



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

BCE ECB EZB EKT EKP

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

**BOLLETTINO MENSILE
FEBBRAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 2004

Nel 2004 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 100 euro

© Banca Centrale Europea, 2004

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main - Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

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

*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 4 febbraio 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di febbraio 2004
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

INDICE

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

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	11
Prezzi e costi	28
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	35
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	42
Riquadri:	
1 Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro	14
2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 24 novembre 2003 al 23 gennaio 2004	21
3 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 primo trimestre 2004 e altri indicatori disponