	15,4	12,7
ott.	125,6	94,8	30,8	7.396,8	107,4	84,0	23,4	6.741,5	18,2	10,8
nov.	133,1	96,5	36,6	7.430,7	119,4	90,3	29,1	6.770,6	13,7	6,2
dic.	148,6	179,3	-30,7	7.380,8	136,9	162,8	-25,9	6.743,6	11,7	16,5
2003 gen.	179,9	134,8	45,0	7.413,6	156,6	125,4	31,2	6.775,4	23,3	9,5
feb.	164,9	112,7	52,2	7.468,0	146,0	104,0	42,0	6.818,1	18,8	8,7
mar.	162,5	106,2	56,2	7.520,1	146,6	96,0	50,6	6.869,2	15,9	10,3
apr.	160,8	125,2	35,6	7.546,5	146,0	115,9	30,1	6.899,5	14,7	9,3
mag.	174,6	101,0	73,5	7.598,8	160,9	91,5	69,4	6.968,8	13,6	9,5
giu.	170,1	108,5	61,6	7.672,7	154,7	100,1	54,6	7.024,1	15,4	8,3
lug.	184,8	140,4	44,4	7.721,4	163,2	133,7	29,5	7.054,5	21,6	6,7
ago.	78,3	71,1	7,3	7.745,9	68,9	64,1	4,8	7.060,7	9,4	7,0

**3. Totale**

	Residenti nell'area dell'euro									
					In euro <sup>1)</sup>				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 ago.	455,1	442,7	12,4	8.107,4	426,8	411,9	15,0	7.378,9	28,3	30,9
set.	547,5	497,9	49,6	8.159,2	509,2	465,7	43,6	7.424,4	38,3	32,2
ott.	593,9	551,3	42,7	8.202,7	549,2	517,3	31,9	7.456,7	44,7	33,9
nov.	568,7	509,6	59,1	8.261,1	533,0	479,2	53,8	7.510,7	35,7	30,4
dic.	554,7	630,9	-76,2	8.164,1	523,7	592,6	-69,0	7.439,5	31,0	38,3
2003 gen.	725,0	622,3	102,7	8.254,3	675,2	588,1	87,1	7.526,3	49,8	34,2
feb.	621,2	541,1	80,1	8.333,9	579,5	512,3	67,2	7.593,6	41,6	28,7
mar.	614,5	546,9	67,5	8.395,7	579,6	519,1	60,5	7.654,4	34,8	27,8
apr.	637,5	581,3	56,2	8.438,8	600,9	547,7	53,2	7.707,2	36,6	33,6
mag.	617,6	536,3	81,3	8.496,7	576,8	502,2	74,6	7.781,1	40,8	34,1
giu.	604,8	563,2	41,6	8.550,6	567,1	529,3	37,8	7.819,2	37,8	33,9
lug.	643,6	600,4	43,1	8.598,4	599,6	566,8	32,8	7.852,7	44,0	33,6
ago.	459,5	463,3	-3,7	8.610,0	431,2	429,8	1,3	7.854,5	28,4	33,4

*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 <sup>1)</sup>				Totale in euro <sup>1)</sup>				
		Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-3,0	82,6	12,1	11,5	0,6	44,9	378,3	368,4	9,9	737,9	2002 ago.
3,3	86,0	31,7	7,7	24,0	68,9	423,8	388,8	35,0	775,5	set.
3,4	90,7	17,1	31,3	-14,2	54,7	458,9	464,6	-5,7	769,9	ott.
-2,2	90,4	14,6	16,9	-2,3	52,4	428,1	405,8	22,3	792,4	nov.
-2,4	87,5	23,8	10,6	13,2	65,6	410,6	440,5	-29,9	761,5	dic.
1,8	89,8	16,3	34,5	-18,2	47,4	534,9	497,2	37,7	798,3	2003 gen.
2,7	90,4	20,1	14,1	6,0	53,4	453,6	422,5	31,2	828,9	feb.
1,4	90,4	33,3	9,7	23,6	76,9	466,2	432,8	33,4	862,2	mar.
-2,4	84,6	14,6	35,8	-21,1	55,8	469,5	467,5	2,0	863,5	apr.
2,6	85,7	20,9	18,4	2,4	58,2	436,7	429,1	7,7	870,5	mag.
-3,2	82,8	38,4	10,6	27,9	86,1	450,8	439,7	11,1	881,2	giu.
-4,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
-7,5	70,2	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro <sup>1)</sup>				Totale in euro <sup>1)</sup>				
		Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,4	645,9	7,0	8,1	-1,2	962,7	67,5	63,1	4,4	7.648,7	2002 ago.
2,7	648,9	24,3	11,4	12,9	975,6	141,5	96,0	45,5	7.693,5	set.
7,4	655,3	13,2	13,1	0,1	975,8	120,6	97,1	23,5	7.717,3	ott.
7,5	660,1	13,6	12,1	1,6	977,4	133,1	102,4	30,7	7.748,0	nov.
-4,9	637,1	18,3	10,9	7,4	984,8	155,2	173,6	-18,4	7.728,4	dic.
13,8	638,2	23,8	7,2	16,6	1.001,4	180,4	132,6	47,8	7.776,8	2003 gen.
10,2	649,9	26,5	17,7	8,9	1.010,3	172,5	121,7	50,9	7.828,3	feb.
5,6	650,9	28,7	9,6	19,2	1.029,3	175,3	105,5	69,8	7.898,5	mar.
5,4	647,0	19,4	9,4	10,0	1.039,5	165,4	125,3	40,1	7.939,0	apr.
4,1	630,0	25,7	8,3	17,4	1.056,9	186,6	99,8	86,8	8.025,7	mag.
7,1	648,7	30,0	14,9	15,1	1.071,9	184,7	115,1	69,6	8.095,9	giu.
14,9	667,0	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
2,5	685,3	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro <sup>1)</sup>				Totale in euro <sup>1)</sup>				
		Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
-2,6	728,4	19,1	19,7	-0,6	1.007,6	445,9	431,5	14,4	8.386,5	2002 ago.
6,0	734,9	56,0	19,1	37,0	1.044,6	565,3	484,8	80,5	8.469,0	set.
10,8	746,0	30,3	44,3	-14,1	1.030,5	579,5	561,7	17,8	8.487,2	ott.
5,3	750,5	28,2	29,0	-0,8	1.029,7	561,2	508,1	53,0	8.540,4	nov.
-7,3	724,6	42,1	21,5	20,6	1.050,4	565,8	614,1	-48,4	8.489,9	dic.
15,6	728,0	40,1	41,7	-1,6	1.048,8	715,3	629,8	85,5	8.575,1	2003 gen.
12,9	740,3	46,6	31,8	14,8	1.063,6	626,1	544,1	82,0	8.657,3	feb.
7,0	741,3	62,0	19,2	42,7	1.106,3	641,6	538,4	103,2	8.760,7	mar.
3,0	731,6	34,0	45,1	-11,1	1.095,3	634,9	592,8	42,1	8.802,5	apr.
6,7	715,7	46,5	26,7	19,8	1.115,1	623,3	528,9	94,5	8.896,2	mag.
3,9	731,4	68,4	25,5	42,9	1.158,0	635,5	554,8	80,7	8.977,2	giu.
10,4	745,7	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
-5,1	755,5	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.



Tavola 3.6

### Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente <sup>1)</sup>

(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 ago.	693,0	269,9	4,3	86,6	328,8	3,3	44,9	18,1	23,9	2,6
set.	706,5	276,6	4,1	87,6	335,7	2,6	68,9	26,8	37,3	4,0
ott.	715,2	284,0	4,2	88,4	335,6	3,0	54,7	20,9	28,1	3,5
nov.	740,1	304,7	4,7	89,8	337,8	3,1	52,4	18,2	28,1	3,7
dic.	695,9	281,4	4,3	85,2	321,8	3,2	65,6	20,5	37,9	4,6
2003 gen.	750,9	313,3	4,5	92,5	337,9	2,6	47,4	18,1	26,4	2,4
feb.	775,6	318,6	5,9	95,9	352,0	3,2	53,4	21,4	28,9	2,5
mar.	785,3	314,6	6,3	98,4	362,8	3,2	76,9	27,6	44,6	3,3
apr.	807,7	323,0	5,9	99,0	376,6	3,3	55,8	21,9	30,8	2,1
mag.	812,2	317,9	5,9	101,7	383,2	3,5	58,2	22,9	32,1	2,4
giu.	795,1	309,1	6,1	95,8	380,7	3,5	86,1	32,1	49,5	3,4
lug.	798,2	310,2	6,2	95,9	382,1	3,8	.	.	.	.
ago.	793,8	304,1	6,1	95,6	384,8	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 ago.	6.686,0	2.404,5	408,9	375,5	3.337,0	160,1	962,7	245,4	384,8	110,8
set.	6.717,8	2.426,2	402,9	378,2	3.348,7	161,8	975,6	246,2	394,1	109,3
ott.	6.741,5	2.422,3	408,5	377,3	3.367,8	165,5	975,8	247,0	395,7	109,0
nov.	6.770,6	2.419,8	421,9	380,7	3.381,2	167,0	977,4	249,3	398,1	108,4
dic.	6.743,6	2.405,6	458,8	382,3	3.328,2	168,7	984,8	251,9	402,7	109,5
2003 gen.	6.775,4	2.401,0	461,0	388,7	3.351,9	172,7	1.001,4	258,0	411,9	111,0
feb.	6.818,1	2.411,8	470,3	392,9	3.365,0	178,1	1.010,3	264,6	413,9	112,3
mar.	6.869,2	2.421,6	479,4	401,4	3.385,7	181,1	1.029,3	274,6	417,6	112,2
apr.	6.899,5	2.429,2	494,5	409,6	3.381,9	184,3	1.039,5	279,5	424,9	112,3
mag.	6.968,8	2.445,0	498,8	421,7	3.416,5	186,8	1.056,9	286,5	431,9	110,7
giu.	7.024,1	2.457,7	513,0	429,4	3.432,8	191,1	1.071,9	290,0	437,4	113,0
lug.	7.054,5	2.477,4	527,5	430,9	3.427,0	191,7	.	.	.	.
ago.	7.060,7	2.481,6	528,5	432,3	3.426,5	191,8	.	.	.	.

##### 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 ago.	7.378,9	2.674,4	413,3	462,0	3.665,8	163,4	1.007,6	263,5	408,7	113,4
set.	7.424,4	2.702,7	407,0	465,8	3.684,4	164,4	1.044,6	273,0	431,4	113,3
ott.	7.456,7	2.706,3	412,8	465,7	3.703,4	168,5	1.030,5	267,9	423,8	112,5
nov.	7.510,7	2.724,5	426,6	470,6	3.718,9	170,1	1.029,7	267,5	426,2	112,1
dic.	7.439,5	2.687,0	463,1	467,5	3.650,1	171,9	1.050,4	272,5	440,6	114,1
2003 gen.	7.526,3	2.714,4	465,5	481,2	3.689,8	175,3	1.048,8	276,1	438,3	113,4
feb.	7.593,6	2.730,4	476,2	488,7	3.717,0	181,4	1.063,6	286,0	442,8	114,8
mar.	7.654,4	2.736,2	485,6	499,8	3.748,5	184,3	1.106,3	302,3	462,2	115,5
apr.	7.707,2	2.752,1	500,4	508,7	3.758,5	187,5	1.095,3	301,5	455,7	114,4
mag.	7.781,1	2.762,9	504,7	523,4	3.799,7	190,3	1.115,1	309,4	464,1	113,1
giu.	7.819,2	2.766,8	519,1	525,2	3.813,5	194,6	1.158,0	322,0	486,9	116,4
lug.	7.852,7	2.787,6	533,7	526,8	3.809,2	195,5	.	.	.	.
ago.	7.854,5	2.785,7	534,6	527,8	3.811,3	195,1	.	.	.	.

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	0,0	0,1	737,9	288,0	28,2	89,2	329,0	3,4	0,1	2002 ago.
0,2	0,0	0,6	775,5	303,3	41,4	91,6	335,9	2,7	0,6	set.
0,1	0,2	1,8	769,9	304,9	32,4	91,9	335,7	3,2	1,8	ott.
0,1	0,2	2,0	792,4	322,9	32,9	93,5	337,8	3,3	2,0	nov.
0,0	0,2	2,4	761,5	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	828,9	340,0	34,9	98,3	352,0	3,4	0,4	feb.
0,0	0,2	1,2	862,2	342,2	50,9	101,7	362,8	3,4	1,2	mar.
0,0	0,2	0,8	863,5	344,9	36,7	101,1	376,6	3,4	0,8	apr.
0,0	0,2	0,7	870,5	340,8	38,0	104,1	383,2	3,7	0,7	mag.
0,0	0,2	1,0	881,2	341,1	55,5	99,2	380,7	3,7	1,0	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

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	
93,4	14,6	113,6	7.648,7	2.649,9	793,8	486,3	3.430,4	174,7	113,6	2002 ago.
94,1	14,7	117,3	7.693,5	2.672,4	797,0	487,5	3.442,8	176,5	117,3	set.
93,6	14,6	115,9	7.717,3	2.669,3	804,2	486,3	3.461,4	180,1	115,9	ott.
93,1	14,6	113,8	7.748,0	2.669,1	820,0	489,1	3.474,3	181,6	113,8	nov.
92,7	14,3	113,6	7.728,4	2.657,5	861,5	491,9	3.420,9	183,0	113,6	dic.
92,2	14,0	114,4	7.776,8	2.659,1	872,9	499,7	3.444,0	186,7	114,4	2003 gen.
92,7	14,9	111,8	7.828,3	2.676,3	884,2	505,2	3.457,8	193,0	111,8	feb.
92,7	15,4	116,9	7.898,5	2.696,2	896,9	513,7	3.478,4	196,5	116,9	mar.
90,7	15,3	116,8	7.939,0	2.708,7	919,3	522,0	3.472,7	199,6	116,8	apr.
95,3	16,1	116,3	8.025,7	2.731,5	930,7	532,5	3.511,9	202,9	116,3	mag.
94,5	16,2	120,8	8.095,9	2.747,7	950,5	542,4	3.527,4	207,3	120,8	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

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	
93,5	14,7	113,7	8.386,5	2.937,9	821,9	575,5	3.759,4	178,1	113,7	2002 ago.
94,3	14,7	117,9	8.469,0	2.975,7	838,4	579,2	3.778,7	179,1	117,9	set.
93,7	14,8	117,7	8.487,2	2.974,2	836,6	578,3	3.797,2	183,2	117,7	ott.
93,2	14,8	115,9	8.540,4	2.992,0	852,8	582,7	3.812,1	184,9	115,9	nov.
92,7	14,5	116,0	8.489,9	2.959,5	903,7	581,6	3.742,8	186,3	116,0	dic.
92,2	14,1	114,8	8.575,1	2.990,4	903,8	594,6	3.782,0	189,4	114,8	2003 gen.
92,8	15,0	112,2	8.657,3	3.016,3	919,0	603,5	3.809,8	196,4	112,2	feb.
92,7	15,5	118,1	8.760,7	3.038,4	947,8	615,3	3.841,2	199,8	118,1	mar.
90,7	15,5	117,5	8.802,5	3.053,6	956,0	623,1	3.849,2	203,0	117,5	apr.
95,4	16,3	117,0	8.896,2	3.072,3	968,7	636,5	3.895,1	206,6	117,0	mag.
94,5	16,4	121,8	8.977,2	3.088,8	1.006,0	641,6	3.908,0	211,0	121,8	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

**Tavola 3.6 (segue)**
**Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente <sup>1)</sup>**
*(miliardi di euro; flussi mensili; 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 ago.	366,2	257,8	1,8	51,0	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.	441,9	319,4	2,2	64,8	53,1	2,3	17,1	5,0	9,0	1,3
nov.	413,6	302,9	2,4	58,3	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.	433,5	308,0	2,2	56,7	64,4	2,1	20,1	7,2	11,6	1,0
mar.	433,0	301,5	2,3	62,9	63,7	2,6	33,3	10,2	20,7	1,4
apr.	454,8	308,5	1,8	70,9	71,7	1,9	14,6	5,1	9,1	0,2
mag.	415,9	284,7	2,0	66,7	60,4	2,1	20,9	7,5	12,2	1,1
giu.	412,4	283,8	2,7	64,1	59,7	2,1	38,4	12,7	23,4	1,6
lug.	436,4	304,9	1,6	64,4	63,1	2,5	.	.	.	.
ago.	362,2	243,3	1,5	57,7	58,1	1,7	.	.	.	.

**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 ago.	60,6	28,2	3,7	2,2	25,2	1,3	7,0	3,1	2,7	0,3
set.	117,2	47,4	12,2	4,5	50,4	2,6	24,3	5,2	12,6	0,2
ott.	107,4	39,1	11,0	0,9	52,1	4,4	13,2	4,6	6,7	0,3
nov.	119,4	48,1	16,3	3,5	48,0	3,6	13,6	5,6	6,6	0,8
dic.	136,9	45,6	45,2	7,9	34,4	3,7	18,3	6,1	8,8	2,2
2003 gen.	156,6	58,4	6,7	8,9	76,3	6,3	23,8	7,9	12,4	1,7
feb.	146,0	55,4	13,7	8,7	61,9	6,3	26,5	10,9	6,7	3,5
mar.	146,6	53,8	15,6	10,4	63,1	3,7	28,7	13,2	8,2	0,6
apr.	146,0	51,0	18,7	11,0	61,7	3,7	19,4	8,6	8,9	1,0
mag.	160,9	54,1	9,4	16,2	78,0	3,2	25,7	9,8	9,2	0,3
giu.	154,7	56,3	18,7	12,6	61,4	5,7	30,0	9,3	10,4	2,9
lug.	163,2	61,3	19,9	7,9	71,3	2,8	.	.	.	.
ago.	68,9	36,6	5,4	3,1	22,4	1,5	.	.	.	.

**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 ago.	426,8	285,9	5,5	53,1	79,0	3,2	19,1	7,7	9,5	0,9
set.	509,2	325,8	14,1	61,3	103,5	4,6	56,0	16,3	30,7	2,1
ott.	549,2	358,5	13,1	65,7	105,2	6,7	30,3	9,6	15,8	1,6
nov.	533,0	351,0	18,7	61,7	95,7	5,8	28,2	10,3	15,0	2,0
dic.	523,7	336,9	47,4	54,3	78,7	6,4	42,1	12,4	24,4	3,5
2003 gen.	675,2	434,0	8,8	74,9	149,2	8,2	40,1	14,2	21,8	2,1
feb.	579,5	363,5	15,9	65,3	126,3	8,4	46,6	18,1	18,4	4,5
mar.	579,6	355,3	17,9	73,4	126,7	6,3	62,0	23,5	28,9	2,0
apr.	600,9	359,5	20,4	82,0	133,4	5,6	34,0	13,7	18,0	1,2
mag.	576,8	338,8	11,5	82,8	138,4	5,3	46,5	17,3	21,4	1,4
giu.	567,1	340,0	21,4	76,7	121,2	7,8	68,4	22,0	33,8	4,5
lug.	599,6	366,2	21,5	72,3	134,4	5,2	.	.	.	.
ago.	431,2	279,9	6,9	60,8	80,4	3,1	.	.	.	.

*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 (include 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	0,1	378,3	262,3	8,6	51,6	53,9	1,8	0,1	2002 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	66,1	53,1	2,5	1,6	ott.
0,0	0,0	0,2	428,1	307,6	10,8	59,5	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	66,4	72,9	2,0	0,1	2003 gen.
0,0	0,0	0,2	453,6	315,3	13,9	57,7	64,4	2,1	0,2	feb.
0,0	0,0	0,9	466,2	311,7	23,0	64,3	63,7	2,6	0,9	mar.
0,0	0,1	0,2	469,5	313,6	10,9	71,1	71,7	2,0	0,2	apr.
0,0	0,0	0,1	436,7	292,2	14,2	67,8	60,4	2,1	0,1	mag.
0,0	0,1	0,7	450,8	296,4	26,1	65,7	59,8	2,2	0,7	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (include 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	
0,3	0,1	0,5	67,5	31,3	6,4	2,5	25,5	1,4	0,5	2002 ago.
0,7	0,2	5,5	141,5	52,6	24,8	4,7	51,1	2,7	5,5	set.
0,2	0,0	1,3	120,6	43,7	17,7	1,2	52,2	4,4	1,3	ott.
0,0	0,0	0,5	133,1	53,7	22,9	4,3	48,0	3,6	0,5	nov.
0,4	0,0	0,8	155,2	51,7	54,1	10,1	34,8	3,7	0,8	dic.
0,5	0,0	1,3	180,4	66,3	19,1	10,6	76,8	6,3	1,3	2003 gen.
3,3	1,0	1,1	172,5	66,3	20,4	12,1	65,2	7,4	1,1	feb.
0,4	0,6	5,7	175,3	67,0	23,8	11,0	63,5	4,3	5,7	mar.
0,1	0,0	0,8	165,4	59,6	27,6	12,0	61,8	3,7	0,8	apr.
5,1	0,8	0,5	186,6	63,8	18,7	16,5	83,2	3,9	0,5	mag.
1,5	0,1	5,7	184,7	65,6	29,1	15,6	62,9	5,7	5,7	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Istituzioni internazionali	Totale	Banche (include 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	
0,3	0,1	0,6	445,9	293,6	15,0	54,0	79,4	3,3	0,6	2002 ago.
0,8	0,2	6,0	565,3	342,1	44,8	63,4	104,2	4,8	6,0	set.
0,2	0,1	2,9	579,5	368,2	28,9	67,3	105,3	6,9	2,9	ott.
0,0	0,0	0,7	561,2	361,4	33,7	63,8	95,7	5,9	0,7	nov.
0,4	0,0	1,3	565,8	349,2	71,9	57,8	79,1	6,4	1,3	dic.
0,5	0,1	1,4	715,3	448,2	30,6	77,0	149,7	8,3	1,4	2003 gen.
3,3	1,0	1,3	626,1	381,6	34,3	69,8	129,7	9,5	1,3	feb.
0,4	0,6	6,6	641,6	378,7	46,8	75,3	127,2	6,9	6,6	mar.
0,1	0,1	0,9	634,9	373,2	38,5	83,1	133,5	5,7	0,9	apr.
5,2	0,8	0,6	623,3	356,1	32,8	84,2	143,6	6,1	0,6	mag.
1,5	0,2	6,4	635,5	362,0	55,2	81,2	122,7	7,9	6,4	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

**Tavola 3.6 (segue)**
**Titoli non azionari denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente <sup>1)</sup>**
*(miliardi di euro; flussi mensili; 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 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	1,0	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.	24,7	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	7,4	16,1	-0,6	-18,2	-2,5	-11,6	-2,1
feb.	25,2	5,8	1,4	3,3	14,0	0,6	6,0	3,4	2,6	0,0
mar.	9,9	-3,8	0,3	2,5	10,9	0,0	23,6	6,2	15,7	0,8
apr.	23,1	9,1	-0,4	0,6	13,7	0,1	-21,1	-5,7	-13,8	-1,2
mag.	5,2	-4,4	0,0	2,7	6,6	0,3	2,4	0,9	1,3	0,3
giu.	-16,8	-8,5	0,2	-5,9	-2,5	0,0	27,9	9,2	17,3	1,1
lug.	3,3	1,4	0,1	0,0	1,5	0,3	.	.	.	.
ago.	-3,5	-5,2	-0,1	-0,3	2,7	-0,5	.	.	.	.

**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 ago.	5,6	-0,7	1,4	-1,9	5,9	0,9	-1,2	-0,6	-0,3	0,1
set.	32,6	8,5	7,9	2,8	11,7	1,7	12,9	0,8	9,3	-1,5
ott.	23,4	-4,4	5,6	-0,8	19,3	3,7	0,1	0,8	1,5	-0,3
nov.	29,1	0,3	13,3	0,7	13,3	1,5	2,3	2,3	2,4	-0,6
dic.	-25,9	-14,3	37,0	2,6	-52,9	1,7	7,4	2,6	4,7	1,1
2003 gen.	31,2	-5,0	2,2	6,4	23,6	4,0	16,6	6,1	9,2	1,4
feb.	42,0	10,0	9,2	4,2	13,2	5,4	8,9	6,5	2,0	1,4
mar.	50,6	9,4	9,1	8,6	20,5	2,9	19,2	10,1	3,7	-0,1
apr.	30,1	7,3	15,1	8,2	-3,8	3,2	10,0	4,8	7,2	0,1
mag.	69,4	15,9	4,3	12,1	34,6	2,5	17,4	7,0	7,1	-1,6
giu.	54,6	12,0	14,3	7,7	16,3	4,3	15,1	3,4	5,6	2,3
lug.	29,5	18,7	14,2	1,8	-5,8	0,6	.	.	.	.
ago.	4,8	2,8	1,0	1,4	-0,5	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 ago.	15,0	0,9	1,6	-1,3	13,0	0,8	-0,6	-0,8	0,8	-0,1
set.	43,6	12,5	7,7	3,8	18,6	1,0	37,0	9,4	22,7	-0,1
ott.	31,9	3,1	5,7	0,0	19,1	4,0	-14,1	-5,0	-7,6	-0,8
nov.	53,8	20,8	13,8	2,1	15,5	1,6	-0,8	-0,4	2,4	-0,4
dic.	-69,0	-36,5	36,7	-2,0	-68,9	1,8	20,6	4,9	14,4	2,0
2003 gen.	87,1	27,8	2,5	13,8	39,7	3,4	-1,6	3,6	-2,4	-0,7
feb.	67,2	15,8	10,7	7,5	27,2	6,0	14,8	9,9	4,6	1,4
mar.	60,5	5,6	9,4	11,1	31,4	2,9	42,7	16,3	19,4	0,7
apr.	53,2	16,4	14,8	8,8	9,9	3,3	-11,1	-0,9	-6,6	-1,1
mag.	74,6	11,6	4,3	14,7	41,3	2,8	19,8	8,0	8,4	-1,3
giu.	37,8	3,5	14,4	1,8	13,8	4,2	42,9	12,6	22,9	3,3
lug.	32,8	20,1	14,4	1,8	-4,4	0,9	.	.	.	.
ago.	1,3	-2,4	0,9	1,0	2,2	-0,4	.	.	.	.

*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	-0,1	9,9	1,3	1,3	0,3	7,1	0,0	-0,1	2002 ago.
0,1	0,0	0,5	35,0	12,7	13,2	2,4	6,9	-0,7	0,5	set.
-0,1	0,1	1,2	-5,7	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	1,6	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	31,2	9,1	4,0	3,4	14,0	0,7	0,0	feb.
0,0	0,0	0,8	33,4	2,4	16,0	3,3	10,8	0,0	0,8	mar.
0,0	0,0	-0,4	2,0	3,4	-14,2	-0,6	13,7	0,1	-0,4	apr.
0,0	0,0	-0,1	7,7	-3,4	1,3	2,9	6,7	0,3	-0,1	mag.
0,0	0,1	0,3	11,1	0,7	17,5	-4,8	-2,5	0,0	0,3	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

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	
0,3	0,0	-0,7	4,4	-1,3	1,1	-1,7	6,2	0,9	-0,7	2002 ago.
0,7	0,0	3,7	45,5	9,3	17,2	1,3	12,4	1,7	3,7	set.
-0,5	-0,1	-1,4	23,5	-3,6	7,1	-1,1	18,8	3,6	-1,4	ott.
-0,5	0,0	-2,0	30,7	2,6	15,7	0,1	12,9	1,5	-2,0	nov.
-0,4	-0,3	-0,3	-18,4	-11,7	41,7	3,8	-53,4	1,4	-0,3	dic.
-0,5	-0,3	0,7	47,8	1,0	11,4	7,8	23,1	3,7	0,7	2003 gen.
0,6	0,9	-2,6	50,9	16,6	11,2	5,5	13,7	6,3	-2,6	feb.
-0,1	0,5	5,1	69,8	19,5	12,8	8,5	20,5	3,4	5,1	mar.
-1,9	-0,1	-0,1	40,1	12,1	22,3	8,3	-5,7	3,1	-0,1	apr.
4,6	0,8	-0,5	86,8	23,0	11,4	10,5	39,2	3,3	-0,5	mag.
-0,8	0,1	4,5	69,6	15,5	19,8	9,9	15,5	4,4	4,5	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

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	
0,3	0,0	-0,8	14,4	0,1	2,4	-1,4	13,3	0,8	-0,8	2002 ago.
0,8	0,0	4,2	80,5	22,0	30,4	3,7	19,3	1,0	4,2	set.
-0,6	0,1	-0,2	17,8	-2,0	-1,9	-0,8	18,5	4,1	-0,2	ott.
-0,5	0,0	-1,8	53,0	20,4	16,1	1,7	15,0	1,6	-1,8	nov.
-0,5	-0,3	0,1	-48,4	-31,6	51,1	0,0	-69,4	1,5	0,1	dic.
-0,5	-0,4	-1,2	85,5	31,4	0,1	13,0	39,2	3,1	-1,2	2003 gen.
0,6	0,9	-2,6	82,0	25,7	15,2	8,9	27,8	7,0	-2,6	feb.
-0,1	0,5	5,9	103,2	21,9	28,8	11,8	31,3	3,4	5,9	mar.
-1,9	-0,1	-0,6	42,1	15,5	8,1	7,7	8,0	3,2	-0,6	apr.
4,6	0,8	-0,6	94,5	19,5	12,7	13,4	45,9	3,5	-0,6	mag.
-0,8	0,1	4,8	80,7	16,1	37,3	5,1	13,0	4,4	4,8	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.

**Tavola 3.7****Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>***(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					
2002 ago.	5,4	112,2	4,8	0,6	-18,1	15,2	-1,3
set.	7,7	114,3	8,9	0,8	-17,1	16,3	-19,4
ott.	8,9	116,0	10,5	14,9	-18,6	17,9	-0,9
nov.	12,3	119,3	18,6	23,3	-14,7	15,6	-5,3
dic.	12,7	112,7	14,7	30,4	-10,5	19,3	-14,3
2003 gen.	15,2	121,0	17,6	28,9	-7,3	21,1	-15,2
feb.	19,3	125,1	22,4	60,3	-1,6	23,0	0,6
mar.	18,0	126,7	19,4	53,1	2,0	21,4	5,7
apr.	21,3	129,7	20,9	36,8	7,4	26,1	18,1
mag.	18,9	130,8	17,4	65,5	12,5	21,7	22,5
giu.	16,9	127,9	15,5	61,5	17,2	17,7	18,7
lug.	14,7	127,7	11,7	53,7	11,5	18,2	14,8
ago.	12,3	126,1	8,2	43,6	11,0	16,6	-1,5

**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					
2002 ago.	6,8	104,6	6,6	25,7	9,2	3,3	33,6
set.	7,0	105,1	6,4	26,4	12,0	3,6	30,6
ott.	6,9	105,5	5,7	25,5	12,6	3,9	29,4
nov.	6,7	106,1	5,1	25,7	8,1	4,3	28,8
dic.	5,6	105,6	4,3	24,8	7,1	2,9	29,1
2003 gen.	5,4	106,3	4,1	24,4	7,5	2,7	29,5
feb.	5,7	107,0	3,7	26,0	7,9	3,0	34,2
mar.	5,6	107,8	3,1	27,0	9,6	3,0	32,1
apr.	5,4	108,3	3,2	27,2	10,3	2,4	30,6
mag.	5,5	109,4	2,9	24,0	11,9	3,1	27,5
giu.	5,8	110,3	3,1	26,6	12,2	3,2	28,4
lug.	6,1	110,9	4,1	27,7	12,1	3,2	21,9
ago.	6,1	111,0	4,3	27,3	12,9	3,0	21,3

**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					
2002 ago.	6,7	105,3	6,4	25,4	3,4	4,3	32,6
set.	7,1	105,9	6,7	26,1	5,7	4,6	29,1
ott.	7,1	106,5	6,2	25,4	5,7	5,0	28,7
nov.	7,2	107,3	6,6	25,7	3,4	5,2	27,8
dic.	6,3	106,3	5,4	24,8	3,7	4,1	27,7
2003 gen.	6,4	107,6	5,6	24,4	4,6	4,1	28,3
feb.	6,9	108,7	5,8	26,3	6,1	4,6	33,3
mar.	6,7	109,5	4,9	27,2	8,2	4,5	31,4
apr.	6,9	110,3	5,1	27,3	9,8	4,3	30,4
mag.	6,7	111,3	4,5	24,3	12,0	4,7	27,4
giu.	6,8	111,9	4,4	26,8	13,0	4,5	28,2
lug.	6,9	112,4	4,9	27,9	12,0	4,5	21,8
ago.	6,7	112,4	4,8	27,4	12,6	4,2	20,8

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.

Euro <sup>2)</sup>							
Totale	Indice (dic. 01 = 100)	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	
8	9	10	11	12	13	14	
5,7	113,4	6,1	-1,8	-19,5	15,0	-7,0	2002 ago.
7,7	115,2	9,0	-1,8	-18,2	16,7	-28,9	set.
7,5	116,6	8,1	12,1	-20,4	18,1	-11,8	ott.
12,3	120,6	20,4	20,6	-16,0	15,9	-14,0	nov.
13,6	113,6	16,6	27,3	-11,5	20,3	-23,4	dic.
16,1	122,7	20,5	26,0	-8,2	21,1	-27,0	2003 gen.
20,1	126,9	25,8	57,4	-2,8	22,7	-9,0	feb.
18,5	128,5	21,5	50,3	0,9	21,3	-2,7	mar.
23,2	132,3	26,1	34,1	6,4	26,0	8,9	apr.
20,5	133,1	20,9	62,2	12,6	21,9	17,6	mag.
18,4	130,4	18,7	62,7	16,6	18,0	14,4	giu.
17,0	130,9	16,1	54,6	11,2	18,7	13,1	lug.
14,9	130,3	13,6	44,3	10,2	17,0	-0,3	ago.

Euro <sup>2)</sup>							
Totale	Indice (dic. 01 = 100)	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	
8	9	10	11	12	13	14	
6,2	104,3	4,5	31,5	13,2	3,3	34,9	2002 ago.
6,4	104,8	4,6	32,2	14,5	3,4	31,8	set.
6,2	105,2	3,7	29,5	15,2	3,9	29,4	ott.
6,2	105,6	3,7	30,3	9,7	4,3	28,8	nov.
5,2	105,2	2,9	30,3	8,7	2,8	29,0	dic.
5,0	105,7	2,6	30,1	8,8	2,5	29,1	2003 gen.
5,1	106,3	2,1	31,3	8,9	2,7	33,8	feb.
5,0	107,1	1,5	32,0	11,2	2,8	31,5	mar.
4,8	107,6	1,4	32,8	11,8	2,3	29,5	apr.
5,0	108,7	1,5	29,6	13,3	2,8	26,3	mag.
5,3	109,5	1,4	33,0	14,1	3,0	27,1	giu.
5,6	110,0	2,4	33,8	13,8	2,9	20,4	lug.
5,6	110,1	2,5	33,6	14,8	2,7	19,8	ago.

Euro <sup>2)</sup>							
Totale	Indice (dic. 01 = 100)	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	
8	9	10	11	12	13	14	
6,2	105,1	4,7	31,0	5,2	4,2	33,7	2002 ago.
6,5	105,7	5,0	31,8	6,6	4,5	30,0	set.
6,4	106,2	4,2	29,3	6,2	5,0	28,4	ott.
6,8	106,9	5,3	30,2	3,7	5,3	27,6	nov.
5,9	105,9	4,2	30,3	4,3	4,1	27,4	dic.
6,0	107,2	4,4	30,1	5,0	4,0	27,7	2003 gen.
6,4	108,1	4,4	31,5	6,4	4,3	32,7	feb.
6,3	109,0	3,5	32,2	9,0	4,3	30,7	mar.
6,5	109,8	3,8	32,8	10,7	4,3	29,0	apr.
6,5	110,8	3,4	29,9	13,2	4,5	26,2	mag.
6,5	111,4	3,1	33,2	14,5	4,3	26,9	giu.
6,6	111,8	3,8	34,0	13,4	4,3	20,2	lug.
6,4	111,8	3,7	33,8	13,9	4,0	19,4	ago.



**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 ago.	5.953,5	742,1	700,4	4.510,9
set.	5.640,6	730,3	687,7	4.222,7
ott.	5.669,6	719,0	664,4	4.286,3
nov.	5.468,5	674,5	673,5	4.120,5
dic.	5.431,7	687,0	675,0	4.069,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>				
2001 gen.	5.669,1	762,2	706,3	4.200,5
feb.	5.250,1	710,1	661,6	3.878,4
mar.	5.029,0	686,2	620,4	3.722,4
apr.	5.367,8	718,2	643,4	4.006,1
mag.	5.237,3	701,0	627,0	3.909,3
giu.	4.994,4	679,5	635,1	3.679,7
lug.	4.960,3	650,1	572,4	3.737,9
ago.	4.648,6	646,1	576,6	3.426,0
set.	4.057,7	538,7	485,4	3.033,6
ott.	4.277,7	554,4	497,8	3.225,5
nov.	4.520,7	587,7	512,1	3.421,0
dic.	4.656,4	617,3	511,1	3.528,0
2002 gen.	4.575,2	623,9	518,8	3.432,5
feb.	4.545,6	622,5	509,8	3.413,4
mar.	4.753,9	665,3	536,6	3.551,9
apr.	4.570,2	678,1	517,4	3.374,7
mag.	4.432,4	666,3	484,8	3.281,3
giu.	4.118,3	614,9	463,4	3.040,1
lug.	3.710,7	515,7	395,4	2.799,6
ago.	3.520,2	521,7	371,0	2.627,5
set.	2.981,8	412,6	276,0	2.293,2
ott.	3.251,6	446,9	321,2	2.483,4
nov.	3.435,5	487,4	346,0	2.602,1
dic.	3.132,4	450,7	283,6	2.398,1
2003 gen.	2.992,0	425,8	261,1	2.305,1
feb.	2.897,6	425,3	270,8	2.201,5
mar.	2.773,9	413,0	236,2	2.124,7
apr.	3.125,4	471,4	291,8	2.362,3
mag.	3.158,6	476,7	291,4	2.390,5
giu.	3.273,6	506,5	300,6	2.466,4
lug.	3.384,0	530,3	330,9	2.522,8
ago.	3.429,5	506,2	325,2	2.598,1

**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.) <sup>1)</sup>	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 4° trim.	111,7	2,3	110,1	1,8	114,5	3,1	111,7	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
2° trim.	113,2	1,9	111,5	1,5	116,1	2,6	112,8	0,2	111,0	116,1
3° trim.	113,3	2,0	111,0	1,7	117,3	2,5	113,4	0,6	111,5	116,9
2002 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	0,3	110,7	115,2
feb.	112,4	2,4	110,6	2,1	115,4	2,7	112,7	0,3	111,1	115,4
mar.	113,1	2,4	111,6	2,2	115,6	2,6	112,9	0,2	111,5	115,6
apr.	113,2	2,1	111,6	1,5	116,0	2,9	112,8	-0,1	111,1	115,9
mag.	113,1	1,8	111,5	1,4	116,0	2,5	112,7	-0,1	110,8	116,1
giu.	113,2	1,9	111,5	1,6	116,4	2,5	113,0	0,2	111,0	116,4
lug.	113,1	1,9	110,7	1,6	117,1	2,3	113,1	0,1	111,2	116,4
ago.	113,3	2,1	110,8	1,7	117,5	2,5	113,4	0,3	111,5	116,9
set.	113,6	2,1	111,7	1,8	117,2	2,5	113,8	0,3	111,9	117,2
ott. <sup>2)</sup>	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

#### 2. Scomposizione dei beni e dei servizi

	Beni						Servizi				
	Alimentari <sup>3)</sup>			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comuni- cazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati <sup>3)</sup>	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici					
Pesi sul totale (in perc.) <sup>1)</sup>	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 4° trim.	2,2	2,6	1,6	1,6	1,2	2,9	2,5	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 1° trim.	1,9	3,1	0,1	2,0	0,7	7,0	2,4	3,2	-0,8	3,0	3,7
2° trim.	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	3,0	-0,5	2,9	3,5
3° trim.	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	2,9	-0,4	2,6	3,2
2002 nov.	2,3	2,6	1,9	1,5	1,3	2,4	2,5	3,2	-0,4	4,0	3,4
dic.	2,1	2,7	1,3	1,7	1,2	3,8	2,5	2,8	-0,5	3,8	3,5
2003 gen.	1,4	2,8	-0,7	1,7	0,6	6,0	2,5	3,3	-0,7	3,2	3,6
feb.	2,0	3,2	0,3	2,2	0,7	7,7	2,4	3,3	-0,9	3,0	3,7
mar.	2,2	3,3	0,7	2,2	0,8	7,5	2,4	3,0	-0,7	2,8	3,7
apr.	2,3	3,3	0,9	1,1	0,8	2,2	2,4	3,2	-0,6	3,5	3,6
mag.	2,4	3,3	1,1	0,9	0,9	0,6	2,4	2,8	-0,5	2,5	3,5
giu.	2,9	3,2	2,5	1,0	0,8	1,6	2,3	2,9	-0,6	2,7	3,5
lug.	3,0	3,2	2,7	1,0	0,7	2,0	2,4	2,6	-0,5	2,3	3,3
ago.	3,1	3,0	3,3	1,0	0,6	2,7	2,3	2,8	-0,4	2,7	3,2
set.	3,5	3,1	4,2	1,0	0,8	1,7	2,4	3,3	-0,3	2,6	3,1
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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) Inclusive 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 <sup>1)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>2)</sup> (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni <sup>3)</sup>									Costruzioni <sup>4)</sup>	Industria manifatturiera			
	Totale al netto delle costruzioni		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
	Indice 2000=100		Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
1	2	3	4	5	Totale	Durevoli	Non durevoli	9	10	11	12	Totale al netto dell'energia	13	14
1997	96,0	1,1	0,4	0,2	0,3	0,7	0,6	1,2	3,0	1,4	0,8	0,3	10,7	17,0
1998	95,4	-0,7	0,1	-0,4	0,6	0,7	0,7	0,5	-4,6	0,3	-0,5	-21,9	-14,7	12,0
1999	95,0	-0,4	-0,6	-1,5	0,2	0,6	0,7	-0,2	0,2	1,3	0,1	14,6	-6,4	17,1
2000	100,0	5,3	2,5	5,1	0,6	1,4	1,4	1,6	17,3	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	102,2	2,2	1,7	1,2	1,0	3,0	2,0	3,1	2,7	2,3	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	102,1	0,0	0,5	-0,3	0,9	1,3	1,6	1,3	-1,9	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2002 3° tr.	102,3	0,0	0,6	0,3	0,8	1,2	1,5	1,1	-2,1	2,6	0,4	-4,6	1,1	27,2
4° tr.	102,6	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,3	1,4	2,8	3,0	1,5	12,6	5,6	26,5
2003 1° tr.	104,1	2,5	1,2	1,6	0,4	1,4	0,9	1,5	7,5	2,1	2,2	9,1	-3,2	28,4
2° tr.	103,6	1,5	1,0	1,2	0,4	1,3	0,7	1,4	2,7	2,4	0,8	-13,7	-7,9	22,7
3° tr.	103,6	1,3	0,6	0,2	0,4	1,4	0,9	1,5	3,5	.	0,5	-6,5	-5,8	25,1
2002 ott.	102,7	1,1	0,9	0,8	0,7	1,4	1,4	1,4	2,3	-	1,3	13,2	10,2	27,9
nov.	102,4	1,2	1,0	1,2	0,8	1,3	1,2	1,3	2,4	-	1,3	9,1	3,9	24,2
dic.	102,7	1,6	1,1	1,2	0,8	1,5	1,3	1,5	3,9	-	1,8	15,6	2,9	27,1
2003 gen.	103,7	2,3	1,1	1,4	0,5	1,4	1,0	1,4	6,7	-	2,0	15,4	-1,1	28,3
feb.	104,2	2,7	1,2	1,7	0,3	1,5	1,0	1,6	8,4	-	2,5	15,8	-2,1	29,8
mar.	104,3	2,4	1,2	1,7	0,3	1,4	0,8	1,5	7,4	-	2,2	-2,2	-6,4	27,2
apr.	103,8	1,7	1,1	1,6	0,4	1,3	0,7	1,4	3,2	-	1,1	-15,2	-6,2	22,9
mag.	103,4	1,3	1,0	1,3	0,4	1,3	0,7	1,4	1,7	-	0,6	-16,6	-8,0	21,9
giu.	103,4	1,4	0,9	0,8	0,4	1,3	0,8	1,4	3,1	-	0,7	-8,9	-9,6	23,3
lug.	103,5	1,3	0,6	0,3	0,3	1,3	1,0	1,4	3,7	-	0,6	-4,4	-7,5	25,0
ago.	103,7	1,4	0,5	0,1	0,4	1,3	0,8	1,4	4,4	-	0,6	-2,9	-5,2	26,5
set.	103,7	1,1	0,7	0,2	0,4	1,5	1,0	1,6	2,3	-	0,3	-11,8	-4,7	23,9
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-8,2	-3,7	24,7

#### 2. Deflatori del PIL<sup>5)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione, dati destagionalizzati)

	Totale		Domanda interna				Esportazioni <sup>6)</sup>	Importazioni <sup>6)</sup>
	Indice 1995=100		Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
						15	16	17
1996	102,0	2,0	2,1	2,4	2,2	0,9	0,8	0,7
1997	103,6	1,5	1,7	2,0	1,3	1,0	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	107,9	1,4	2,6	2,2	2,6	2,5	4,7	8,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	110,9	2,5	2,2	2,3	2,5	1,9	1,4	0,7
2002	113,6	2,4	2,1	2,4	1,9	2,0	-0,7	-1,7
2001 4° trim.	112,0	2,8	1,8	1,9	2,3	1,5	-0,7	-3,6
2002 1° trim.	112,9	2,7	2,3	2,1	2,1	1,9	-0,9	-2,0
2° trim.	113,2	2,3	1,9	2,4	1,8	2,1	-1,2	-2,3
3° trim.	114,0	2,6	2,0	2,4	1,9	1,8	-0,4	-2,3
4° trim.	114,5	2,2	2,2	2,5	1,9	2,0	-0,2	-0,3
2003 1° trim.	115,1	1,9	1,9	2,2	1,9	1,5	0,4	0,2
2° trim.	115,7	2,2	1,6	1,8	1,6	1,1	-0,2	-1,7

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 12 e 13 (HWWA, Istituto per l'economia internazionale, Amburgo), della colonna 14 (Thomson Financial Data-stream) 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 <sup>1)</sup>

#### 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 <sup>3)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1998	5.883,5	5.743,7	3.330,8	1.176,3	1.203,5	33,2	139,8	1.948,9	1.809,1
1999	6.150,0	6.048,9	3.506,7	1.229,4	1.292,2	20,6	101,1	2.051,2	1.950,1
2000	6.452,2	6.385,0	3.680,7	1.287,6	1.388,7	28,0	67,3	2.416,8	2.349,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	6.843,0	6.728,4	3.921,7	1.370,8	1.442,9	-6,9	114,6	2.563,6	2.448,9
2002	7.069,3	6.885,2	4.029,1	1.436,4	1.432,4	-12,7	184,1	2.590,6	2.406,5
2002 1° trim.	1.747,5	1.704,2	994,2	353,5	359,2	-2,6	43,2	631,0	587,7
2° trim.	1.760,6	1.715,8	1.003,9	357,8	356,2	-2,1	44,9	646,4	601,5
3° trim.	1.776,3	1.726,4	1.011,5	361,4	357,2	-3,7	49,8	656,5	606,7
4° trim.	1.784,9	1.738,8	1.019,5	363,7	359,8	-4,2	46,1	656,7	610,6
2003 1° trim.	1.794,5	1.758,5	1.032,5	366,8	356,6	2,7	35,9	647,6	611,7
2° trim.	1.802,6	1.765,7	1.036,0	370,0	356,7	3,0	36,9	638,7	601,8

##### 2. A prezzi costanti

(miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>3)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>
10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1998	5.667,2	5.544,6	3.186,0	1.142,2	1.190,9	25,5	122,7	1.939,1	1.816,5
1999	5.826,2	5.738,3	3.299,2	1.164,1	1.260,9	14,1	87,9	2.039,7	1.951,8
2000	6.029,6	5.905,2	3.388,7	1.188,2	1.322,0	6,3	124,4	2.295,8	2.171,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	6.233,8	6.080,2	3.526,4	1.232,1	1.345,9	-24,2	153,6	2.400,0	2.246,4
2002	6.287,8	6.092,8	3.539,6	1.266,7	1.310,4	-23,9	195,0	2.441,5	2.246,5
2002 1° trim.	1.564,6	1.517,2	880,3	314,0	330,9	-8,0	47,4	594,7	547,3
2° trim.	1.571,8	1.521,9	883,8	316,3	326,1	-4,2	49,9	609,8	559,9
3° trim.	1.575,4	1.524,5	886,3	318,0	326,2	-6,0	50,9	619,2	568,4
4° trim.	1.576,0	1.529,2	889,2	318,5	327,3	-5,7	46,8	617,7	570,9
2003 1° trim.	1.575,9	1.536,7	894,5	319,7	323,5	-1,0	39,2	607,9	568,7
2° trim.	1.575,0	1.541,4	896,2	321,9	322,9	0,4	33,7	603,6	569,9

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

1998	2,9	3,5	3,0	1,4	5,1	-	-	7,4	10,0
1999	2,8	3,5	3,6	1,9	5,9	-	-	5,2	7,5
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,8	-	-	12,6	11,3
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	1,6	1,0	1,8	2,4	-0,1	-	-	3,3	1,7
2002	0,9	0,2	0,4	2,8	-2,6	-	-	1,7	0,0
2002 1° trim.	0,5	-0,3	0,5	2,8	-2,7	-	-	-2,1	-4,3
2° trim.	0,9	-0,1	0,1	3,2	-3,5	-	-	1,7	-1,1
3° trim.	1,0	0,4	0,2	3,1	-2,7	-	-	3,3	2,0
4° trim.	1,1	0,8	0,7	2,1	-1,7	-	-	4,0	3,5
2003 1° trim.	0,7	1,3	1,6	1,8	-2,2	-	-	2,2	3,9
2° trim.	0,2	1,3	1,4	1,8	-1,0	-	-	-1,0	1,8

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 <sup>1)</sup>	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	5.471,1	138,7	1.276,8	295,4	1.139,7	1.445,9	1.174,6	202,2	614,6
1999	5.689,0	136,7	1.295,9	311,4	1.185,3	1.534,0	1.225,6	201,6	662,7
2000	5.972,1	137,6	1.352,1	328,9	1.248,9	1.627,2	1.277,4	208,4	688,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	6.347,8	151,3	1.411,2	351,6	1.349,3	1.723,0	1.361,2	222,0	717,3
2002	6.557,3	149,8	1.428,4	362,8	1.385,7	1.803,7	1.426,9	227,3	739,4
2002 1° trim.	1.622,6	38,2	353,7	91,0	343,3	445,0	351,4	56,4	181,3
2° trim.	1.633,9	37,0	356,7	89,9	345,3	449,8	355,2	56,6	183,3
3° trim.	1.646,6	37,4	359,6	90,5	348,0	452,7	358,5	56,7	186,3
4° trim.	1.654,2	37,1	358,4	91,3	349,2	456,2	361,9	57,7	188,4
2003 1° trim.	1.662,9	37,1	360,9	91,6	348,5	459,9	364,9	57,8	189,4
2° trim.	1.671,3	37,3	357,5	93,0	351,8	464,7	367,1	58,2	189,5

### 4. A prezzi costanti

(miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo							Consumi intermedi di SIFIM <sup>1)</sup>	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	5.319,5	142,4	1.256,5	291,9	1.114,4	1.388,3	1.126,0	222,4	570,1
1999	5.462,6	146,4	1.269,1	298,9	1.163,6	1.440,0	1.144,8	231,7	595,3
2000	5.668,0	146,0	1.319,6	305,9	1.222,0	1.506,2	1.168,4	247,9	609,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	5.870,3	151,8	1.343,2	311,6	1.289,1	1.573,6	1.200,9	264,5	628,0
2002	5.938,6	151,1	1.355,9	307,8	1.306,9	1.587,9	1.229,0	262,7	612,0
2002 1° trim.	1.476,6	37,9	336,4	77,9	324,5	395,1	304,8	65,3	153,3
2° trim.	1.484,8	37,8	339,6	76,7	326,4	397,5	306,8	65,1	152,1
3° trim.	1.488,1	37,8	340,6	76,6	327,7	397,3	308,0	65,8	153,1
4° trim.	1.489,1	37,6	339,3	76,5	328,2	398,1	309,4	66,5	153,4
2003 1° trim.	1.489,4	37,5	340,2	75,9	327,8	398,2	309,9	66,7	153,1
2° trim.	1.488,4	37,3	336,7	76,2	328,2	399,2	310,8	66,6	153,2

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

1998	2,9	1,5	3,2	0,5	4,0	3,7	1,5	3,6	2,6
1999	2,7	2,8	1,0	2,4	4,4	3,7	1,7	4,2	4,4
2000	3,8	-0,3	4,0	2,3	5,0	4,6	2,1	7,0	2,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>									
2001	1,8	-1,5	0,6	-0,3	3,0	3,1	1,3	5,2	0,9
2002	1,2	-0,5	0,9	-1,2	1,4	0,9	2,3	-0,7	-2,6
2002 1° trim.	0,8	0,6	-0,8	0,1	1,0	1,2	2,1	-0,3	-2,7
2° trim.	1,3	0,4	1,1	-1,3	1,3	1,2	2,5	-1,7	-3,8
3° trim.	1,2	-0,6	1,4	-1,7	1,5	0,7	2,4	-0,9	-2,2
4° trim.	1,3	-2,2	2,1	-2,0	1,7	0,6	2,3	0,3	-1,5
2003 1° trim.	0,9	-0,9	1,1	-2,7	1,0	0,8	1,7	2,1	-0,1
2° trim.	0,2	-1,2	-0,9	-0,7	0,6	0,5	1,3	2,4	0,7

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 <sup>1)</sup>**
**1. Produzione industriale**
*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)*

	Totale	Industria escluse le costruzioni <sup>2)</sup>									Costruzioni	Industria manifatturiera
		Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici			
		Indice (dest.) 2000 = 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	2,1	95,0	1,9	1,9	1,9	2,3	1,5	1,4	1,5	0,7	4,1	1,9
2000	4,9	100,1	5,3	5,3	5,9	8,4	1,9	6,1	1,2	1,7	2,4	5,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	0,3	100,6	0,5	0,2	-0,5	1,6	0,5	-1,8	0,9	1,6	0,5	0,3
2002	-0,5	100,1	-0,5	-0,7	0,4	-1,9	-0,4	-5,3	0,6	1,0	0,6	-0,7
2002 3° trim.	0,0	100,2	0,1	-0,2	1,4	-1,1	-0,6	-4,1	0,0	1,8	0,4	0,0
4° trim.	1,0	100,4	1,3	1,5	2,8	1,3	0,8	-4,0	1,7	-0,6	-0,7	1,6
2003 1° trim.	0,9	100,5	1,2	0,8	1,5	1,5	-0,7	-4,8	0,1	4,7	-2,2	0,9
2° trim.	-0,4	100,0	-0,5	-1,0	-0,2	-1,6	-0,9	-6,0	0,0	2,0	-0,6	-1,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2002 nov.	2,2	100,9	2,7	3,2	4,8	3,3	2,0	-2,0	2,8	-1,6	0,7	3,3
dic.	-0,1	99,6	-0,3	0,3	1,9	0,1	-0,3	-6,5	0,8	-4,4	-1,6	0,4
2003 gen.	1,1	100,5	1,3	0,9	2,8	1,5	-0,6	-4,1	0,0	1,4	-1,4	1,1
feb.	1,4	100,9	2,3	0,9	1,1	3,1	-0,3	-4,4	0,4	10,0	-3,9	1,2
mar.	0,2	100,1	0,1	0,6	0,6	0,1	-1,0	-5,7	-0,1	3,3	-1,5	0,6
apr.	0,5	100,6	0,9	-0,1	0,7	-0,4	0,8	-4,8	1,9	3,0	-1,9	-0,1
mag.	-1,0	99,7	-1,0	-1,3	-0,9	-0,5	-2,6	-6,5	-1,8	1,0	-1,9	-1,1
giu.	-0,5	99,7	-1,3	-1,6	-0,5	-3,8	-0,9	-6,7	0,2	2,0	2,7	-1,7
lug.	.	100,6	0,8	0,5	0,1	1,4	1,5	-2,3	2,2	1,7	.	0,7
ago.	.	100,0	-0,4	-0,8	0,4	-2,8	0,6	-3,8	1,2	3,5	.	-0,9
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

**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 <sup>3)</sup> (dest.)		
	Totale		Totale		Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari	Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
	Indice 2000 = 100		Indice 1995 = 100						17	18	19
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1999	96,0	3,0	97,8	2,4	2,9	2,2	1,4	2,5	973	5,4	
2000	99,9	4,1	100,0	2,3	1,8	2,1	1,6	4,4	952	-2,1	
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001	104,1	4,2	101,7	1,7	1,8	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8	
2002	106,1	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,3	-1,9	-1,7	926	-4,3	
2002 3° trim.	106,7	1,9	102,2	0,5	1,2	0,4	-2,3	-0,5	918	-4,7	
4° trim.	106,6	1,5	101,7	-0,1	1,2	-0,6	-1,2	-2,4	950	0,2	
2003 1° trim.	107,9	2,7	102,3	0,8	2,3	0,5	-1,8	0,2	897	-2,6	
2° trim.	107,6	1,7	102,1	0,9	1,7	-0,3	-1,6	0,2	888	-2,8	
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	929	1,4	
2002 nov.	106,2	0,8	101,7	-0,7	1,3	-1,6	-5,4	-2,9	941	-1,2	
dic.	106,2	0,3	100,8	-1,1	0,0	-1,8	-1,9	-2,9	980	6,1	
2003 gen.	108,1	3,5	103,4	2,9	4,2	2,0	2,5	0,6	883	-5,3	
feb.	108,1	2,7	102,4	1,1	2,6	0,4	-3,6	-0,2	899	-3,5	
mar.	107,6	1,8	101,0	-1,6	0,3	-0,9	-4,1	0,3	910	0,6	
apr.	107,7	1,8	102,9	2,2	2,5	0,2	-1,0	1,1	877	-3,8	
mag.	107,4	1,6	101,8	0,1	1,4	-0,5	-2,4	-0,6	869	-5,3	
giu.	107,7	1,7	101,6	0,4	1,2	-0,6	-1,5	0,2	917	0,8	
lug.	107,6	1,3	101,9	-0,2	1,1	-1,3	-2,2	-1,1	925	2,6	
ago.	107,5	0,3	101,8	-0,9	1,3	-2,5	-7,4	-1,0	922	-0,9	
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	940	1,7	

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 imprese<sup>1)</sup>

## 1. Indice del clima economico, indagini congiunturali sull'industria manifatturiera e sulle famiglie

(saldi percentuali<sup>2)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Indice del clima economico <sup>3)</sup> (2000 = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Totale <sup>5)</sup>	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 <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999	97,6	-7	-16	11	6	82,6	-3	3	-4	11	1
2000	100,0	5	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	97,0	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2
2002	95,6	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3
2002 3° tr.	95,4	-11	-27	11	4	81,5	-10	-1	-11	26	-3
4° tr.	95,3	-10	-23	10	4	81,5	-14	-3	-15	30	-8
2003 1° tr.	94,9	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2° tr.	94,8	-12	-27	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
3° tr.	95,0	-11	-27	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
2002 ott.	95,6	-9	-25	10	7	81,7	-12	-2	-12	27	-7
nov.	95,3	-10	-22	10	3	-	-14	-4	-15	30	-7
dic.	95,1	-10	-22	10	1	-	-16	-4	-19	33	-9
2003 gen.	94,9	-11	-22	9	-1	81,3	-18	-5	-21	36	-9
feb.	95,1	-10	-23	10	2	-	-19	-5	-23	39	-9
mar.	94,6	-12	-26	10	0	-	-21	-6	-26	42	-9
apr.	94,7	-12	-27	10	1	80,8	-19	-5	-22	40	-9
mag.	94,8	-12	-27	9	0	-	-20	-4	-23	43	-9
giu.	94,8	-12	-28	9	0	-	-19	-4	-22	40	-8
lug.	94,7	-14	-28	12	-1	80,7	-18	-4	-21	39	-9
ago.	95,0	-11	-26	11	4	-	-17	-4	-20	37	-7
set.	95,4	-9	-26	10	9	-	-17	-4	-18	37	-8
ott.	95,6	-8	-22	10	8	81,2	-17	-5	-18	36	-9

## 2. Indagini congiunturali nei settori delle costruzioni, delle vendite al dettaglio e dei servizi

(saldi percentuali<sup>2)</sup>, 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 <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	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	-19	-26	-11	-16	-23	18	-9	1	-4	-6	13
2002 3° tr.	-22	-30	-12	-17	-24	15	-11	-1	-5	-8	11
4° tr.	-22	-29	-15	-15	-21	17	-8	-4	-13	-4	4
2003 1° tr.	-20	-27	-13	-17	-24	17	-10	-6	-16	-11	11
2° tr.	-21	-27	-14	-15	-20	18	-6	-2	-12	0	6
3° tr.	-22	-28	-15	-13	-19	16	-3	5	-1	4	13
2002 ott.	-22	-30	-13	-16	-21	15	-11	-4	-13	-4	5
nov.	-24	-30	-17	-14	-17	18	-7	-4	-13	-4	5
dic.	-21	-28	-14	-16	-24	17	-7	-5	-13	-4	2
2003 gen.	-21	-28	-14	-19	-30	18	-10	-5	-15	-12	13
feb.	-19	-26	-11	-14	-18	14	-9	-5	-15	-9	10
mar.	-20	-26	-13	-18	-25	18	-12	-7	-18	-13	9
apr.	-20	-27	-13	-17	-24	17	-9	-3	-14	-1	7
mag.	-21	-27	-15	-13	-19	18	-3	-2	-11	0	6
giu.	-22	-28	-15	-14	-18	18	-6	-1	-10	1	6
lug.	-20	-27	-13	-12	-19	16	0	3	-3	3	10
ago.	-23	-29	-16	-14	-18	18	-5	6	-1	5	14
set.	-23	-29	-16	-12	-19	14	-4	7	1	4	16
ott.	-21	-28	-14	-10	-17	12	0	9	4	9	15

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 <sup>1)</sup>

## 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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,0	25,1	14,3	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	122,360	1,8	2,0	0,9	-1,3	1,0	0,1	2,1	5,3	1,6
1999	124,605	1,8	2,3	-0,6	-2,5	-0,2	1,9	2,2	5,7	1,9
2000	127,396	2,2	2,5	0,8	-1,5	0,6	1,8	3,2	5,9	1,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	133,156	1,4	1,6	0,2	-0,8	0,3	0,4	1,6	3,9	1,3
2002	133,705	0,4	0,5	-0,3	-2,0	-1,3	-1,1	0,5	2,3	1,3
2002 2° tr.	133,762	0,5	0,7	-0,5	-2,0	-1,2	-0,9	0,6	2,6	1,3
3° tr.	133,709	0,3	0,5	-0,4	-1,9	-1,3	-1,3	0,2	2,1	1,4
4° tr.	133,659	0,1	0,1	0,2	-1,9	-1,7	-1,3	0,0	2,0	1,2
2003 1° tr.	133,657	0,0	-0,2	0,8	-2,3	-1,8	-1,0	-0,2	1,6	1,1
2° tr.	133,714	0,0	-0,2	1,1	-2,3	-2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,1

## 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
			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	11,689	8,4	9,095	7,4	2,595	16,2	5,762	7,3	5,927	9,9
2002 3° tr.	11,786	8,5	9,183	7,4	2,603	16,3	5,829	7,4	5,957	9,9
4° tr.	11,970	8,6	9,345	7,6	2,625	16,4	5,940	7,5	6,030	10,0
2003 1° tr.	12,213	8,7	9,530	7,7	2,683	16,8	6,076	7,7	6,137	10,2
2° tr.	12,333	8,8	9,649	7,8	2,684	16,8	6,136	7,7	6,197	10,2
3° tr.	12,364	8,8	9,689	7,8	2,674	16,8	6,142	7,7	6,221	10,2
2002 set.	11,829	8,5	9,228	7,5	2,601	16,2	5,854	7,4	5,975	9,9
ott.	11,885	8,5	9,282	7,5	2,603	16,3	5,888	7,4	5,997	9,9
nov.	11,978	8,6	9,350	7,6	2,629	16,5	5,943	7,5	6,035	10,0
dic.	12,046	8,6	9,403	7,6	2,643	16,5	5,990	7,6	6,057	10,0
2003 gen.	12,134	8,7	9,463	7,6	2,671	16,7	6,038	7,6	6,096	10,1
feb.	12,220	8,7	9,534	7,7	2,686	16,8	6,082	7,7	6,138	10,2
mar.	12,286	8,8	9,595	7,7	2,691	16,8	6,108	7,7	6,178	10,2
apr.	12,330	8,8	9,642	7,8	2,688	16,8	6,133	7,7	6,197	10,2
mag.	12,330	8,8	9,646	7,8	2,685	16,8	6,137	7,7	6,194	10,2
giu.	12,338	8,8	9,658	7,8	2,680	16,8	6,139	7,7	6,199	10,2
lug.	12,344	8,8	9,670	7,8	2,674	16,8	6,135	7,7	6,209	10,2
ago.	12,362	8,8	9,688	7,8	2,673	16,8	6,140	7,7	6,222	10,2
set.	12,385	8,8	9,710	7,8	2,675	16,8	6,152	7,8	6,233	10,3

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 2000 = 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 <sup>1)</sup>								
2000	100,0	1,3	1,6	-0,3	1,8	-0,4	4,4	2,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	102,5	2,5	3,2	2,6	3,7	1,4	2,1	3,2
2002	104,7	2,1	1,6	0,5	3,6	1,4	3,4	1,7
2002 2° tr.	104,4	2,0	-0,9	0,4	3,6	1,3	2,8	1,7
3° tr.	104,8	1,9	-1,4	0,3	3,3	1,0	3,5	1,7
4° tr.	105,4	1,5	4,7	-0,8	3,7	0,8	3,5	0,9
2003 1° tr.	106,3	2,0	2,8	0,3	4,8	1,8	3,2	1,7
2° tr.	107,0	2,5	6,3	1,8	4,2	3,0	3,6	1,7
Redditi per occupato								
2000	100,0	2,5	2,9	3,1	2,3	1,4	3,1	2,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	102,8	2,8	2,5	2,9	3,0	2,9	1,4	3,1
2002	105,4	2,6	3,2	2,8	3,4	2,3	2,0	2,7
2002 2° tr.	105,0	2,4	1,5	2,8	3,1	2,0	1,4	2,9
3° tr.	105,8	2,5	0,0	3,0	3,0	2,3	2,0	2,7
4° tr.	106,4	2,5	4,4	3,1	2,9	2,5	2,2	2,0
2003 1° tr.	107,4	2,7	4,3	3,3	3,1	3,0	2,4	2,3
2° tr.	107,9	2,8	7,5	2,9	3,8	3,7	2,9	1,8
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2000	100,0	1,2	1,3	3,4	0,5	1,8	-1,2	0,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	100,2	0,2	-0,7	0,3	-0,7	1,5	-0,7	-0,1
2002	100,7	0,5	1,6	2,3	-0,2	0,9	-1,4	1,0
2002 2° tr.	100,6	0,4	2,5	2,4	-0,4	0,7	-1,4	1,1
3° tr.	100,9	0,7	1,4	2,7	-0,3	1,2	-1,4	1,1
4° tr.	101,0	1,0	-0,3	3,9	-0,8	1,7	-1,3	1,1
2003 1° tr.	101,0	0,7	1,5	3,0	-1,7	1,2	-0,8	0,5
2° tr.	100,9	0,2	1,2	1,1	-0,3	0,6	-0,7	0,1

### 4. Indicatori di costo orario del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale <sup>3)</sup>		Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			
	Indice (dest.) 2000 = 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	100,0	2,8	3,0	2,0	3,3	3,3	2,2	
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>								
2001	103,3	3,4	3,5	2,9	3,2	3,6	3,6	
2002	106,9	3,5	3,4	3,9	3,2	3,5	3,7	
2002 2° tr.	106,4	3,2	3,0	3,7	2,8	3,0	3,5	
3° tr.	107,2	3,2	3,1	3,6	2,9	3,4	3,3	
4° tr.	108,1	3,5	3,4	3,9	3,5	3,0	3,5	
2003 1° tr.	108,9	2,7	2,6	3,2	2,8	2,3	2,5	
2° tr.	109,6	2,9	2,8	3,2	3,4	3,3	2,9	

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; dati non stagionalizzati di fine periodo)

#### Consistenze

#### 1. Principali attività finanziarie <sup>2)</sup>

	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro <sup>3)</sup>
	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 <sup>4)</sup>	
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 2° trim.	4.704,4	324,8	4.114,2	1.321,8	1.418,3	1.315,7	58,4	125,0	140,4	242,7
3° trim.	4.716,7	328,3	4.112,8	1.324,6	1.416,5	1.313,1	58,7	133,3	142,3	238,6
4° trim.	4.859,1	350,8	4.215,1	1.370,9	1.457,7	1.323,5	63,0	142,0	151,2	229,7
2000 1° trim.	4.838,4	335,5	4.222,3	1.379,6	1.462,5	1.303,3	76,8	130,2	150,5	260,5
2° trim.	4.895,0	342,0	4.256,9	1.409,7	1.485,7	1.282,6	78,9	146,0	150,1	247,1
3° trim.	4.915,8	339,8	4.266,5	1.396,9	1.524,0	1.263,7	81,9	159,2	150,2	253,9
4° trim.	5.032,2	348,4	4.361,6	1.464,4	1.542,4	1.269,1	85,6	164,5	157,8	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	157,3	259,6
2° trim.	5.236,2	333,0	4.579,4	1.526,3	1.616,7	1.321,1	115,3	165,5	158,3	268,8
3° trim.	5.225,6	309,6	4.609,0	1.547,9	1.605,2	1.333,7	122,2	147,8	159,1	265,6
4° trim.	5.366,7	239,7	4.816,3	1.690,3	1.613,0	1.396,3	116,7	139,0	171,7	298,1
2002 1° trim.	5.363,7	254,3	4.774,3	1.637,4	1.604,8	1.413,0	119,1	157,5	177,6	301,7
2° trim.	5.447,0	285,7	4.827,6	1.703,6	1.593,8	1.412,5	117,6	155,0	178,7	278,1
3° trim.	5.461,2	306,7	4.827,4	1.699,6	1.585,8	1.423,3	118,8	146,3	180,8	289,0
4° trim.	5.624,4	341,2	4.953,6	1.790,2	1.582,0	1.469,6	111,9	136,4	193,3	293,0
2003 1° trim.	5.650,2	327,2	4.950,0	1.759,2	1.573,3	1.511,3	106,2	176,2	196,8	323,0
2° trim.	.	351,0	5.030,9	1.840,5	1.562,1	1.533,9	94,4	200,3	.	.

	Titoli non azionari			Azioni <sup>5)</sup>				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 2° trim.	1.499,9	156,9	1.343,0	4.140,0	2.422,5	1.717,5	211,4	2.758,4	2.471,6	286,8
3° trim.	1.504,9	143,3	1.361,6	4.059,2	2.334,3	1.724,9	210,0	2.800,9	2.510,1	290,7
4° trim.	1.563,8	169,6	1.394,1	4.796,8	2.976,6	1.820,3	204,2	2.952,3	2.652,3	300,0
2000 1° trim.	1.554,0	178,4	1.375,6	4.872,1	2.952,9	1.919,2	214,9	3.065,6	2.764,8	300,8
2° trim.	1.583,0	183,7	1.399,2	4.781,3	2.888,4	1.892,9	204,6	3.113,2	2.808,6	304,6
3° trim.	1.667,2	202,6	1.464,6	4.825,4	2.918,3	1.907,1	204,1	3.168,8	2.860,3	308,5
4° trim.	1.752,9	220,5	1.532,4	4.844,6	2.985,8	1.858,7	200,1	3.200,7	2.892,0	308,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	1.861,7	285,4	1.576,3	4.527,1	2.706,6	1.820,6	224,0	3.253,0	2.939,1	313,9
2° trim.	1.858,7	245,1	1.613,6	4.492,3	2.644,6	1.847,7	232,3	3.312,1	2.995,4	316,7
3° trim.	1.890,7	240,4	1.650,3	4.000,8	2.272,7	1.728,1	253,1	3.289,0	2.968,0	321,0
4° trim.	1.926,2	228,1	1.698,1	4.349,1	2.527,4	1.821,8	260,0	3.378,7	3.053,6	325,0
2002 1° trim.	1.979,2	266,5	1.712,7	4.436,5	2.582,5	1.854,0	290,5	3.402,4	3.070,7	331,7
2° trim.	2.004,1	229,9	1.774,2	4.048,6	2.293,0	1.755,6	292,8	3.422,8	3.087,4	335,4
3° trim.	2.060,8	255,8	1.805,0	3.443,6	1.726,0	1.717,6	309,2	3.448,6	3.110,4	338,2
4° trim.	2.059,6	248,4	1.811,2	3.435,3	1.738,0	1.697,3	304,3	3.518,6	3.174,6	344,0
2003 1° trim.	2.055,7	238,2	1.817,6	3.295,4	1.586,2	1.709,1	379,2	3.575,8	3.227,0	348,8
2° 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 <sup>1)</sup>

	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 <sup>2)</sup>
	Totale	Concessi da IFM dell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>3)</sup>			
			Totale	A breve termine	A lungo termine <sup>4)</sup>	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 2° trim.	6.415,1	5.817,5	897,3	38,6	858,7	2.684,7	963,3	1.721,4	2.833,1	254,2	2.578,8	183,3
3° trim.	6.482,9	5.886,6	882,4	37,5	844,9	2.699,7	942,8	1.756,9	2.900,8	253,9	2.646,9	191,4
4° trim.	6.660,4	6.039,5	902,4	41,7	860,7	2.791,4	978,6	1.812,9	2.966,6	262,6	2.704,1	201,5
2000 1° trim.	6.805,6	6.156,4	893,1	40,7	852,3	2.890,2	1.036,8	1.853,4	3.022,3	264,0	2.758,3	221,1
2° trim.	6.952,8	6.262,2	887,9	41,6	846,3	2.989,6	1.088,8	1.900,7	3.075,3	272,7	2.802,6	219,7
3° trim.	7.097,8	6.379,6	868,4	39,5	828,8	3.097,5	1.150,6	1.947,0	3.131,9	274,2	2.857,7	252,3
4° trim.	7.261,5	6.500,5	884,2	41,7	842,5	3.196,3	1.166,1	2.030,3	3.181,1	279,3	2.901,8	245,2
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001 1° trim.	7.455,1	6.671,7	897,6	42,3	855,3	3.322,9	1.243,9	2.079,1	3.234,5	278,9	2.955,6	257,3
2° trim.	7.561,3	6.762,2	882,7	42,2	840,5	3.394,6	1.265,6	2.129,0	3.284,0	284,8	2.999,1	279,2
3° trim.	7.632,6	6.805,2	876,1	45,3	830,9	3.434,5	1.243,2	2.191,3	3.321,9	280,3	3.041,6	249,7
4° trim.	7.751,1	6.897,7	903,1	50,0	853,2	3.474,3	1.226,0	2.248,4	3.373,6	281,6	3.092,0	268,9
2002 1° trim.	7.812,9	6.960,5	904,5	53,4	851,1	3.501,6	1.222,0	2.279,6	3.406,8	277,2	3.129,6	278,5
2° trim.	7.907,2	7.017,6	877,7	53,4	824,3	3.547,0	1.206,7	2.340,4	3.482,4	287,9	3.194,5	245,5
3° trim.	7.952,5	7.053,0	870,1	54,7	815,4	3.554,3	1.188,7	2.365,6	3.528,0	284,1	3.244,0	238,0
4° trim.	8.064,5	7.131,5	883,2	60,6	822,6	3.594,2	1.172,7	2.421,6	3.587,1	289,3	3.297,8	240,2
2003 1° trim.	8.116,5	7.170,3	874,8	68,3	806,5	3.622,5	1.188,0	2.434,5	3.619,2	276,9	3.342,3	239,4
2° trim.		7.240,1										

	Titoli non azionari emessi da:								Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie						
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
1999 2° trim.	3.951,7	3.612,1	458,2	3.153,8	339,7	66,2	273,5	3.090,6	139,6	221,9	
3° trim.	3.930,1	3.577,4	448,1	3.129,2	352,7	73,9	278,8	3.015,8	141,7	224,2	
4° trim.	3.896,5	3.533,3	419,7	3.113,6	363,2	77,4	285,8	4.193,5	148,9	226,5	
2000 1° trim.	3.950,7	3.586,0	425,1	3.160,9	364,7	77,0	287,7	4.536,4	148,2	228,4	
2° trim.	3.984,8	3.607,7	425,6	3.182,1	377,1	87,8	289,3	4.381,0	147,9	230,2	
3° trim.	4.018,7	3.622,1	422,0	3.200,1	396,6	94,6	302,0	4.222,7	147,9	232,1	
4° trim.	4.068,1	3.650,2	400,5	3.249,6	417,9	100,8	317,1	4.069,6	155,3	233,9	
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001 1° trim.	4.245,6	3.790,9	429,7	3.361,2	454,8	111,4	343,4	3.722,4	154,7	236,1	
2° trim.	4.296,1	3.815,9	441,2	3.374,7	480,2	122,5	357,7	3.679,7	155,2	238,3	
3° trim.	4.380,4	3.880,8	450,1	3.430,7	499,7	137,1	362,6	3.033,6	156,3	240,5	
4° trim.	4.394,2	3.875,1	434,3	3.440,8	519,0	136,9	382,1	3.528,0	168,6	241,4	
2002 1° trim.	4.452,3	3.929,0	446,6	3.482,4	523,3	141,7	381,6	3.551,9	174,6	243,8	
2° trim.	4.543,2	4.025,5	481,6	3.543,9	517,7	126,9	390,8	3.040,1	175,7	246,2	
3° trim.	4.653,0	4.122,3	479,9	3.642,4	530,8	133,8	396,9	2.293,2	177,6	248,6	
4° trim.	4.660,2	4.125,9	480,0	3.646,0	534,3	140,2	394,1	2.398,1	190,1	251,1	
2003 1° trim.	4.814,0	4.248,8	521,4	3.727,4	565,2	161,8	403,4	2.124,7	193,7	254,6	
2° trim.								2.466,4			

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 <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; dati non stagionalizzati)

**Transazioni**
**1. Principali attività finanziarie <sup>2)</sup>**

	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro <sup>3)</sup>
	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 <sup>4)</sup>		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso			Operazioni pronti contro termine	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 2° trim.	22,9	6,2	34,2	81,3	-48,9	9,4	-7,6	-8,4	-9,1	-4,4
3° trim.	13,9	3,5	0,2	3,5	-1,1	-2,6	0,3	8,3	1,9	-2,7
4° trim.	133,6	22,3	95,1	44,2	36,4	10,3	4,2	8,7	7,6	-14,5
2000 1° trim.	-27,6	-15,3	0,4	6,1	0,9	-20,4	13,7	-11,9	-0,7	25,9
2° trim.	52,1	6,7	30,0	31,9	17,8	-21,8	2,1	15,8	-0,4	-12,8
3° trim.	7,0	-2,2	-4,2	-17,3	28,8	-18,5	2,9	13,3	0,1	-2,1
4° trim.	129,7	8,6	108,3	71,4	27,3	5,7	3,8	5,3	7,6	-16,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	84,8	-19,8	120,6	-23,8	72,6	44,9	26,9	-15,6	-0,5	13,3
2° trim.	94,8	-3,3	82,0	77,3	-4,3	6,3	2,7	15,1	1,0	4,6
3° trim.	7,9	-23,4	48,1	25,2	3,0	13,0	7,0	-17,7	0,8	3,9
4° trim.	143,7	-69,9	209,9	142,3	10,6	62,5	-5,4	-8,8	12,5	12,2
2002 1° trim.	-0,7	14,6	-40,2	-53,4	-4,1	14,9	2,3	19,0	6,0	2,7
2° trim.	103,2	31,4	73,2	72,2	0,9	1,7	-1,7	-2,5	1,1	-10,0
3° trim.	11,2	21,0	0,6	-4,4	-7,3	10,6	1,7	-12,5	2,1	9,1
4° trim.	173,0	34,5	135,9	83,8	12,4	46,6	-6,9	-9,9	12,5	9,8
2003 1° trim.	40,6	7,7	-3,5	-29,5	-10,2	41,9	-5,6	32,8	3,6	31,7
2° trim.	.	23,8	85,3	82,8	-8,3	22,5	-11,8	24,1	.	.

	Titoli non azionari			Azioni <sup>5)</sup>				Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni		Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
						Quote di fondi comuni monetari				
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1999 2° trim.	-36,0	-8,4	-27,6	150,6	65,9	84,7	15,5	55,0	49,3	5,7
3° trim.	-3,2	-14,6	11,4	86,3	46,5	39,8	-2,1	57,6	52,1	5,5
4° trim.	61,2	25,2	36,0	-16,7	14,3	-31,0	-12,7	75,4	70,4	4,9
2000 1° trim.	10,1	21,8	-11,6	-16,3	-64,4	48,1	13,5	79,9	74,3	5,6
2° trim.	40,9	4,3	36,6	68,1	49,2	18,9	-7,4	55,4	52,8	2,7
3° trim.	75,0	22,3	52,7	104,8	97,3	7,4	-1,3	55,5	52,7	2,7
4° trim.	17,4	6,5	10,9	177,7	139,6	38,1	-5,1	59,2	61,3	-2,2
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	104,3	66,4	37,8	45,9	-1,6	47,5	22,0	68,2	60,9	7,3
2° trim.	-2,1	-34,2	32,2	42,1	35,6	6,5	3,4	53,2	49,7	3,6
3° trim.	31,2	-5,8	36,9	55,1	29,0	26,1	14,0	51,0	45,9	5,1
4° trim.	3,5	-18,2	21,7	-0,2	-23,3	23,2	3,1	56,6	54,4	2,2
2002 1° trim.	68,3	36,3	32,0	47,7	4,9	42,8	26,3	65,3	55,6	9,7
2° trim.	-11,1	-42,5	31,4	26,5	12,8	13,7	-1,5	50,2	46,2	4,0
3° trim.	46,7	27,4	19,3	44,4	20,5	23,9	13,7	47,8	43,8	4,0
4° trim.	-17,9	-16,0	-1,9	-34,7	-46,7	12,1	-7,6	57,6	56,5	1,1
2003 1° trim.	-5,2	-4,7	-0,5	61,6	5,5	56,1	30,3	65,6	59,7	6,0
2° 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 <sup>1)</sup>

	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 <sup>2)</sup>
	Totale	Concessi da IFM dell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>3)</sup>			
			Totale	A breve termine	A lungo termine <sup>4)</sup>	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 2° trim.	162,3	133,2	-4,1	2,7	-6,8	89,4	41,0	48,4	77,0	3,8	73,2	23,8
3° trim.	70,4	71,6	-14,7	-1,1	-13,6	17,4	-16,7	34,1	67,7	-0,3	68,1	8,5
4° trim.	175,8	146,3	19,7	4,2	15,5	87,7	33,6	54,2	68,4	8,4	60,0	-7,1
2000 1° trim.	141,9	108,8	-7,9	-0,9	-7,0	91,9	55,0	36,9	58,0	1,5	56,5	15,0
2° trim.	162,6	118,2	-5,5	0,9	-6,4	112,3	61,8	50,6	55,8	9,7	46,1	-0,8
3° trim.	132,8	91,6	-15,9	-2,1	-13,8	96,9	53,6	43,3	51,8	0,0	51,8	23,0
4° trim.	188,2	140,1	16,1	2,2	13,9	119,5	20,4	99,0	52,7	5,3	47,4	2,1
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001 1° trim.	103,6	89,7	-6,3	0,0	-6,3	63,3	38,5	24,8	46,6	-5,2	51,8	9,1
2° trim.	109,8	88,0	-15,3	-0,1	-15,2	68,1	20,1	48,1	57,0	6,0	51,0	16,7
3° trim.	88,0	57,8	-6,1	3,1	-9,1	55,3	-16,4	71,7	38,7	-4,2	42,9	-21,3
4° trim.	119,1	92,5	26,1	4,7	21,4	40,6	-19,6	60,2	52,4	1,4	51,0	4,2
2002 1° trim.	60,1	61,9	1,0	3,4	-2,4	20,2	-7,1	27,3	39,0	-4,9	43,9	8,4
2° trim.	113,3	82,8	-25,2	0,1	-25,3	63,9	-8,8	67,7	74,6	10,7	63,9	-18,7
3° trim.	43,2	34,2	-7,9	1,3	-9,1	2,4	-17,7	20,1	48,6	-3,9	52,6	-9,0
4° trim.	122,3	95,6	13,5	5,9	7,6	46,2	-11,1	57,3	62,6	6,1	56,5	8,9
2003 1° trim.	81,2	66,3	-0,6	8,0	-8,6	41,9	14,9	27,0	39,9	-10,0	49,8	1,8
2° trim.	.	86,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 2° trim.	39,6	29,0	-7,7	36,7	10,6	2,5	8,1	34,7	-9,2	2,8
3° trim.	55,8	38,6	-10,0	48,6	17,2	7,6	9,6	34,7	2,1	2,8
4° trim.	-12,1	-19,8	-27,9	8,1	7,7	3,6	4,1	42,1	7,2	2,8
2000 1° trim.	60,9	61,0	10,9	50,0	-0,1	-0,5	0,4	20,9	-0,7	2,8
2° trim.	39,3	23,5	-1,3	24,8	15,8	10,9	4,9	29,0	-0,3	2,8
3° trim.	48,6	25,8	-2,3	28,1	22,8	7,0	15,8	69,0	0,0	2,8
4° trim.	0,8	-20,3	-27,4	7,2	21,0	7,4	13,6	55,1	7,4	2,8
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° trim.	74,9	37,6	32,5	5,1	37,3	10,9	26,4	51,4	-0,6	3,1
2° trim.	85,4	59,3	10,8	48,6	26,1	11,7	14,4	43,8	0,5	3,1
3° trim.	50,6	29,6	8,8	20,8	21,0	14,6	6,4	9,2	1,1	3,1
4° trim.	9,7	-7,9	-21,9	14,0	17,6	-0,8	18,3	5,9	12,3	1,8
2002 1° trim.	102,7	93,3	21,7	71,7	9,4	5,2	4,1	9,4	6,0	3,3
2° trim.	60,7	61,9	33,9	28,1	-1,2	-15,2	13,9	4,7	1,1	3,3
3° trim.	56,1	46,2	-0,9	47,1	9,9	7,0	2,8	-0,4	1,9	3,8
4° trim.	2,9	-0,6	-8,4	7,8	3,5	6,5	-3,0	-6,2	12,4	2,5
2003 1° trim.	159,1	128,9	50,1	78,8	30,2	22,1	8,1	-4,5	3,6	3,4
2° 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 non destagionalizzati di fine periodo)

## Consistenze

	Principali attività finanziarie <sup>1)</sup>										
	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 2° tr.	430,9	36,4	380,5	3,3	10,7	321,7	42,5	279,2	1.024,1	37,1	987,0
3° tr.	436,6	32,0	389,8	3,3	11,5	313,6	41,3	272,3	1.031,2	34,0	997,2
4° tr.	447,5	32,2	400,3	3,3	11,7	313,6	41,1	272,5	1.035,1	38,5	996,6
2000 1° tr.	458,9	35,4	407,1	3,2	13,1	317,4	45,0	272,4	1.064,4	40,4	1.024,0
2° tr.	460,8	34,6	411,1	3,5	11,6	316,1	46,3	269,8	1.091,1	45,1	1.046,0
3° tr.	464,6	34,1	413,8	3,7	12,9	317,2	46,9	270,3	1.091,4	45,6	1.045,9
4° tr.	477,6	40,6	418,5	3,2	15,3	311,3	50,1	261,1	1.085,2	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	313,1	51,9	261,2	1.126,8	40,3	1.086,5
2° tr.	486,3	41,4	424,2	3,8	16,9	316,1	52,2	263,9	1.150,5	55,0	1.095,5
3° tr.	487,8	39,3	426,9	3,8	17,9	316,5	53,1	263,4	1.165,2	50,1	1.115,1
4° tr.	495,4	48,0	427,5	3,4	16,4	320,2	56,7	263,5	1.187,2	44,3	1.142,9
2002 1° tr.	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	325,2	59,5	265,7	1.252,5	52,9	1.199,5
2° tr.	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.242,7	40,8	1.201,9
3° tr.	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.301,0	50,8	1.250,2
4° tr.	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	337,0	70,7	266,3	1.345,4	54,1	1.291,3
2003 1° tr.	535,5	59,7	454,0	3,7	18,2	343,9	71,6	272,3	1.379,1	64,5	1.314,6
2° tr.	537,7	62,2	450,3	3,0	22,3	.	.	.	.	.	.

	Principali attività finanziarie <sup>1)</sup>					Principali passività <sup>1)</sup>						
	Azioni <sup>2)</sup>				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			
1999 2° tr.	1.002,0	580,8	421,2	36,6	71,3	54,4	40,4	3,8	279,7	2.590,5	2.186,3	404,2
3° tr.	1.012,4	586,3	426,1	33,7	72,5	56,4	41,9	4,5	272,1	2.633,7	2.221,9	411,7
4° tr.	1.232,8	719,7	513,1	33,4	75,5	44,1	29,6	4,5	332,4	2.780,4	2.359,7	420,7
2000 1° tr.	1.348,7	777,9	570,8	37,1	78,0	52,3	37,1	5,1	363,4	2.897,3	2.467,4	429,9
2° tr.	1.363,1	771,6	591,5	40,6	78,9	54,2	38,8	5,1	332,2	2.941,9	2.507,9	434,0
3° tr.	1.412,0	797,3	614,6	37,4	80,0	49,0	33,1	7,9	359,0	2.994,4	2.556,2	438,2
4° tr.	1.331,6	726,9	604,7	36,9	78,4	47,3	31,5	9,1	326,3	3.019,8	2.582,2	437,6
						<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>						
2001 1° tr.	1.305,9	709,7	596,1	44,8	80,8	51,3	36,4	9,2	311,9	3.072,6	2.624,6	448,0
2° tr.	1.343,2	736,3	606,8	46,5	81,7	51,2	36,2	9,7	315,6	3.130,5	2.677,8	452,7
3° tr.	1.212,9	648,0	564,9	45,9	83,6	52,1	37,4	9,7	221,5	3.108,4	2.648,0	460,4
4° tr.	1.310,7	704,0	606,7	46,0	92,2	48,5	34,9	10,3	234,7	3.207,3	2.730,9	476,4
2002 1° tr.	1.389,2	765,8	623,4	47,5	96,5	52,5	38,9	10,3	257,0	3.235,9	2.743,5	492,5
2° tr.	1.270,6	672,6	598,0	50,1	97,5	55,9	42,5	10,6	226,5	3.254,6	2.756,6	498,0
3° tr.	1.130,3	562,8	567,5	48,7	98,7	56,4	42,1	10,8	127,2	3.280,1	2.775,8	504,3
4° tr.	1.160,5	584,4	576,1	55,3	98,7	43,4	33,0	10,8	113,3	3.342,2	2.836,0	506,2
2003 1° tr.	1.120,4	543,5	577,0	55,9	100,1	56,4	42,4	10,9	103,3	3.401,3	2.888,0	513,2
2° tr.	.	.	.	.	.	.	44,6	.	136,5	.	.	.

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 <sup>1)</sup>										
	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 2° tr.	4,8	4,3	0,4	0,3	-0,2	-1,7	-0,1	-1,6	18,1	-2,2	20,4
3° tr.	5,8	-4,4	9,3	0,0	0,8	-8,4	-1,2	-7,2	18,1	-2,8	20,9
4° tr.	10,5	0,2	10,1	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,2	4,3	3,8	0,5
2000 1° tr.	11,4	3,2	6,8	0,0	1,4	4,0	4,0	0,1	22,1	2,2	19,9
2° tr.	1,9	0,3	2,8	0,3	-1,5	-0,9	1,3	-2,2	23,2	4,7	18,6
3° tr.	1,2	-0,7	0,4	0,2	1,3	1,2	0,5	0,6	9,3	0,4	8,9
4° tr.	13,0	6,5	4,6	-0,5	2,4	-5,5	3,3	-8,8	-9,9	-6,0	-3,9
	<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001 1° tr.	6,2	-2,5	4,8	0,3	3,5	2,0	1,7	0,3	29,9	-0,2	30,1
2° tr.	2,8	3,4	1,0	0,3	-1,9	3,0	0,5	2,5	28,7	14,6	14,1
3° tr.	1,5	-2,1	2,7	-0,1	1,0	0,5	0,8	-0,3	10,6	-4,9	15,5
4° tr.	7,6	8,8	0,6	-0,3	-1,4	5,3	3,6	1,7	27,1	-5,9	33,0
2002 1° tr.	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	3,2	1,2	2,0	55,3	8,5	46,8
2° tr.	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,2	-12,4	6,2
3° tr.	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	39,1	9,8	29,3
4° tr.	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,0	1,5	1,5	33,5	1,9	31,6
2003 1° tr.	12,2	3,9	7,8	0,2	0,4	10,0	3,5	6,6	42,4	10,8	31,7
2° tr.	2,5	2,7	-3,8	-0,4	4,0	.	.	.	.	.	.

	Principali attività finanziarie <sup>1)</sup>					Principali passività <sup>1)</sup>						
	Azioni <sup>2)</sup>				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				Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
					Totale	da IFM						
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1999 2° tr.	23,4	12,8	10,6	3,0	1,2	4,2	4,2	1,8	0,3	53,5	45,9	7,6
3° tr.	15,0	11,9	3,1	-2,8	1,3	2,0	1,8	0,4	0,2	56,4	48,8	7,7
4° tr.	50,8	11,2	39,6	-0,3	3,0	-12,8	-12,5	0,6	-0,4	75,5	66,4	9,1
2000 1° tr.	41,9	4,6	37,3	4,4	2,4	7,9	7,3	0,5	0,7	78,8	69,5	9,3
2° tr.	33,6	8,8	24,8	3,4	0,9	1,9	1,7	0,0	1,9	53,5	49,4	4,1
3° tr.	36,3	18,8	17,5	-3,2	1,1	-5,7	-6,2	2,7	0,2	53,8	49,5	4,3
4° tr.	17,0	2,6	14,4	-0,5	-1,6	-1,4	-1,2	1,0	0,1	57,3	57,8	-0,5
	<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>											
2001 1° tr.	46,4	28,9	17,6	8,2	2,4	3,8	4,3	0,1	-0,9	66,9	56,0	10,9
2° tr.	14,7	11,2	3,5	1,3	0,9	0,3	-0,2	0,6	-1,0	51,7	46,6	5,1
3° tr.	23,8	19,7	4,1	-0,7	1,9	2,0	2,0	0,2	4,0	51,2	43,0	8,2
4° tr.	34,6	7,9	26,8	0,0	8,6	-3,7	-2,9	0,6	0,6	67,5	51,1	16,4
2002 1° tr.	31,6	16,2	15,3	1,5	4,3	3,7	3,9	0,2	0,2	66,7	50,7	16,0
2° tr.	18,0	5,6	12,4	2,6	1,0	4,2	4,7	0,4	0,2	47,6	42,1	5,5
3° tr.	11,4	7,9	3,5	-1,4	1,3	-2,1	-2,6	0,1	0,0	45,4	39,2	6,2
4° tr.	14,5	-3,0	17,5	6,7	0,0	-11,6	-9,2	0,3	0,5	54,7	52,9	1,8
2003 1° tr.	20,3	6,5	13,8	0,5	1,4	14,8	11,3	0,0	0,2	65,9	58,8	7,0
2° tr.	.	.	.	.	.	.	2,4	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro se non diversamente indicato)

#### 1. Tutti i settori dell'area dell'euro <sup>2)</sup>

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte <sup>3)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>4)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	340,4	1.122,4	-783,9	1,6	0,4	1.730,1	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	49,7
1997	353,0	1.139,3	-797,1	10,7	0,0	1.912,7	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	28,7
1998	412,4	1.203,5	-823,6	32,3	0,2	2.379,7	11,0	422,7	357,4	522,9	827,2	215,9	22,6
1999	449,4	1.292,2	-863,7	20,8	0,2	3.068,5	1,3	557,7	427,4	880,7	905,1	261,1	35,2
2000	486,7	1.388,7	-913,1	27,8	-16,6	2.800,8	1,3	349,6	267,8	809,3	1.126,4	252,9	-6,4
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	465,3	1.442,9	-973,6	-5,9	1,9	2.575,3	-0,5	574,1	431,2	729,9	627,3	243,0	-29,7
2002	374,9	1.432,4	-1.048,4	-10,4	1,3	2.219,2	0,9	581,2	332,4	524,1	483,7	227,5	69,4

	Variazione della ricchezza netta <sup>6)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>4)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,6	1.299,1	-823,6	11,1	2.305,5	648,4	322,5	481,3	631,8	221,5
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	3.019,6	929,1	504,0	764,6	557,5	264,5
2000	514,8	1.419,4	-913,1	8,5	2.772,7	532,3	413,8	851,3	722,3	253,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	483,5	1.449,4	-973,6	7,7	2.557,1	660,2	493,1	608,1	545,8	249,9
2002	525,3	1.560,7	-1.048,4	12,9	2.068,8	534,4	452,8	463,9	376,8	240,9

#### 2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>6)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>4)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Titoli non azionari <sup>4)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	
														1
1996	132,2	567,3	-437,3	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	120,1	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	151,8	592,0	-451,9	239,6	25,3	-13,0	46,3	97,0	106,5	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	195,3	635,2	-469,1	406,9	45,7	-10,0	96,3	185,5	149,2	569,2	453,0	22,7	252,8	166,9
1999	213,6	684,2	-489,0	605,8	26,9	89,1	169,1	299,1	109,0	548,0	710,4	48,6	423,3	222,0
2000	309,4	748,6	-521,5	829,5	71,8	88,7	193,0	457,7	86,2	561,3	1.052,6	59,5	559,6	425,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	215,8	771,8	-554,5	623,1	103,7	40,5	143,3	242,5	85,1	581,2	753,7	102,0	325,2	315,1
2002	180,3	758,3	-574,6	364,0	19,2	16,5	46,3	263,6	120,9	631,3	423,4	21,5	202,4	185,6

#### 3. Famiglie <sup>7)</sup>

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>6)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>4)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo <sup>8)</sup>
1996	168,2	384,7	-217,5	437,9	146,2	25,1	93,0	189,0	444,7	646,9	161,3	160,1	3.789,8	17,1
1997	165,9	377,9	-213,1	425,6	70,4	-19,0	193,7	215,8	423,0	617,2	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	175,9	389,8	-218,0	442,3	96,3	-118,8	288,1	210,7	406,7	594,5	211,5	210,1	3.925,3	15,1
1999	187,5	418,7	-233,6	477,5	119,2	-24,1	189,7	247,6	391,6	582,5	273,4	271,9	4.089,3	14,2
2000	195,4	440,2	-242,8	420,3	65,6	42,0	114,1	247,0	393,9	597,3	221,8	220,1	4.278,0	14,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	190,2	455,8	-264,0	402,6	172,8	86,3	58,2	223,5	423,4	653,8	169,4	167,5	4.575,5	14,3
2002	147,0	466,2	-313,5	554,3	227,0	65,3	-7,0	215,5	487,8	769,5	213,4	211,3	4.807,1	16,0

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate

	Entrate correnti											Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
	Totale	Imposte dirette	Famiglie	Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
	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	48,2	47,6	12,2	9,3	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,6	0,4	43,7
1998	47,6	47,2	12,4	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,4	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	42,7
2002	46,5	45,9	12,1	9,5	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,5	0,3	42,2

### 2. Area dell'euro: spese

	Spese correnti									Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>4)</sup>
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali <sup>3)</sup>	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1993	53,7	49,2	11,6	5,1	5,9	26,6	23,0	2,5	0,6	4,6	3,1	1,6	0,1	47,9
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,6	23,0	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	47,1
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	45,7
1998	49,9	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,4	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,2
2000	48,7	44,7	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	4,0	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	48,7	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1

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

	Disavanzo (-) / avanzo (+)					Disavanzo (-) / avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>6)</sup>							
	Totale	Amministrazione centrale	Amministrazioni statali <sup>3)</sup>	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	4,9	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	-0,2	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	-0,9	-1,3	-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	-1,7	-1,5	-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	1,4	20,3	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,3	8,2	12,2

### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-) / avanzo (+) <sup>7)</sup>

	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	-0,4	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,4	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,2
2000	0,2	1,3	-1,9	-0,8	-1,4	4,4	-0,6	6,4	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-1,5	-0,3	-1,5	0,9	-2,6	6,1	0,0	0,3	-4,2	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,2	0,1	-3,1	-0,2	-2,3	2,5	-1,6	-0,2	-2,7	4,2

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: debito pubblico, distinto per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>			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	16,1	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	15,9	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	29,1	14,5	13,3	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,1	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	46,0	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	44,7	22,5	12,5	9,6	24,5
2002	69,0	2,5	11,8	6,7	48,0	43,1	21,4	12,1	9,5	25,9

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

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta		Altre valute
		Amministrazione centrale	Amministrazioni statali <sup>5)</sup>	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 <sup>6)</sup>	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	72,5	2,9	1,7
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	30,8	73,7	2,7	1,8
1997	74,9	62,3	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	30,8	73,0	2,8	1,9
1998	73,2	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	30,7	71,6	3,2	1,5
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	30,7	70,3	-	1,7
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	27,7	67,8	-	1,7
<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	67,6	-	1,6
2002	69,0	57,5	6,4	4,9	0,3	6,2	62,8	3,3	15,4	25,1	28,5	67,6	-	1,4

#### 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	105,2	63,1	58,5	48,6	114,9	5,9	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	38,4	110,6	5,5	55,9	66,8	53,3	44,6
2001	108,5	59,5	106,9	56,8	56,8	36,1	109,5	5,5	52,9	67,3	55,5	44,0
2002	105,8	60,8	104,7	53,8	59,0	32,4	106,7	5,7	52,4	67,3	58,1	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 <sup>1)</sup>**
*(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 <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori <sup>7)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993	8,0	7,5	0,4	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	2,3	-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	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito**

	Variazione del debito	Disavanzo(-)/avanzo(+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo - debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>11)</sup>
			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 <sup>10)</sup>	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni					
	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	0,4	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	-0,1	2,3	-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	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
2000	0,9	0,2	1,1	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	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	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	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

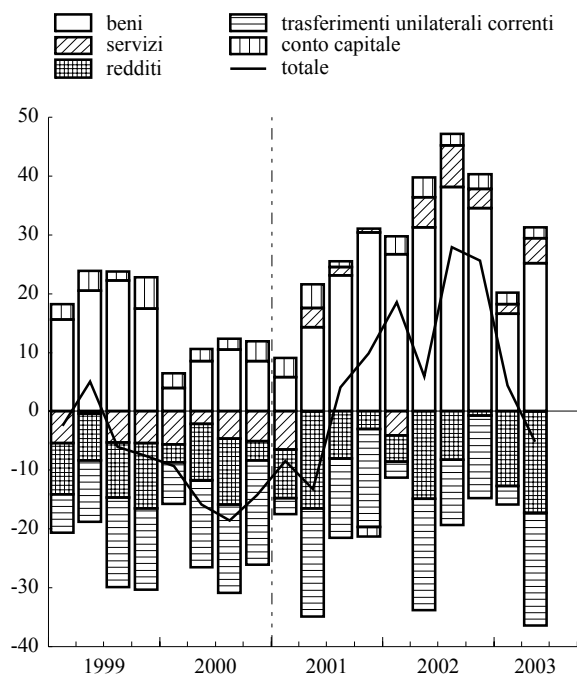
## Bilancia dei pagamenti: principali voci <sup>1) 2)</sup>

(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	-67,6	31,6	-17,5	-27,1	-54,6	9,8	68,4	-14,9	-111,6	-3,4	180,8	17,6	-10,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	-14,5	73,6	-1,1	-35,7	-51,3	6,7	-24,4	-102,4	68,1	-1,5	-6,4	17,8	32,2
2002	67,0	130,6	11,3	-28,2	-46,7	10,9	-97,2	-41,5	103,4	-10,2	-146,6	-2,3	19,3
2002 2° tr.	2,6	31,3	5,1	-14,9	-18,9	3,4	-3,3	-6,8	81,0	-3,1	-81,2	6,7	-2,6
3° tr.	25,8	38,1	7,0	-8,2	-11,2	2,0	-53,6	-10,8	19,9	-9,0	-49,1	-4,6	25,8
4° tr.	23,1	34,5	3,4	-0,7	-14,0	2,4	-48,5	-6,0	42,0	-2,9	-80,3	-1,3	22,9
2003 1° tr.	2,4	16,6	1,6	-12,7	-3,1	2,0	-25,1	-0,9	7,0	-2,5	-40,7	11,9	20,7
2° tr.	-7,0	25,1	4,3	-17,2	-19,2	1,8	-41,3	5,4	42,2	-2,8	-88,1	2,0	46,5
2002 giu.	7,5	13,9	2,8	-2,1	-7,2	1,1	-38,8	-18,3	20,7	-2,3	-35,4	-3,5	30,2
lug.	8,2	16,0	2,9	-7,5	-3,3	0,4	-16,9	-6,0	8,7	-8,3	-8,7	-2,6	8,3
ago.	9,3	11,3	0,5	0,6	-3,1	0,6	-30,4	1,5	-9,6	-1,7	-22,4	1,8	20,5
set.	8,4	10,8	3,7	-1,3	-4,8	1,0	-6,3	-6,3	20,7	1,0	-18,0	-3,8	-3,0
ott.	4,6	12,5	0,5	-2,1	-6,3	1,4	-13,9	-6,9	27,6	0,5	-37,2	2,1	7,9
nov.	10,6	12,4	1,6	0,4	-3,9	0,3	-18,9	7,3	15,1	-0,8	-38,1	-2,4	8,0
dic.	7,9	9,6	1,2	1,0	-3,8	0,8	-15,7	-6,4	-0,7	-2,5	-5,0	-1,1	7,0
2003 gen.	-5,2	1,5	-0,5	-9,4	3,2	2,1	-12,2	-2,2	-0,6	-1,5	-9,4	1,5	15,3
feb.	3,4	8,7	0,4	-2,6	-3,2	-0,9	-19,6	2,9	-6,6	-0,1	-21,2	5,3	17,2
mar.	4,3	6,5	1,7	-0,8	-3,1	0,8	6,7	-1,5	14,2	-0,9	-10,1	5,0	-11,8
apr.	-10,0	6,9	0,4	-10,9	-6,5	0,1	16,1	-18,4	25,1	-4,7	13,3	0,8	-6,2
mag.	-0,1	7,6	1,3	-3,6	-5,5	0,2	-33,4	0,7	1,1	1,4	-37,0	0,4	33,3
giu.	3,1	10,5	2,5	-2,8	-7,2	1,5	-24,0	23,1	16,0	0,5	-64,4	0,9	19,4
lug.	2,0	15,3	2,8	-10,1	-6,1	0,8	-6,1	-3,2	-35,6	-2,7	33,8	1,6	3,4
ago.	5,0	10,6	1,0	-1,0	-5,7	1,7	3,3	-1,7	-37,9	-2,3	44,8	0,3	-10,0

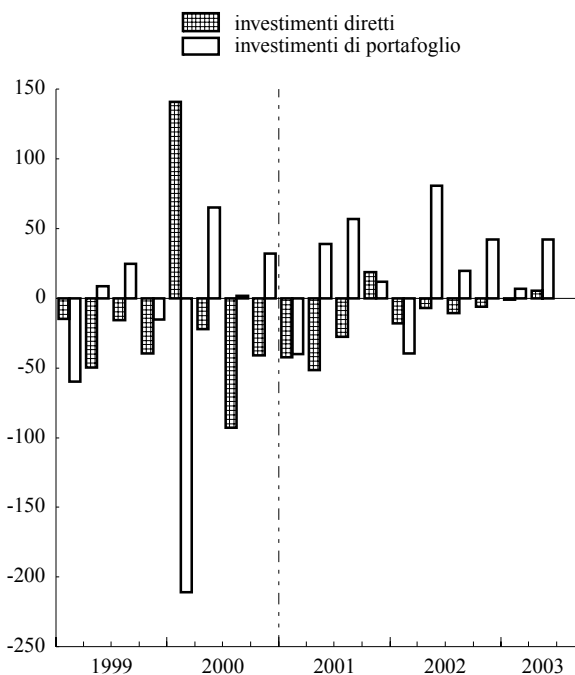
### Conto corrente e conto capitale

(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

(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
	Crediti	Debiti	Saldo	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	1.612,1	1.679,7	-67,6	989,8	958,3	287,5	304,9	268,1	295,2	66,7	121,3	18,3	8,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>													
2001	1.714,4	1.728,9	-14,5	1.033,8	960,3	324,5	325,6	277,3	313,0	78,8	130,0	17,4	10,7
2002	1.728,8	1.661,8	67,0	1.059,6	929,0	332,2	320,8	251,3	279,6	85,7	132,4	18,9	8,0
2002 2° trim.	432,6	430,0	2,6	267,6	236,3	83,9	78,9	65,6	80,4	15,5	34,4	5,0	1,6
3° trim.	431,9	406,1	25,8	263,3	225,2	91,3	84,2	58,5	66,7	18,8	29,9	4,1	2,0
4° trim.	443,3	420,1	23,1	273,6	239,2	84,4	81,0	64,9	65,6	20,4	34,4	5,2	2,7
2003 1° trim.	414,3	411,8	2,4	252,6	236,0	75,7	74,1	53,4	66,1	32,6	35,7	5,3	3,4
2° trim.	408,3	415,3	-7,0	253,5	228,3	78,2	73,9	61,4	78,6	15,2	34,4	4,4	2,6
2002 giu.	145,9	138,4	7,5	89,9	76,0	28,6	25,7	22,6	24,6	4,8	12,0	1,6	0,6
lug.	154,0	145,8	8,2	94,1	78,1	32,5	29,6	21,0	28,4	6,4	9,7	1,1	0,7
ago.	135,6	126,3	9,3	81,1	69,8	29,1	28,6	19,3	18,7	6,1	9,2	1,3	0,7
set.	142,3	133,9	8,4	88,1	77,3	29,6	25,9	18,3	19,6	6,2	11,0	1,6	0,6
ott.	151,9	147,3	4,6	97,6	85,1	28,8	28,3	20,3	22,4	5,2	11,5	2,0	0,6
nov.	146,2	135,6	10,6	92,1	79,7	26,6	25,0	20,4	20,0	7,1	11,0	1,1	0,8
dic.	145,1	137,2	7,9	83,9	74,3	29,0	27,8	24,1	23,2	8,1	11,9	2,1	1,3
2003 gen.	144,0	149,2	-5,2	82,2	80,7	25,6	26,1	18,4	27,7	17,8	14,6	2,6	0,5
feb.	131,4	128,0	3,4	83,1	74,4	23,6	23,2	16,9	19,5	7,8	10,9	1,5	2,5
mar.	138,9	134,6	4,3	87,3	80,9	26,4	24,7	18,1	18,9	7,0	10,1	1,2	0,4
apr.	136,5	146,5	-10,0	85,3	78,4	25,4	24,9	21,0	31,9	4,8	11,3	0,5	0,4
mag.	134,4	134,6	-0,1	83,7	76,1	25,6	24,3	19,9	23,5	5,1	10,6	1,4	1,2
giu.	137,4	134,2	3,1	84,4	73,9	27,2	24,7	20,5	23,3	5,2	12,5	2,6	1,0
lug.	147,9	145,9	2,0	91,7	76,4	30,7	27,9	19,6	29,6	5,9	12,0	1,3	0,5
ago.	126,7	121,7	5,0	77,1	66,5	26,8	25,8	17,4	18,4	5,4	11,1	2,1	0,4

#### 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 2° trim.	432,0	443,1	-11,0	261,3	246,0	82,1	81,7	68,7	80,5	20,0	35,0
3° trim.	426,9	426,7	0,2	257,6	239,1	81,9	81,8	68,3	75,0	19,1	30,7
4° trim.	424,4	418,4	6,0	254,1	228,6	82,1	81,3	68,7	75,2	19,5	33,2
2002 1° trim.	429,6	412,7	16,9	263,5	228,9	81,4	81,3	64,9	70,2	19,8	32,3
2° trim.	431,5	421,3	10,1	266,5	233,4	82,7	80,7	62,4	72,6	19,9	34,7
3° trim.	435,3	413,0	22,3	266,3	232,3	84,8	79,4	61,4	69,4	22,8	31,9
4° trim.	432,0	414,5	17,5	262,9	233,8	82,9	79,3	62,9	67,3	23,2	34,1
2003 1° trim.	418,8	414,5	4,4	258,2	233,3	83,6	77,9	55,7	69,6	21,2	33,7
2° trim.	411,8	409,3	2,5	255,1	228,2	78,2	76,1	58,8	70,6	19,8	34,4
2002 giu.	145,5	140,5	5,1	90,1	79,1	27,9	26,8	21,1	23,0	6,5	11,6
lug.	144,1	137,3	6,8	88,0	77,0	27,8	26,7	20,8	23,5	7,5	10,1
ago.	146,4	138,5	7,9	88,9	77,8	27,8	27,0	21,8	23,3	7,8	10,4
set.	144,8	137,2	7,6	89,5	77,5	29,2	25,6	18,8	22,6	7,4	11,4
ott.	142,9	140,3	2,6	87,7	78,4	27,6	26,7	20,5	23,5	7,1	11,7
nov.	148,4	139,1	9,4	89,1	77,9	28,2	26,2	22,7	23,6	8,4	11,4
dic.	140,7	135,1	5,6	86,1	77,4	27,2	26,4	19,7	20,3	7,6	11,0
2003 gen.	143,0	140,9	2,2	88,1	78,4	28,7	26,4	19,0	24,6	7,3	11,4
feb.	139,6	137,9	1,7	87,0	77,3	27,5	25,9	18,4	23,4	6,8	11,3
mar.	136,2	135,8	0,4	83,2	77,7	27,5	25,6	18,3	21,6	7,2	10,9
apr.	140,8	141,3	-0,6	87,4	77,3	26,4	25,6	20,8	27,2	6,2	11,3
mag.	137,1	134,5	2,7	85,5	76,5	25,8	25,4	19,4	21,3	6,5	11,3
giu.	133,9	133,5	0,4	82,2	74,4	26,0	25,1	18,6	22,1	7,1	11,8
lug.	138,4	137,1	1,3	86,0	75,4	26,3	25,2	19,3	24,0	6,8	12,5
ago.	139,7	136,9	2,8	86,6	76,4	26,0	24,9	20,2	23,0	6,8	12,6

Fonte: BCE.

**Tavola 8.3**
**Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi**

(miliardi di euro; flussi lordi)

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Altri investimenti	
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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	268,1	295,2	13,2	5,3	254,9	289,9	60,4	65,1	76,7	107,4	117,9	117,5
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	277,3	313,0	14,7	5,9	262,6	307,1	60,6	59,0	85,0	116,8	117,0	131,2
2002	251,3	279,6	14,7	6,0	236,7	273,6	67,0	57,1	86,4	123,9	83,3	92,6
2002 2° trim.	65,6	80,4	3,5	1,5	62,0	78,9	19,4	16,7	23,0	39,7	19,6	22,5
3° trim.	58,5	66,7	3,7	1,6	54,9	65,1	13,4	12,5	21,0	30,6	20,4	22,0
4° trim.	64,9	65,6	3,9	1,6	61,0	64,0	19,5	15,2	21,1	26,2	20,4	22,6
2003 1° trim.	53,4	66,1	3,6	1,2	49,8	64,9	10,1	13,0	19,0	31,8	20,7	20,1
2° trim.	61,4	78,6	3,6	1,4	57,8	77,2	17,1	19,3	22,0	36,8	18,7	21,2
	Redditi da investimenti diretti				Redditi da investimenti di portafoglio							
	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi				Interessi			
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	13	14	15	16	17	18	19	20				
1999	36,2	46,7	6,5	4,6	9,5	34,0	54,7	68,3				
2000	49,5	57,4	10,9	7,7	14,3	30,6	62,4	76,8				
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	50,4	49,8	10,2	9,2	17,9	44,7	67,0	72,1				
2002	59,1	51,2	7,9	5,9	20,4	52,7	65,9	71,2				
2002 2° trim.	17,7	15,4	1,8	1,3	6,6	24,3	16,4	15,4				
3° trim.	12,0	11,1	1,4	1,4	4,5	10,6	16,5	20,0				
4° trim.	17,1	13,3	2,4	1,9	4,5	9,1	16,6	17,1				
2003 1° trim.	8,4	11,1	1,7	1,9	3,7	8,4	15,4	23,4				
2° trim.	14,3	17,0	2,8	2,3	6,9	20,7	15,1	16,1				

Fonte: BCE.

**Tavola 8.4**
**Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti <sup>1)</sup>**
*(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 <sup>2)</sup>	Non IFM	Totale	IFM <sup>2)</sup>	Non IFM		Totale	IFM <sup>2)</sup>	Non IFM	Totale	IFM <sup>2)</sup>	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	-442,3	-350,7	-35,5	-315,2	-91,5	0,3	-91,8	427,3	301,6	12,4	289,2	125,8	0,1	125,7
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>														
2001	-305,0	-234,7	-19,9	-214,8	-70,3	-0,1	-70,2	202,6	148,8	4,4	144,4	53,8	0,9	52,9
2002	-183,5	-156,7	-17,3	-139,3	-26,8	0,0	-26,8	142,0	95,7	3,1	92,6	46,3	0,5	45,8
2002 2° trim.	-45,3	-35,2	-2,7	-32,5	-10,0	0,0	-10,0	38,5	21,1	1,4	19,6	17,5	0,0	17,4
3° trim.	-32,6	-39,8	-5,1	-34,7	7,2	0,0	7,2	21,8	12,3	0,7	11,5	9,5	0,6	9,0
4° trim.	-41,2	-34,2	-5,7	-28,6	-6,9	0,0	-6,9	35,1	34,2	0,7	33,5	0,9	0,0	1,0
2003 1° trim.	-36,5	-19,3	-1,9	-17,4	-17,2	-0,1	-17,1	35,6	25,6	0,8	24,8	10,0	-0,1	10,1
2° trim.	-30,1	-21,2	5,4	-26,6	-8,9	-0,3	-8,5	35,4	29,4	1,9	27,6	6,0	0,0	6,0
2002 giu.	-21,2	-16,4	-0,9	-15,5	-4,7	0,0	-4,7	2,8	6,0	0,3	5,7	-3,1	0,1	-3,2
lug.	-12,7	-14,8	-3,3	-11,6	2,1	0,0	2,1	6,7	2,9	0,2	2,7	3,8	-0,1	3,9
ago.	-2,1	-9,1	-0,2	-8,8	6,9	0,0	6,9	3,6	3,0	0,3	2,7	0,7	0,7	-0,1
set.	-17,8	-15,9	-1,5	-14,4	-1,9	0,0	-1,9	11,4	6,4	0,3	6,1	5,0	-0,1	5,1
ott.	-14,5	-8,0	-0,9	-7,1	-6,6	0,0	-6,6	7,6	6,7	0,2	6,5	0,9	-0,1	0,9
nov.	-15,4	-7,9	-1,2	-6,7	-7,4	0,0	-7,4	22,7	15,9	0,0	15,9	6,8	0,0	6,8
dic.	-11,3	-18,4	-3,6	-14,7	7,1	0,0	7,1	4,8	11,6	0,4	11,1	-6,7	0,0	-6,7
2003 gen.	-14,7	-8,5	-0,7	-7,8	-6,2	0,0	-6,2	12,5	10,9	0,2	10,6	1,7	0,0	1,7
feb.	-7,1	-5,3	-0,4	-4,9	-1,8	0,0	-1,8	10,0	6,2	0,8	5,4	3,7	-0,1	3,8
mar.	-14,7	-5,4	-0,7	-4,7	-9,3	-0,1	-9,2	13,1	8,5	-0,2	8,7	4,6	0,0	4,7
apr.	-24,4	-7,9	-1,3	-6,6	-16,5	-0,3	-16,2	6,0	7,5	0,2	7,3	-1,5	0,0	-1,5
mag.	-15,6	-16,2	-0,7	-15,5	0,6	0,0	0,6	16,3	15,2	0,2	15,0	1,0	-0,1	1,1
giu.	9,9	2,8	7,3	-4,5	7,1	0,0	7,1	13,2	6,7	1,5	5,2	6,5	0,1	6,4
lug.	-7,6	-6,2	-0,9	-5,3	-1,4	0,0	-1,4	4,4	3,9	0,1	3,8	0,5	-0,7	1,2
ago.	-5,8	-9,8	-0,5	-9,4	4,0	0,0	4,0	4,1	0,2	0,1	0,2	3,9	0,1	3,8

*Fonte: BCE.*

 1) *Afflussi (+); deflussi (-).*

 2) *Escluso l'Eurosistema.*



Tavola 8.5

Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio <sup>1)</sup>

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

## 1. Per strumento

	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	-410,7	299,1	-285,9	49,9	-124,7	-114,3	-10,5	249,2	239,2	10,0
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	-288,2	356,3	-104,8	233,2	-183,5	-155,8	-27,6	123,1	114,0	9,1
2002	-173,9	277,3	-40,2	90,8	-133,7	-88,9	-44,8	186,6	127,7	58,9
2002 2° trim.	-48,9	129,9	-12,2	36,0	-36,7	-29,2	-7,5	93,9	66,1	27,7
3° trim.	-21,6	41,5	12,7	6,4	-34,3	-19,1	-15,2	35,1	8,1	27,0
4° trim.	-32,8	74,8	-8,4	13,5	-24,4	-20,0	-4,4	61,3	46,7	14,7
2003 1° trim.	-47,3	54,3	10,8	3,7	-58,0	-49,9	-8,1	50,6	47,9	2,7
2° trim.	-96,3	138,5	-32,3	30,5	-64,0	-53,9	-10,1	108,0	97,5	10,5
2002 giu.	-9,6	30,3	-5,9	2,5	-3,7	-2,1	-1,6	27,8	21,8	6,1
lug.	-16,2	24,9	-6,4	5,2	-9,8	-1,9	-7,8	19,7	10,5	9,2
ago.	-5,9	-3,7	5,4	-0,4	-11,3	-11,4	0,2	-3,3	-10,8	7,5
set.	0,4	20,3	13,7	1,6	-13,3	-5,7	-7,5	18,7	8,4	10,3
ott.	-3,0	30,6	-0,7	-0,6	-2,3	-5,7	3,4	31,2	19,6	11,6
nov.	-7,6	22,7	0,2	15,3	-7,8	-4,4	-3,4	7,4	5,5	1,9
dic.	-22,3	21,5	-8,0	-1,2	-14,3	-9,9	-4,4	22,7	21,6	1,2
2003 gen.	-18,7	18,1	2,3	13,5	-21,0	-15,1	-6,0	4,6	5,5	-0,9
feb.	-21,5	14,9	0,8	2,1	-22,2	-20,3	-2,0	12,8	4,3	8,5
mar.	-7,1	21,3	7,7	-11,8	-14,8	-14,6	-0,2	33,1	38,1	-4,9
apr.	-17,0	42,1	-7,1	16,0	-9,9	-14,7	4,7	26,1	10,1	15,9
mag.	-35,7	36,8	-10,4	-7,4	-25,2	-17,6	-7,6	44,2	42,4	1,8
giu.	-43,6	59,6	-14,8	21,8	-28,8	-21,6	-7,2	37,8	44,9	-7,2
lug.	-29,5	-6,1	-8,1	13,1	-21,4	-27,2	5,8	-19,2	-17,4	-1,8
ago.	-12,0	-25,9	-0,3	-6,0	-11,7	-12,4	0,7	-19,8	-7,0	-12,8

## 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 <sup>2)</sup>	Non IFM			Euro-sistema	IFM <sup>2)</sup>	Non IFM			Euro-sistema	IFM <sup>2)</sup>	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	2,9	-1,0	3,9
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>															
2001	-0,4	4,0	-108,4	-2,1	-106,4	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	15,4	-0,1	15,5
2002	-0,4	-7,8	-32,0	-4,4	-27,6	-0,6	-14,6	-73,8	-1,0	-72,7	2,1	-33,0	-13,9	-1,0	-12,9
2002 2° trim.	-0,1	-3,7	-8,4	-1,2	-7,2	-0,3	-3,1	-25,7	0,2	-26,0	0,0	-1,9	-5,5	-0,1	-5,4
3° trim.	-0,1	3,2	9,5	-0,6	10,1	-0,5	-4,1	-14,6	-0,3	-14,2	0,9	-13,3	-2,7	0,2	-2,9
4° trim.	-0,2	-2,7	-5,6	-1,2	-4,4	0,0	-1,9	-18,1	-0,4	-17,7	0,4	-4,8	0,0	0,1	-0,2
2003 1° trim.	-0,1	-3,7	14,6	-0,6	15,2	-0,4	-22,9	-26,6	0,2	-26,9	-1,4	-7,3	0,6	-1,6	2,2
2° trim.	-0,2	0,7	-32,9	-0,8	-32,2	-0,2	-21,2	-32,4	0,0	-32,4	1,1	-4,4	-6,7	1,0	-7,8
2003 mar.	0,0	-3,8	11,6	.	.	-0,4	-1,3	-12,9	.	.	-0,2	6,2	-6,2	.	.
apr.	-0,1	0,7	-7,6	.	.	-0,1	-7,3	-7,3	.	.	0,5	2,9	1,3	.	.
mag.	0,0	0,2	-10,6	.	.	-0,2	-2,0	-15,4	.	.	0,9	-6,2	-2,3	.	.
giu.	0,0	-0,1	-14,6	.	.	0,1	-12,0	-9,7	.	.	-0,4	-1,1	-5,7	.	.
lug.	0,0	-2,5	-5,6	.	.	-0,1	-2,3	-24,8	.	.	0,1	-2,9	8,6	.	.
ago.	0,0	-0,5	0,2	.	.	-0,6	-3,8	-8,1	.	.	0,0	3,6	-2,9	.	.

Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-).

2) 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<sup>1)</sup>**

	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	-267,6	261,2	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,1	21,8	-183,0	210,5	-42,1	24,8
2002	-205,4	58,8	-1,2	19,3	0,0	-8,2	-164,8	28,4	-31,4	52,5	-133,4	-24,1	-39,5	19,3
2002 2° tr.	-75,5	-5,7	-0,6	3,4	0,9	3,8	-65,2	-12,3	-5,7	19,5	-59,5	-31,8	-10,7	-0,5
3° tr.	-59,9	10,8	0,3	3,6	-0,6	-2,8	-33,3	13,9	-5,4	6,2	-28,0	7,6	-26,3	-3,9
4° tr.	-99,2	18,9	-0,4	6,2	0,3	-1,0	-88,1	0,8	-19,2	16,3	-68,8	-15,6	-11,0	12,9
2003 1° tr.	-114,7	74,0	-0,6	-4,4	-1,8	-8,4	-65,4	60,2	-15,1	10,1	-50,4	50,0	-46,9	26,6
2° tr.	-120,2	32,1	0,2	2,3	-1,5	3,9	-103,2	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-15,6	-1,0
2002 giu.	30,9	-66,3	-0,1	3,9	-0,7	-1,8	22,6	-70,6	3,3	4,4	19,3	-74,9	9,1	2,2
lug.	-1,9	-6,8	0,4	5,4	-0,5	-1,2	13,6	-9,8	2,2	1,5	11,5	-11,3	-15,4	-1,1
ago.	8,3	-30,7	0,1	-5,0	-0,3	-2,2	12,6	-17,7	0,0	2,1	12,6	-19,8	-4,2	-5,8
set.	-66,3	48,3	-0,2	3,3	0,2	0,6	-59,6	41,4	-7,6	2,7	-52,0	38,7	-6,7	3,1
ott.	-69,5	32,3	-0,1	0,9	-0,4	1,3	-54,8	22,6	-5,6	8,2	-49,2	14,4	-14,2	7,6
nov.	-77,2	39,1	0,9	2,0	-1,6	-0,3	-66,5	35,1	-8,3	-6,1	-58,2	41,2	-10,0	2,3
dic.	47,6	-52,6	-1,3	3,3	2,3	-2,0	33,2	-57,0	-5,4	14,2	38,6	-71,2	13,3	3,1
2003 gen.	-9,8	0,4	0,5	-2,4	-2,4	-6,2	3,1	1,6	-3,7	1,3	6,8	0,3	-11,0	7,4
feb.	-83,3	62,1	-0,5	-2,0	-3,8	-2,2	-54,9	54,1	-6,3	4,5	-48,6	49,6	-24,1	12,2
mar.	-21,6	11,5	-0,5	0,0	4,4	0,1	-13,7	4,4	-5,1	4,2	-8,6	0,2	-11,8	7,0
apr.	-42,8	56,1	0,0	-0,3	0,9	2,7	-32,7	52,1	-3,7	2,0	-29,1	50,1	-11,0	1,6
mag.	-46,8	9,9	0,7	0,9	-3,5	1,3	-35,2	3,8	-1,7	2,8	-33,5	1,0	-8,8	3,9
giu.	-30,5	-33,9	-0,5	1,6	1,1	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	4,2	-6,5
lug.	34,8	-0,9	0,1	1,5	-2,7	1,8	43,7	2,7	-5,1	7,5	48,8	-4,8	-6,3	-7,0
ago.	75,7	-30,9	0,3	0,4	0,4	0,5	72,0	-32,2	-2,8	1,8	74,8	-34,0	3,0	0,3

**2. Altri investimenti: scomposizione per settore e per strumento<sup>1)</sup>**
**2.1. Eurosistema**

	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
	1	2	3	4	5	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	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0
2002	-1,2	19,3	18,2	0,0	0,0	0,0
2002 2° trim.	-0,6	3,4	2,8	0,0	0,0	0,0
3° trim.	0,3	3,6	3,9	0,0	0,0	0,0
4° trim.	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0
2003 1° trim.	-0,6	-4,4	-4,9	0,0	0,0	0,0
2° trim.	0,2	2,3	2,4	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-).

**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	-0,5	3,9	-1,3	0,1	-1,3
2002	1,5	0,0	1,4	-0,6	-8,0	-8,6	-0,9	-0,2	-1,1
2002 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
2003 1° trim.	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,3	-9,6	-0,5	-0,1	-0,6
2° trim.	0,0	0,0	0,0	-1,2	3,6	2,4	-0,3	0,3	0,0

**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	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9
2002	-161,0	31,2	-129,8	-3,8	-2,8	-6,6
2002 2° trim.	-64,1	-11,1	-75,2	-1,0	-1,3	-2,3
3° trim.	-31,0	11,8	-19,2	-2,3	2,1	-0,3
4° trim.	-93,1	10,4	-82,7	5,1	-9,6	-4,6
2003 1° trim.	-63,5	59,7	-3,8	-1,9	0,5	-1,5
2° trim.	-103,9	28,7	-75,2	0,7	-1,6	-1,0

**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	-3,5	1,3	-2,2	-29,6	18,3	-11,3	-8,9	5,2	-3,8
2002	-3,5	-3,0	-6,4	-34,1	16,0	-18,1	-1,9	6,3	4,3
2002 2° trim.	-2,5	-1,3	-3,8	-8,5	-0,2	-8,8	0,3	1,0	1,4
3° trim.	-1,8	1,9	0,1	-24,6	-8,0	-32,6	0,1	2,2	2,3
4° trim.	0,2	-3,0	-2,8	-10,6	14,2	3,6	-0,5	1,7	1,2
2003 1° trim.	-1,3	5,1	3,8	-39,8	18,2	-21,6	-5,8	3,2	-2,6
2° trim.	-1,4	-0,9	-2,2	-6,7	-6,4	-13,2	-7,5	6,3	-1,2

**3. Riserve ufficiali <sup>1)</sup>**

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'IFM	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2002 2° trim.	6,7	0,5	0,5	-2,0	7,8	-0,6	1,2	0,0	4,2	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	-2,3	-0,9	0,0	0,0
2003 1° trim.	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0
2° trim.	2,0	0,0	0,0	-2,6	4,5	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0

Fonte: BCE.

1) Aumento (-); diminuzione (+).

Tavola 8.7

Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro)

	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale <sup>5)</sup>	Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3 <sup>6)</sup>
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti <sup>2)</sup>	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni <sup>3)</sup>	Titoli di debito <sup>4)</sup>						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	-57,7	-407,0	427,2	-344,7	37,2	211,5	-47,6	70,2	-3,4	-10,7	-125,1	141,7
2000 1° trim.	-9,3	-68,2	217,8	-129,9	-103,3	38,9	-40,3	10,6	1,3	-35,8	-118,0	117,9
2° trim.	-15,8	-88,6	71,8	-67,3	66,9	71,4	-5,5	4,1	4,4	3,7	45,1	-35,3
3° trim.	-18,5	-121,1	40,5	-75,3	28,9	55,9	-12,3	38,3	0,1	23,2	-40,4	51,5
4° trim.	-14,2	-129,1	97,2	-72,3	44,7	45,3	10,5	17,1	-9,3	-1,9	-11,8	7,6
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>												
2001	-7,8	-285,0	201,7	-182,0	172,9	84,3	-39,1	24,4	-1,5	32,2	0,2	7,3
2002	77,9	-166,2	141,6	-119,7	54,0	176,1	-39,5	11,0	-10,2	19,3	144,4	-171,0
2001 1° trim.	-8,5	-67,0	29,4	-44,4	4,0	19,9	-7,3	-7,6	0,7	-29,9	-110,6	105,6
2° trim.	-13,2	-83,6	37,8	-66,5	88,1	8,4	-0,4	13,1	12,1	-6,7	-11,0	17,8
3° trim.	4,0	-58,9	32,5	-19,6	40,1	27,7	-6,8	14,7	-8,5	48,2	73,5	-74,4
4° trim.	9,8	-75,5	102,1	-51,5	40,7	28,2	-24,7	4,2	-5,7	20,6	48,3	-41,7
2002 1° trim.	18,5	-60,6	46,6	-48,5	15,5	-4,6	7,8	2,5	4,8	-26,8	-44,6	27,0
2° trim.	5,9	-42,5	38,5	-39,7	38,5	86,9	-9,8	3,3	-3,1	-2,6	75,4	-77,1
3° trim.	27,9	-27,6	21,2	-7,7	-4,2	42,2	-26,9	-6,7	-9,0	25,8	35,1	-33,9
4° trim.	25,6	-35,5	35,2	-23,8	4,1	51,5	-10,7	11,9	-2,9	22,9	78,5	-87,0
2003 1° trim.	4,4	-34,5	35,7	-11,4	6,6	45,7	-48,7	18,2	-2,5	20,7	34,3	-30,9
2° trim.	-5,2	-35,1	35,4	-72,1	34,1	110,2	-17,1	2,8	-2,8	46,5	96,8	-96,1

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](http://www.ecb.int)).

5) Somma delle colonne da 1 a 10.

6) Fonte: Bollettino mensile della BCE, tavola 2.3.2, colonna 10.

Tavola 8.8

Posizione patrimoniale verso l'estero<sup>1)</sup> 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					
<b>Posizione patrimoniale verso l'estero<sup>2)3)</sup></b>							
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
<b>Attività</b>							
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	109,0	1.859,9	2.499,8	123,7	2.583,4	392,7
<b>Passività</b>							
1999	6.094,0	97,2	804,9	2.939,3	95,1	2.254,7	-
2000	7.154,7	108,8	1.181,2	3.149,1	109,3	2.715,1	-
2001	7.611,6	111,2	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 <sup>4)</sup>	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM <sup>4)</sup>	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM <sup>4)</sup>	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM <sup>4)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Istituzioni diverse dalle IFM			Obbligazioni e notes			Strumenti del mercato monetario						
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM <sup>4)</sup>	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM <sup>4)</sup>	Istituzioni diverse dalle IFM		
								Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	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	
<b>Eurosistema <sup>3)</sup></b>															
1998 dic. <sup>4)</sup>	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 giu.	326,1	120,0	396,229	4,6	25,5	176,1	8,3	34,8	132,2	-	-	-	0,8	0,0	18,2
lug.	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	9,4	32,3	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1
ago.	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	11,0	30,8	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1
set.	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1
<b>Banca centrale europea <sup>5)</sup></b>															
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 giu.	39,3	7,5	24,656	0,2	0,0	31,6	0,9	7,1	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,8
lug.	41,3	7,7	24,656	0,2	0,0	33,4	0,8	6,7	25,9	-	-	-	0,0	0,0	2,3
ago.	42,7	8,5	24,656	0,2	0,0	34,0	0,9	5,7	27,4	-	-	-	0,0	0,0	2,7
set.	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4

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 <sup>1) 2)</sup>

(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
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		
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	106,2	98,9
2002	1.080,2	496,5	227,6	304,7	941,1	983,2	554,1	162,3	231,3	712,4	105,2	108,2	96,2
2002 2° trim.	273,9	128,6	57,5	75,2	238,9	251,3	143,8	40,8	57,7	182,4	26,6	108,8	97,0
3° trim.	267,4	121,9	55,5	76,6	232,8	236,8	133,0	38,5	57,6	172,1	26,8	108,6	96,1
4° trim.	278,7	125,5	60,9	79,2	242,0	252,9	140,3	43,3	59,4	180,9	28,2	107,3	96,4
2003 1° trim.	257,7	119,7	52,0	72,8	223,5	250,5	142,8	40,2	57,6	178,6	29,5	106,4	97,8
2° trim.	258,2	120,3	53,0	69,9	224,1	242,9	134,1	39,3	58,2	176,3	24,9	103,6	95,0
2003 mar.	89,6	41,2	18,8	25,1	77,9	86,1	48,9	14,2	19,6	61,8	10,0	103,8	97,5
apr.	86,7	40,2	17,4	24,0	74,8	83,5	46,6	13,7	19,7	60,1	9,5	105,2	96,7
mag.	85,4	40,5	16,8	23,1	73,9	80,6	44,9	12,8	19,0	58,0	7,7	102,8	94,4
giu.	86,0	39,6	18,8	22,8	75,4	78,8	42,6	12,8	19,4	58,1	7,7	102,9	93,9
lug.	92,7	41,4	20,5	25,9	81,8	79,3	43,1	12,5	20,0	57,5	8,8	103,9	92,9
ago.	76,5	35,6	15,8	21,3	66,6	70,0	38,4	10,2	18,1	49,5	8,6	106,9	96,4
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	88,2	93,8
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	107,9	98,4
2002 2° trim.	3,1	3,7	-2,4	5,5	2,6	-0,2	-0,1	-8,9	3,7	-1,9	0,6	108,1	98,6
3° trim.	5,5	5,1	0,1	7,6	4,7	2,4	1,4	1,6	4,3	2,2	0,6	109,0	99,0
4° trim.	3,3	3,6	-2,0	6,1	2,5	1,5	-0,1	-0,7	5,1	1,0	2,1	107,8	98,7
2003 1° trim.	1,7	1,4	-0,1	1,9	1,2	3,4	1,0	8,2	5,3	4,7	-3,4	108,0	100,0
2° trim.	-2,1	-3,4	-3,1	-3,7	-2,6	1,7	-1,6	4,3	4,4	1,5	3,9	106,8	101,5
2003 mar.	-1,2	-1,9	-2,1	-0,4	-1,3	5,0	2,5	8,2	7,0	5,7	2,4	105,7	100,4
apr.	-1,5	-1,8	-5,4	-2,7	-2,4	-0,4	-2,4	-0,3	2,9	-0,2	8,1	107,7	100,9
mag.	-3,3	-5,0	-5,8	-3,1	-4,0	2,7	-0,2	3,4	5,1	1,1	2,8	106,1	102,3
giu.	-1,6	-3,2	1,7	-5,3	-1,4	2,9	-2,2	10,8	5,1	3,9	0,1	106,7	101,4
lug.	-0,4	-2,4	7,6	-3,4	0,7	0,8	-1,9	5,1	-0,1	0,2	4,0	107,4	100,6
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	82,1
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	-0,5	0,5	-0,7	-2,4	-2,8	-2,1	-1,0	-1,6	-3,8	100,3	97,8
2002 2° trim.	-0,7	-1,4	-0,3	0,4	-0,6	-3,2	-4,2	-1,8	-1,1	-1,6	-8,4	100,7	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	99,6	97,6
4° trim.	-1,1	-1,1	-1,5	-0,6	-1,2	0,6	2,5	-2,7	-1,4	-1,5	19,3	99,7	98,1
2003 1° trim.	-2,6	-2,0	-3,1	-3,1	-2,9	0,1	3,2	-6,4	-3,4	-3,7	29,2	98,4	97,3
2° trim.	-3,6	-3,2	-4,8	-3,4	-3,7	-5,0	-5,2	-7,7	-3,5	-4,8	-9,8	97,1	93,4
2003 mar.	-3,0	-2,2	-4,1	-3,6	-3,3	-1,3	1,6	-7,5	-4,1	-4,4	22,1	98,0	96,6
apr.	-3,1	-2,8	-3,5	-3,0	-3,2	-3,5	-3,2	-7,2	-2,7	-4,0	-3,2	97,7	95,1
mag.	-4,0	-3,0	-6,5	-3,7	-4,0	-6,1	-6,7	-8,1	-4,3	-5,3	-16,5	97,2	92,4
giu.	-3,9	-3,7	-4,5	-3,6	-4,0	-5,2	-5,7	-7,7	-3,3	-5,1	-9,5	96,5	92,8
lug.	-2,7	-2,9	-1,7	-2,6	-2,7	-4,4	-5,2	-6,1	-2,3	-4,4	-7,1	96,8	93,2
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>

(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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</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	1.080,2	-	205,7	37,0	24,8	112,0	63,9	182,4	32,7	170,1	59,9	43,2	148,4
2002 2° trim.	273,9	272,4	52,0	9,3	6,3	28,7	16,2	46,0	7,8	42,7	15,7	11,3	37,7
3° trim.	267,4	271,9	50,7	8,4	6,0	27,7	15,7	44,7	8,3	42,7	14,9	10,6	37,7
4° trim.	278,7	268,7	50,5	10,1	6,5	29,2	16,1	46,7	8,6	45,2	15,2	11,0	39,6
2003 1° trim.	257,7	266,2	49,1	9,7	6,4	27,6	16,5	42,0	7,8	40,3	13,7	9,6	35,1
2° trim.	258,2	259,4	46,2	9,5	6,0	29,3	15,5	41,0	7,2	40,7	14,9	9,5	.
2003 mar.	89,6	86,6	17,7	3,5	2,5	9,5	5,6	13,9	2,7	13,9	4,7	3,4	12,3
apr.	86,7	87,8	15,8	3,3	2,0	9,7	5,1	13,8	2,6	13,7	5,1	3,1	12,5
mag.	85,4	85,7	15,1	3,2	2,1	9,8	5,2	14,0	2,3	13,5	4,9	3,0	12,4
giu.	86,0	85,9	15,3	3,0	1,9	9,8	5,2	13,2	2,3	13,5	4,9	3,4	.
lug.	92,7	86,7	16,6	2,6	1,9	10,4	5,4	14,6	2,8	15,1	5,5	3,4	.
ago.	76,5	89,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
var. perc. rispetto all'anno prec.													
2003 ago.	-6,1	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>													
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	983,2	-	149,0	35,6	22,7	93,5	52,0	125,7	52,7	204,7	68,4	39,4	139,7
2002 2° trim.	251,3	248,5	39,1	9,2	5,5	23,9	13,6	33,2	13,6	49,0	17,1	10,7	36,5
3° trim.	236,8	246,0	34,9	8,3	5,5	22,7	12,3	28,8	12,6	51,7	16,3	10,0	33,8
4° trim.	252,9	246,8	37,4	9,5	6,3	24,7	13,3	30,7	13,7	54,6	17,2	9,4	36,1
2003 1° trim.	250,5	250,3	35,3	9,1	5,9	24,6	13,4	28,6	13,5	54,3	19,0	9,1	37,9
2° trim.	242,9	243,2	33,5	9,3	5,6	25,2	12,4	28,7	13,4	51,3	16,5	10,3	.
2003 mar.	86,1	83,2	12,7	3,3	1,9	8,7	4,7	9,8	4,7	18,1	6,4	3,2	12,7
apr.	83,5	82,6	11,3	3,2	1,9	8,5	4,1	10,1	4,8	17,7	6,1	3,6	12,2
mag.	80,6	80,5	10,9	3,0	1,8	8,2	4,3	9,7	4,4	16,8	5,3	3,5	12,5
giu.	78,8	80,1	11,3	3,0	1,9	8,4	4,0	8,9	4,2	16,7	5,0	3,2	.
lug.	79,3	79,3	10,6	2,5	1,6	8,9	4,3	8,8	4,1	17,3	5,8	3,4	.
ago.	70,0	82,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
var. perc. rispetto all'anno prec.													
2003 ago.	-3,8	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Saldo</b>													
1999	51,6	-	30,4	-0,1	2,6	17,0	12,9	21,9	-27,1	-32,6	-0,6	8,7	18,2
2000	5,3	-	33,1	0,8	1,4	17,8	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	97,0	-	56,7	1,4	2,2	18,5	12,0	56,7	-20,0	-34,5	-8,5	3,8	8,7
2002 2° trim.	22,5	23,9	13,0	0,1	0,8	4,8	2,7	12,8	-5,8	-6,3	-1,5	0,6	1,2
3° trim.	30,5	25,9	15,9	0,1	0,5	5,0	3,3	15,8	-4,3	-9,0	-1,4	0,5	3,8
4° trim.	25,9	21,9	13,1	0,5	0,3	4,5	2,8	16,0	-5,1	-9,5	-1,9	1,6	3,5
2003 1° trim.	7,2	15,9	13,8	0,6	0,5	3,0	3,1	13,4	-5,7	-14,0	-5,3	0,5	-2,8
2° trim.	15,3	16,1	12,7	0,3	0,5	4,2	3,0	12,3	-6,2	-10,5	-1,6	-0,9	.
2003 mar.	3,5	3,4	5,0	0,2	0,6	0,8	0,9	4,1	-2,0	-4,2	-1,7	0,2	-0,4
apr.	3,2	5,2	4,5	0,1	0,2	1,2	1,0	3,8	-2,2	-4,0	-1,1	-0,5	0,3
mag.	4,8	5,2	4,2	0,1	0,3	1,6	0,9	4,3	-2,1	-3,3	-0,4	-0,5	-0,1
giu.	7,3	5,7	4,0	0,1	0,0	1,4	1,2	4,3	-1,9	-3,2	-0,1	0,2	.
lug.	13,3	7,5	6,0	0,1	0,3	1,5	1,2	5,8	-1,3	-2,2	-0,3	0,0	.
ago.	6,5	6,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>								Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro <sup>2)</sup>	
	Gruppo ristretto						Gruppo ampio		Dollaro statunitense	Yen giapponese
	nominale	reale IPC	reale IPP	reale deflatore del PIL	reale CLUPM	reale CLUPT	nominale	reale IPC		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1997	99,1	99,4	99,2	98,3	101,0	101,6	90,4	96,7	1,1340	137,09
1998	101,5	101,3	101,6	100,9	99,8	101,5	96,6	99,2	1,1211	146,41
1999	95,7	95,7	95,9	95,6	96,2	95,8	96,6	95,9	1,0658	121,32
2000	85,7	86,3	87,6	85,4	87,2	85,1	88,2	86,2	0,9236	99,47
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
2001	87,3	88,6	89,9	88,1	88,5	86,4	91,0	87,9	0,8956	108,68
2002	90,0	92,5	93,5	92,3	90,9	90,3	95,6	91,8	0,9456	118,06
2001 1° trim.	88,6	89,5	91,2	88,9	90,2	87,3	91,4	88,4	0,9232	109,06
2° trim.	86,0	87,3	88,6	86,5	87,6	85,1	89,5	86,6	0,8725	106,93
3° trim.	87,0	88,3	89,6	87,7	87,6	85,7	91,2	87,8	0,8903	108,27
4° trim.	87,5	89,3	90,4	89,2	88,6	87,5	92,0	88,6	0,8959	110,45
2002 1° trim.	87,1	89,4	90,4	88,8	87,8	87,5	91,3	87,8	0,8766	116,07
2° trim.	88,8	91,4	92,2	90,9	89,7	89,2	93,9	90,3	0,9188	116,46
3° trim.	91,3	93,9	95,1	93,8	92,6	91,5	97,9	93,9	0,9838	117,25
4° trim.	92,5	95,4	96,3	95,6	93,6	92,8	99,4	95,2	0,9994	122,42
2003 1° trim.	96,9	100,1	100,8	100,2	97,7	97,7	104,1	99,3	1,0731	127,59
2° trim.	101,3	104,9	104,9	105,0	102,4	102,4	107,9	103,1	1,1372	134,74
3° trim.	100,5	104,2	104,0	-	-	-	106,9	102,0	1,1248	132,14
2001 gen.	89,2	89,9	91,6	-	-	-	91,7	88,7	0,9383	109,57
feb.	88,3	89,1	90,9	-	-	-	91,0	88,0	0,9217	107,08
mar.	88,4	89,4	91,1	-	-	-	91,4	88,5	0,9095	110,33
apr.	87,6	88,8	90,2	-	-	-	91,0	88,1	0,8920	110,36
mag.	85,9	87,2	88,4	-	-	-	89,3	86,4	0,8742	106,50
giu.	84,7	86,0	87,2	-	-	-	88,1	85,2	0,8532	104,30
lug.	85,4	86,8	87,9	-	-	-	89,1	86,0	0,8607	107,21
ago.	87,7	89,0	90,3	-	-	-	91,8	88,4	0,9005	109,34
set.	88,0	89,3	90,6	-	-	-	92,6	89,1	0,9111	108,20
ott.	88,0	89,6	90,8	-	-	-	92,8	89,3	0,9059	109,86
nov.	86,8	88,4	89,7	-	-	-	91,3	87,8	0,8883	108,68
dic.	87,7	89,8	90,8	-	-	-	91,9	88,7	0,8924	113,38
2002 gen.	87,6	89,9	91,0	-	-	-	91,6	88,1	0,8833	117,12
feb.	86,8	89,0	90,1	-	-	-	91,1	87,4	0,8700	116,23
mar.	86,8	89,3	90,2	-	-	-	91,2	87,9	0,8758	114,75
apr.	87,2	89,7	90,6	-	-	-	91,7	88,2	0,8858	115,81
mag.	88,6	91,1	92,0	-	-	-	93,7	90,0	0,9170	115,86
giu.	90,6	93,2	94,0	-	-	-	96,4	92,6	0,9554	117,80
lug.	91,7	94,4	95,4	-	-	-	98,2	94,3	0,9922	117,11
ago.	91,1	93,6	94,9	-	-	-	97,7	93,6	0,9778	116,31
set.	91,2	93,7	95,1	-	-	-	98,0	93,8	0,9808	118,38
ott.	91,7	94,3	95,3	-	-	-	98,5	94,4	0,9811	121,57
nov.	92,5	95,1	96,0	-	-	-	99,3	94,9	1,0014	121,65
dic.	93,6	96,7	97,5	-	-	-	100,4	96,2	1,0183	124,20
2003 gen.	95,8	98,8	99,9	-	-	-	103,0	98,1	1,0622	126,12
feb.	97,1	100,2	101,1	-	-	-	104,4	99,4	1,0773	128,60
mar.	97,9	101,2	101,4	-	-	-	105,1	100,3	1,0807	128,16
apr.	98,6	102,1	102,2	-	-	-	105,2	100,6	1,0848	130,12
mag.	102,5	106,1	106,2	-	-	-	109,1	104,1	1,1582	135,83
giu.	102,7	106,6	106,4	-	-	-	109,3	104,5	1,1663	138,05
lug.	101,4	105,2	105,0	-	-	-	107,8	102,9	1,1372	134,99
ago.	100,3	103,9	103,8	-	-	-	106,6	101,6	1,1139	132,38
set.	99,9	103,6	103,2	-	-	-	106,4	101,5	1,1222	128,94
ott.	101,3	105,1	104,6	-	-	-	108,3	103,3	1,1692	128,12
var. perc. sul mese prec. <sup>4)</sup>										
2003 ott.	1,4	1,5	1,4	-	-	-	1,8	1,8	4,2	-0,6
var. perc. sull'anno prec. <sup>4)</sup>										
2003 ott.	10,5	11,4	9,8	-	-	-	9,9	9,4	19,2	5,4

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.

Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro <sup>2)</sup>										
Franco svizzero	Sterlina britannica	Corona svedese	Corona danese	Corona norvegese	Dollaro canadese	Dollaro australiano	Dollaro di Hong Kong <sup>3)</sup>	Won sud coreano <sup>3)</sup>	Dollaro di Singapore <sup>3)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1,6440	0,69230	8,6512	7,4836	8,0186	1,5692	1,5281	8,7498	1.069,75	1,6777	1997
1,6220	0,67643	8,9159	7,4993	8,4659	1,6651	1,7867	8,6946	1.568,89	1,8764	1998
1,6003	0,65874	8,8075	7,4355	8,3104	1,5840	1,6524	8,2694	1.267,26	1,8064	1999
1,5579	0,60948	8,4452	7,4538	8,1129	1,3706	1,5889	7,1972	1.043,50	1,5923	2000
<i>Ampliamento dell'area dell'euro</i>										
1,5105	0,62187	9,2551	7,4521	8,0484	1,3864	1,7319	6,9855	1.154,83	1,6039	2001
1,4670	0,62883	9,1611	7,4305	7,5086	1,4838	1,7376	7,3750	1.175,50	1,6912	2002
1,5334	0,63260	9,0038	7,4639	8,2024	1,4099	1,7405	7,2007	1.174,68	1,6164	2001 1° trim.
1,5283	0,61437	9,1261	7,4593	8,0109	1,3450	1,7013	6,8051	1.138,94	1,5829	2° trim.
1,5070	0,61940	9,4067	7,4438	8,0094	1,3743	1,7341	6,9439	1.150,05	1,5823	3° trim.
1,4735	0,62090	9,4810	7,4415	7,9693	1,4157	1,7508	6,9873	1.155,22	1,6344	4° trim.
1,4733	0,61471	9,1589	7,4318	7,8117	1,3978	1,6923	6,8368	1.155,27	1,6072	2002 1° trim.
1,4648	0,62853	9,1584	7,4343	7,5175	1,4275	1,6662	7,1664	1.157,79	1,6567	2° trim.
1,4636	0,63533	9,2301	7,4281	7,3991	1,5361	1,7965	7,6731	1.172,73	1,7295	3° trim.
1,4667	0,63611	9,0946	7,4281	7,3192	1,5687	1,7913	7,7941	1.215,37	1,7671	4° trim.
1,4662	0,66961	9,1822	7,4305	7,5706	1,6203	1,8095	8,3695	1.288,92	1,8724	2003 1° trim.
1,5180	0,70169	9,1425	7,4250	7,9570	1,5889	1,7742	8,8692	1.373,83	1,9872	2° trim.
1,5451	0,69888	9,1631	7,4309	8,2472	1,5533	1,7089	8,7674	1.321,05	1,9699	3° trim.
1,5291	0,63480	8,9055	7,4642	8,2355	1,4098	1,6891	7,3182	1.194,92	1,6302	2001 gen.
1,5358	0,63400	8,9770	7,4630	8,2125	1,4027	1,7236	7,1889	1.153,81	1,6067	feb.
1,5355	0,62915	9,1264	7,4643	8,1600	1,4167	1,8072	7,0939	1.173,40	1,6114	mar.
1,5287	0,62168	9,1120	7,4633	8,1146	1,3903	1,7847	6,9568	1.183,45	1,6165	apr.
1,5334	0,61328	9,0576	7,4612	7,9927	1,3473	1,6813	6,8182	1.133,74	1,5855	mag.
1,5225	0,60890	9,2106	7,4539	7,9360	1,3016	1,6469	6,6542	1.104,12	1,5497	giu.
1,5135	0,60857	9,2637	7,4447	7,9714	1,3153	1,6890	6,7130	1.120,28	1,5691	lug.
1,5144	0,62672	9,3107	7,4450	8,0552	1,3857	1,7169	7,0236	1.153,99	1,5855	ago.
1,4913	0,62291	9,6744	7,4413	7,9985	1,4260	1,8036	7,1063	1.178,27	1,5929	set.
1,4793	0,62393	9,5780	7,4367	7,9970	1,4224	1,7955	7,0655	1.178,62	1,6397	ott.
1,4663	0,61838	9,4166	7,4452	7,9224	1,4153	1,7172	6,9284	1.137,48	1,6254	nov.
1,4749	0,62012	9,4359	7,4431	7,9911	1,4075	1,7348	6,9595	1.146,99	1,6389	dic.
1,4745	0,61659	9,2275	7,4329	7,9208	1,4135	1,7094	6,8886	1.160,78	1,6247	2002 gen.
1,4775	0,61160	9,1828	7,4299	7,7853	1,3880	1,6963	6,7857	1.147,18	1,5935	feb.
1,4678	0,61574	9,0594	7,4324	7,7183	1,3903	1,6695	6,8308	1.157,30	1,6016	mar.
1,4658	0,61407	9,1358	7,4341	7,6221	1,4008	1,6537	6,9091	1.163,18	1,6191	apr.
1,4572	0,62823	9,2208	7,4356	7,5207	1,4210	1,6662	7,1521	1.150,08	1,6506	mag.
1,4721	0,64405	9,1137	7,4330	7,4043	1,4627	1,6793	7,4523	1.160,62	1,7029	giu.
1,4624	0,63870	9,2689	7,4301	7,4050	1,5321	1,7922	7,7389	1.169,16	1,7395	lug.
1,4636	0,63633	9,2489	7,4270	7,4284	1,5333	1,8045	7,6265	1.167,08	1,7164	ago.
1,4649	0,63059	9,1679	7,4271	7,3619	1,5434	1,7927	7,6500	1.182,57	1,7320	set.
1,4650	0,62994	9,1051	7,4297	7,3405	1,5481	1,7831	7,6521	1.211,92	1,7511	ott.
1,4673	0,63709	9,0818	7,4280	7,3190	1,5735	1,7847	7,8098	1.208,19	1,7666	nov.
1,4679	0,64218	9,0961	7,4264	7,2948	1,5872	1,8076	7,9409	1.226,88	1,7858	dic.
1,4621	0,65711	9,1733	7,4324	7,3328	1,6364	1,8218	8,2841	1.250,06	1,8433	2003 gen.
1,4674	0,66977	9,1455	7,4317	7,5439	1,6299	1,8112	8,4022	1.282,82	1,8803	feb.
1,4695	0,68255	9,2265	7,4274	7,8450	1,5943	1,7950	8,4279	1.335,44	1,8954	mar.
1,4964	0,68902	9,1541	7,4255	7,8317	1,5851	1,7813	8,4605	1.337,38	1,9282	apr.
1,5155	0,71322	9,1559	7,4246	7,8715	1,6016	1,7866	9,0321	1.390,03	2,0074	mag.
1,5411	0,70224	9,1182	7,4250	8,1619	1,5798	1,7552	9,0955	1.392,33	2,0233	giu.
1,5476	0,70045	9,1856	7,4332	8,2893	1,5694	1,7184	8,8689	1.342,27	1,9956	lug.
1,5400	0,69919	9,2378	7,4322	8,2558	1,5570	1,7114	8,6873	1.312,67	1,9531	ago.
1,5474	0,69693	9,0682	7,4273	8,1952	1,5330	1,6967	8,7377	1.306,88	1,9591	set.
1,5485	0,69763	9,0105	7,4301	8,2274	1,5489	1,6867	9,0530	1.364,70	2,0282	ott.
0,1	0,1	-0,6	0,0	0,4	1,0	-0,6	3,6	4,4		var. perc. sul mese prec. <sup>4)</sup> 3,5 2003 ott.
5,7	10,7	-1,0	0,0	12,1	0,0	-5,4	18,3	12,6		var. perc. sull'anno prec. <sup>4)</sup> 15,8 2003 ott.

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.

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 <sup>1)</sup> , in perc. per anno	Tasso di cambio <sup>2)</sup> in unità della valuta nazionale per euro	Saldo della bilancia dei pagamenti in perc. del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>3)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale <sup>4)</sup>	Tasso di disoccupazione standardizzato in perc. della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>5)</sup>	Tasso di interesse a 3 mesi <sup>1)</sup> , 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	47,3	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	2,1	45,5	5,06	7,43	2,6	1,2	2,1	1,4	4,5	3,5	3,54
2002 2° trim.	2,1	-	-	5,36	7,43	3,3	0,0	3,4	4,6	4,4	2,8	3,71
3° trim.	2,4	-	-	4,92	7,43	3,2	1,0	1,6	0,9	4,6	2,6	3,57
4° trim.	2,7	-	-	4,74	7,43	1,6	0,4	1,5	1,0	4,7	6,1	3,27
2003 1° trim.	2,8	-	-	4,30	7,43	2,6	0,9	1,4	1,6	5,0	19,1	2,83
2° trim.	2,2	-	-	4,12	7,43	3,8	2,9	-1,0	-1,2	5,2	22,2	2,48
3° trim.	1,6	-	-	4,31	7,43	.	.	.	.	5,4	19,3	2,18
2003 mag.	2,1	-	-	4,09	7,42	-	-	-	-1,4	5,2	24,2	2,54
giu.	2,0	-	-	3,85	7,42	-	-	-	-1,8	5,3	21,8	2,22
lug.	1,8	-	-	4,17	7,43	-	-	-	1,6	5,3	21,6	2,18
ago.	1,5	-	-	4,35	7,43	-	-	-	0,8	5,4	20,2	2,19
set.	1,7	-	-	4,40	7,43	-	-	-	.	5,5	16,2	2,19
ott.	.	-	-	4,44	7,43	-	-	-	.	.	.	2,20
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	1,3	52,7	5,31	9,16	4,3	2,1	1,9	-1,2	4,9	5,4	4,24
2002 2° trim.	1,9	-	-	5,64	9,16	5,3	0,8	3,1	0,1	4,9	5,3	4,43
3° trim.	1,5	-	-	5,16	9,23	4,1	1,4	2,4	-1,1	4,9	6,0	4,41
4° trim.	1,6	-	-	5,00	9,09	2,5	1,7	1,3	-2,5	5,1	3,4	4,09
2003 1° trim.	2,9	-	-	4,59	9,18	5,4	-0,5	1,9	-2,0	5,3	5,6	3,72
2° trim.	2,1	-	-	4,43	9,14	4,1	0,5	0,7	0,4	5,4	5,5	3,28
3° trim.	2,3	-	-	4,65	9,16	.	.	.	.	5,4	5,2	2,86
2003 mag.	2,0	-	-	4,37	9,16	-	-	-	-2,1	5,4	7,0	3,35
giu.	2,0	-	-	4,20	9,12	-	-	-	1,6	5,4	5,0	2,93
lug.	2,4	-	-	4,51	9,19	-	-	-	1,7	5,4	5,1	2,83
ago.	2,2	-	-	4,70	9,24	-	-	-	2,0	5,4	5,5	2,87
set.	2,3	-	-	4,73	9,07	-	-	-	.	5,5	4,9	2,88
ott.	.	-	-	4,85	9,01	-	-	-	.	.	.	2,86
Regno Unito												
1999	1,3	1,0	45,1	5,01	0,659	-2,2	2,6	2,8	1,2	5,9	5,5	5,54
2000	0,8	3,8	42,1	5,33	0,609	-1,9	2,5	3,8	2,0	5,4	6,6	6,19
2001	1,2	0,7	38,9	5,01	0,622	-1,7	3,9	2,1	-1,6	5,0	8,1	5,04
2002	1,3	-1,5	38,5	4,91	0,629	-1,7	2,2	1,7	-2,7	5,1	6,0	4,06
2002 2° trim.	0,9	-4,1	38,1	5,28	0,629	-3,3	2,9	1,5	-2,4	5,1	5,7	4,17
3° trim.	1,1	-0,9	37,7	4,71	0,635	-0,7	1,8	1,9	-2,7	5,2	5,7	4,01
4° trim.	1,6	-3,3	38,2	4,52	0,636	-1,7	1,5	2,0	-1,1	5,0	6,3	3,98
2003 1° trim.	1,5	0,1	37,6	4,34	0,670	0,1	1,9	1,8	-0,4	5,0	6,8	3,80
2° trim.	1,3	-5,6	38,4	4,35	0,702	-4,0	1,2	2,0	-1,1	5,0	8,2	3,64
3° trim.	1,4	-2,5	38,9	4,63	0,699	.	.	.	.	.	7,4	3,57
2003 mag.	1,2	-7,6	37,9	4,31	0,713	-	-	-	-2,6	4,9	8,3	3,63
giu.	1,1	-6,7	38,4	4,19	0,702	-	-	-	2,3	5,0	8,2	3,64
lug.	1,3	0,5	38,5	4,47	0,700	-	-	-	0,4	5,0	7,9	3,49
ago.	1,4	-5,5	38,4	4,65	0,699	-	-	-	-1,7	.	7,0	3,52
set.	1,4	-2,4	38,9	4,76	0,697	-	-	-	.	.	7,3	3,70
ott.	.	.	.	4,96	0,698	-	-	-	.	.	.	3,80

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**

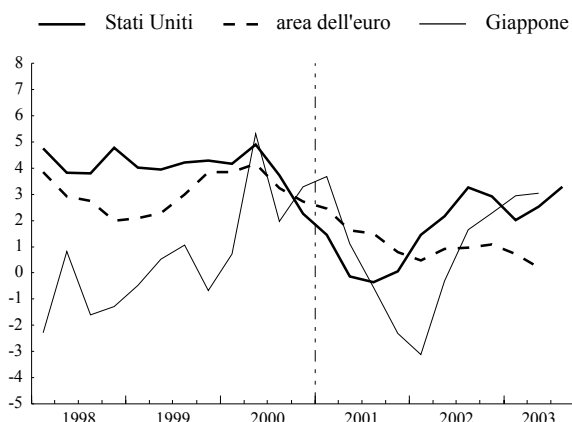
## Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale <sup>1)</sup>	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali per anno)	Rendimento sui titoli pubblici a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali per anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo <sup>5)</sup> fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
1999	2,2	-1,1	4,1	5,0	4,2	8,7	5,42	5,64	1,066	0,7	49,6
2000	3,4	3,2	3,8	5,2	4,0	9,4	6,53	6,03	0,924	1,4	44,2
2001	2,8	0,7	0,3	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,6
2002	1,6	-1,3	2,4	-1,0	5,8	8,0	1,80	4,60	0,946	-3,4	45,8
2002 2° trim.	1,3	-1,4	2,2	-1,5	5,8	7,9	1,92	5,08	0,919	-3,3	44,2
3° trim.	1,6	-1,9	3,3	0,5	5,8	7,2	1,81	4,25	0,984	-3,4	44,9
4° trim.	2,2	-0,8	2,9	1,1	5,9	6,4	1,55	3,99	0,999	-3,9	45,8
2003 1° trim.	2,9	0,6	2,0	0,4	5,8	6,3	1,33	3,90	1,073	-4,2	46,3
2° trim.	2,1	0,7	2,5	-1,3	6,2	6,9	1,24	3,61	1,137	-4,7	47,1
3° trim.	2,2	.	3,3	-1,2	6,1	7,6	1,13	4,22	1,125	.	.
2003 mag.	2,1	-	-	-1,3	6,1	6,8	1,28	3,56	1,158	-	-
giu.	2,1	-	-	-1,6	6,4	7,3	1,12	3,32	1,166	-	-
lug.	2,1	-	-	-1,3	6,2	8,3	1,11	3,93	1,137	-	-
ago.	2,2	-	-	-1,7	6,1	7,7	1,14	4,44	1,114	-	-
set.	2,3	-	-	-0,5	6,1	6,9	1,14	4,29	1,122	-	-
ott.	.	-	-	.	.	.	1,16	4,27	1,169	-	-
<b>Giappone</b>											
1999	-0,3	-1,8	0,1	0,2	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-7,2	118,2
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,0	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2002 2° trim.	-0,9	-1,7	-0,3	-3,5	5,4	3,5	0,08	1,37	116,5	.	.
3° trim.	-0,8	-6,7	1,7	3,3	5,4	3,3	0,07	1,24	117,2	.	.
4° trim.	-0,5	-8,4	2,3	6,0	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 1° trim.	-0,2	-6,9	2,9	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
2° trim.	-0,2	-3,6	3,0	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,7	.	.
3° trim.	-0,2	.	.	0,7	.	1,8	0,05	1,20	132,1	.	.
2003 mag.	-0,2	-2,3	-	1,3	5,4	1,6	0,06	0,57	135,8	-	-
giu.	-0,4	-3,6	-	2,4	5,3	1,8	0,06	0,56	138,1	-	-
lug.	-0,2	.	-	-0,3	5,3	1,8	0,05	0,99	135,0	-	-
ago.	-0,3	.	-	-1,3	.	2,0	0,05	1,15	132,4	-	-
set.	-0,2	.	-	3,4	.	1,8	0,05	1,45	128,9	-	-
ott.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,40	128,1	-	-

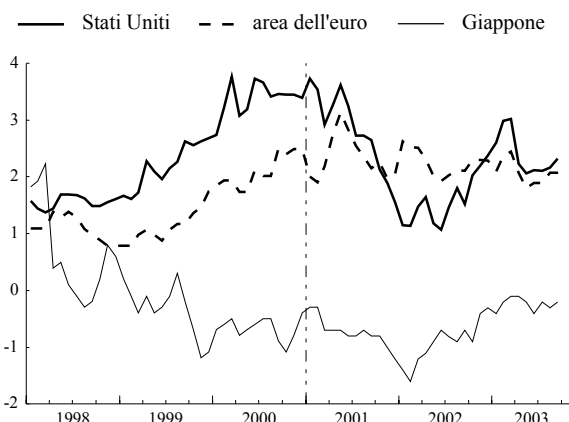
### PIL a prezzi costanti

(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; M3 per gli Stati Uniti, per il Giappone: M2 + CD.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. tavole 3.1 e 3.2.

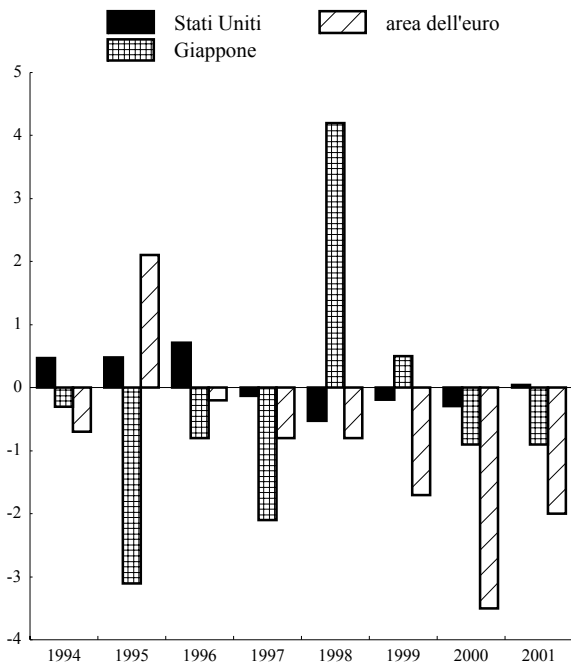
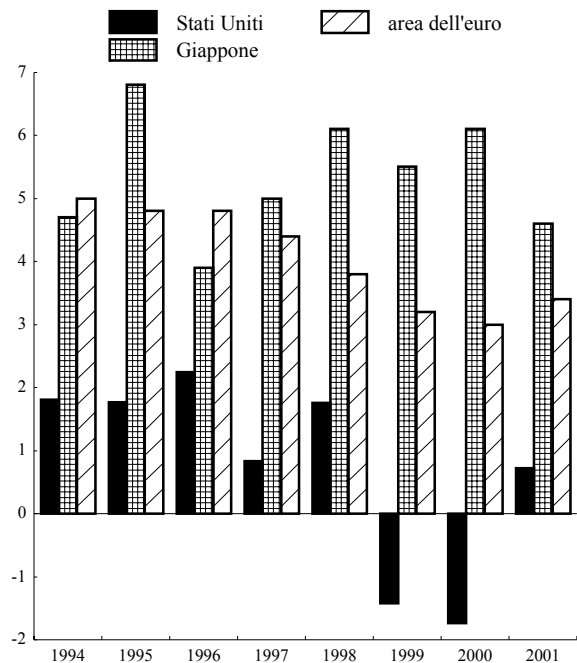
4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

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 <sup>1)</sup>			
	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
<b>Stati Uniti</b>													
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,9	12,4	4,8	11,2	6,3
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	4,0	11,5	5,8
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	1,9	7,7	1,8	1,9	13,0	6,5	11,6	5,8
2002	15,0	18,6	-4,7	7,7	7,6	1,7	7,7	2,0	0,2	12,8	6,1	12,5	7,0
2001 3° tr.	16,5	18,8	-3,5	7,7	8,3	0,1	7,8	0,3	0,5	12,9	9,1	12,8	9,2
4° tr.	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	2,1	8,5	0,8	2,2	13,4	3,5	10,9	3,5
2002 1° tr.	15,5	18,6	-4,1	7,5	7,8	1,8	7,9	1,5	0,4	12,8	6,1	12,3	6,9
2° tr.	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,6	7,7	2,6	1,0	12,7	5,8	12,7	5,9
3° tr.	14,6	18,6	-4,7	7,8	7,6	0,3	7,5	1,0	-1,4	12,9	4,7	12,5	6,8
4° tr.	14,3	18,7	-5,1	7,8	7,5	2,3	7,6	2,8	0,7	12,7	7,6	12,2	8,4
2003 1° tr.	14,0	18,4	-5,2	7,4	7,4	2,1	7,4	2,5	0,5	12,7	7,3	12,1	8,3
2° tr.	13,9	18,2	-5,2	7,3	7,4	4,1	8,0	3,6	2,4	12,9	12,2	12,2	12,6
<b>Giappone</b>													
1999	27,8	25,9	2,2	14,4	14,8	0,5	13,7	-5,0	0,6	5,2	5,7	11,5	0,3
2000	27,7	26,2	2,3	15,8	15,4	0,9	14,3	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,7	-0,1
2001	26,4	25,6	2,0	15,7	15,2	-2,8	14,1	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	.	23,7	.	.	.	-2,9	.	-7,0	-0,9	.	0,7	.	-2,1
2001 3° tr.	25,9	25,3	2,1	.	.	3,0	.	-8,4	-1,5	.	-5,6	.	3,2
4° tr.	25,5	25,5	2,0	.	.	4,3	.	5,7	-0,3	.	9,9	.	-0,6
2002 1° tr.	29,6	22,8	3,4	.	.	9,1	.	-4,8	-3,0	.	-6,6	.	2,5
2° tr.	.	22,7	.	.	.	-27,8	.	-23,6	0,8	.	5,8	.	-8,5
3° tr.	.	23,7	.	.	.	1,2	.	-9,7	-2,3	.	-6,8	.	-0,6
4° tr.	.	25,0	.	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,4	.	-1,5
2003 1° tr.	.	22,9	.	.	.	16,1	.	-5,1	0,4	.	-11,3	.	3,4
2° tr.	.	23,3	.	.	.	-23,7	.	-22,2	0,1	.	3,0	.	-5,5

**Saldo finanziario delle società non finanziarie**
*(in percentuale del PIL)*

**Saldo finanziario delle famiglie <sup>1)</sup>**
*(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 alla Tavola riassuntiva sull'area dell'euro (I. Andamenti monetari e tassi di interesse)

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

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

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

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

### Relative alle tavole da 2.1 a 2.8

#### 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:

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

Analogamente, il flusso trimestrale  $F_t^Q$  per il trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

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

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  $t$ .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi le sezioni successive) i flussi trimestrali possono essere derivati in maniera equivalente come somma dei tre flussi mensili nel trimestre.

#### Calcolo dei tassi di crescita per le serie mensili

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:

$$(e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) alla voce *Monetary statistics* della sezione statistica.

La variazione percentuale sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, le variazioni percentuali sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

Le variazioni percentuali per i tassi di crescita infra-annuali possono essere ottenute mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile centrata su tre mesi delle variazioni sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$ , dove  $a_t$  è definito come nei precedenti punti (f) o (g).

### Calcolo dei tassi di crescita per le serie trimestrali

In seguito all'entrata in vigore il 1° gennaio del Regolamento BCE/2001/13 della BCE, una serie di scomposizioni dei dati di bilancio delle IFM che venivano, in precedenza, rese disponibili a frequenza trimestrale sono ora disponibili a frequenza mensile, fornendo in tal modo dati mensili relativi, per esempio, ai prestiti alle famiglie. Comunque, per il momento e fino a che non saranno disponibili serie mensili contenenti dati per un intero anno, i tassi di crescita continueranno a essere calcolati sulla base di dati trimestrali.

Definendo  $F_t^Q$  e  $L_{t-3}$  come in precedenza l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese  $t$  è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La variazione percentuale sul periodo corrispondente nel quarto trimestre che termina nel mese  $t$ , cioè  $a_t$ , può essere calcolata utilizzando la formula (g).

### Destagionalizzazione delle statistiche monetarie per l'area dell'euro <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente flussi destagionalizzati. I fattori di destagionalizzazione (e di

correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono corretti a intervalli annuali o laddove richiesto.

### 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:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

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:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area (agosto 2000) e il sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) alla voce Monetary statistics della Statistics section.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, Journal of Business and Economic Statistics, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette”, per le quali la BCE raccoglie le informazioni relative alle emissioni lorde e quelle relative ai rimborsi separatamente, e i “flussi” utilizzati per gli aggregati monetari per le statistiche sulle emissioni di titoli.

## Relative alla tavola 4.1

### Destagionalizzazione dello IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. 86\*). 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 (cfr. nota 2 alla pag. 86\*). I dati grezzi sui beni e sui servizi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle “giornate lavorative” e della “Pasqua”. I dati sui crediti del conto dei redditi sono preliminarmente sottoposti alla sola correzione per il numero di “giornate lavorative”. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I debiti del conto dei redditi e i trasferimenti correnti non subiscono alcuna correzione preliminare. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

4) Cfr. nota 1 alla pagina 86\*.





## 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 2000<sup>1)</sup>.

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](http://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 su 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. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 novembre 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 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 denominata "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](http://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

La tavola 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la summa dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 9 dal lato delle passività della tavola 2.2. La tavola 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate sia con riferimento a dati non stagionalizzati (sottosezioni 1-6) sia con riferimento a quelli stagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Mentre nelle tavole 2.1 e 2.2 le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro sono inserite nelle passività verso l'esterno dell'area, nella tavola 2.3 queste poste sono escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero". La tavola 2.4

fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La tavola 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente. Le tavole da 2.2 a 2.6 comprendono flussi corretti per tenere conto di rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La tavola 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni mediante i quali vengono corretti i flussi. Le tavole da 2.3 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate su flussi corretti. La tavola 2.8 presenta una analisi monetaria trimestrale di alcune voci del bilancio delle IFM.

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 95<sup>2)</sup>.

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 (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.

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).

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 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). 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 dati 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 nel Bollettino mensile sono basati sul 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 dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento

dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La 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 (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare, informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due tavole precedenti.

### **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.

### **Bilancia dei pagamenti e 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. In linea con le prassi di revisione, questo numero contiene revisioni nelle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti per il periodo che va dal 2000 al luglio 2003.

Nell'ambito di tali revisioni è stata introdotta una stima dell'incremento del valore detenuto da non residenti nell'area dell'euro sotto forma di banconote in euro rispetto a quello detenuto dagli stessi precedentemente sotto forma di banconote denominate nelle singole valute nazionali. Questa stima è stata registrata sotto la voce altri investimenti/passività dell'Eurosistema.

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.

Una specifica nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (tavola 8.7) è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 a pagina 15 del numero di giugno 2003 del bollettino mensile.

Le statistiche relative alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro 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 dai dati di fine 1999 in poi ed è per questo motivo che le attività e le passività dell'area dell'euro sono presentate separatamente (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). Per le posizioni di fine 1997 e fine 1998, la p.p.e. è compilata su base "netta" aggregando i dati nazionali. 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).

### **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, Tailandia, 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), il prodotto interno lordo (deflatore del PIL), i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera (CLUPM)

e nel totale dell'economia (CLUPT). Laddove i deflatori non sono disponibili si utilizzano stime. I tassi deflazionati mediante il deflatore del PIL e l'indice dei CLUPT si riferiscono agli Euro 12, ovvero includono la Grecia per l'intero periodo.

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 sul calcolo dei tassi di cambio effettivi, cfr. l'articolo *Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro*, pubblicato nel numero di agosto 2003 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

## 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 <sup>1)</sup>

## 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

<sup>1)</sup> 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.

### **10 luglio, 31 luglio, 4 settembre, 2 ottobre e 6 novembre 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 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

# 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.*  
*Andamenti di fondo degli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro, luglio 2003.*  
*Le prime esperienze nella gestione della stampa ed emissione di banconote in euro, luglio 2003.*  
*Modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per la conduzione della politica monetaria, agosto 2003.*  
*I recenti sviluppi del settore bancario nell'area dell'euro, agosto 2003.*  
*Andamenti della competitività internazionale di costo e di prezzo dell'area dell'euro, agosto 2003.*  
*Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro, ottobre 2003.*  
*Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa, ottobre 2003.*  
*Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro, novembre 2003.*  
*La risoluzione delle crisi nelle economie emergenti – le sfide per la comunità internazionale, novembre 2003.*  
*Il ruolo internazionale dell'euro: principali andamenti dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria, novembre 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.
  - 8 *An introduction to the ECB's survey of professional forecasters*, di J. A. Garcia, settembre 2003.
- 

#### **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. Klaeffer, 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.
- 237 *Growth expectations, capital flows and international risk sharing*, di O. Castrén, M. Miller e R. Stiegert, giugno 2003.
- 238 *The impact of monetary union on trade prices*, di R. Anderton, R. E. Baldwin e D. Taglioni, giugno 2003.

- 239 *Temporary shocks and unavoidable transitions to a high-unemployment regime*, di W. J. Denhaan, giugno 2003.
- 240 *Monetary policy transmission in the euro area: any changes after EMU?*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, luglio 2003.
- 241 *Maintaining price stability under free-floating: a fearless way out of the corner?*, di C. Detken e V. Gaspar, luglio 2003.
- 242 *Public sector efficiency: an international comparison*, di A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, luglio 2003.
- 243 *Pass-through of external shocks to euro area inflation*, di E. Hahn, luglio 2003.
- 244 *How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence*, di S. Ejerskov, C. Martin Moss e L. Stracca, luglio 2003.
- 245 *Money and payments: a modern perspective*, di C. Holthausen e C. Monnet, luglio 2003.
- 246 *Public finances and long-term growth in Europe – evidence from a panel data analysis*, di D. R. de Ávila Torrijos e R. Strauch, luglio 2003.
- 247 *Forecasting euro area inflation: does aggregating forecasts by HICP component improve forecast accuracy?*, di K. Hubrich, agosto 2003.
- 248 *Exchange rates and fundamentals*, di C. Engel e K. D. West, agosto 2003.
- 249 *Trade advantages and specialisation dynamics in acceding countries*, di A. Zaghini, agosto 2003.
- 250 *Persistence, the transmission mechanism and robust monetary policy*, di I. Angeloni, G. Coenen e F. Smets, agosto 2003.
- 251 *Consumption, habit persistence, imperfect information and the lifetime budget constraint*, di A. Willman, agosto 2003.
- 252 *Interpolation and backdating with a large information set*, di E. Angelini, J. Henry e M. Marcellino, agosto 2003.
- 253 *Bond market inflation expectations and longer-term trends in broad monetary growth and inflation in industrial countries, 1880-2001*, di W. G. Dewald, settembre 2003.
- 254 *Forecasting real GDP: what role for narrow money?*, di C. Brand, H.-E. Reimers e F. Seitz, settembre 2003.
- 255 *Is the demand for euro area M3 stable?*, di A. Bruggeman, P. Donati e A. Warne, settembre 2003.
- 256 *Information acquisition and decision making in committees: a survey*, di K. Gerling, H. P. Grüner, A. Kiel e E. Schulte, settembre 2003.
- 257 *Macroeconomic modelling of monetary policy*, di M. Klaeffling e Lehman Brothers, settembre 2003.
- 258 *Interest rate reaction functions and the Taylor rule in the euro area*, di P. Gerlach-Kristen, settembre 2003.
- 259 *Implicit tax co-ordination under repeated policy interactions*, di M. Catenaro e J.-P. Vidal, settembre 2003.
- 260 *Aggregation-theoretic monetary aggregation over the euro area, when countries are heterogeneous*, di W. A. Barnett, settembre 2003.
- 261 *Why has broad money demand been more stable in the euro area than in other economies? A literature review*, di A. Calza e J. Sousa, settembre 2003.

- 262 *Indeterminacy of rational expectations equilibria in sequential financial markets*, di P. Donati, settembre 2003.
- 263 *Measuring contagion with a Bayesian time-varying coefficient model*, di M. Ciccarelli e A. Rebucci, settembre 2003.
- 264 *A monthly monetary model with banking intermediation for the euro area*, di A. Bruggeman e M. Donnay, settembre 2003.
- 265 *New Keynesian Phillips Curves: a reassessment using euro area data*, di P. McAdam e A. Willman, settembre 2003.
- 266 *Finance and growth in the EU: new evidence from the liberalisation and harmonisation of the banking industry*, di D. Romero de Ávila, settembre 2003.
- 267 *Comparing economic dynamics in the EU and the CEE accession countries*, di R. Süppel, settembre 2003.
- 268 *The output composition puzzle: a difference in the monetary transmission mechanism in the euro area and the US*, di I. Angeloni, A. K. Kashyap, B. Mojon e D. Terlizzese, settembre 2003.
- 269 *Zero lower bound: is it a problem with the euro area?*, di G. Coenen, settembre 2003.
- 270 *Downward nominal wage rigidity and the long-run Phillips curve: simulation-based evidence for the euro area*, di G. Coenen, settembre 2003.
- 271 *Indeterminacy and search theory*, di N. Giammarioli, settembre 2003.
- 272 *Inflation targets and the liquidity trap*, di M. Klaefferling e V. López Pérez, settembre 2003.
- 273 *Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations*, di E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altimari e D. Rodriguez-Palenzuela, settembre 2003.
- 274 *Interpreting implied risk neutral densities: the role of risk premia*, di P. Hördahl e D. Vestin, settembre 2003.
- 275 *Identifying the monetary transmission mechanism using structural breaks*, di A. Beyer e R. Farmer, settembre 2003.
- 276 *Short-term estimates of euro area real GDP by means of monthly data*, di G. Rünstler, settembre 2003.
- 277 *On the indeterminacy of determinacy and indeterminacy*, di A. Beyer e R. Farmer, settembre 2003.
- 278 *Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation*, di D. Rodriguez-Palenzuela, G. Camba-Méndez e J. Á. García, settembre 2003.
- 279 *Designing targeting rules for international monetary policy cooperation*, di G. Benigno e P. Benigno, ottobre 2003.
- 280 *Inflation, factor substitution and growth*, di R. Klump, ottobre 2003.
- 281 *Identifying fiscal shocks and policy regimes in OECD countries*, di G. de Arcangelis e S. Lamartina, ottobre 2003.
- 282 *Optimal dynamic risk sharing when enforcement is a decision variable*, di T. V. Koepl, ottobre 2003.
- 283 *The United States, Japan and the euro area: comparing business-cycle features*, di P. McAdam, novembre 2003.
- 284 *The credibility of the monetary policy “free lunch”*, di J. Yetman, novembre 2003.
- 285 *Government deficits, wealth effects and the price level in an optimising model*, di B. Annicchiarico, novembre 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 Intestinking data dictionary as at November 2001, giugno 2002.*

*TARGET Intestinking specification as at November 2001, giugno 2002.*

*TARGET Intestinking 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.*

*List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2003.*

*Review of the foreign exchange market structure, marzo 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 1: 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.*

*Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty, giugno 2003.*

*Development in national supervisory structures, giugno 2003.*

*Oversight standards for euro retail payment system, giugno 2003.*

*Towards a Single Euro Payments Area – progress report, giugno 2003.*

*Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets, luglio 2003.*

*Information Guide for credit institutions using TARGET, luglio 2003.*

*ECB statistics: A brief overview, agosto 2003.*

*Portfolio investment income: Task force report, agosto 2003.*

*Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures, settembre 2003.*

*The New Basel Capital Accord, settembre 2003.*

*Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20), 22 settembre 2003.*

*Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, settembre 2003.*

*Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties, settembre 2003.*

*Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries, ottobre 2003.*

*European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 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.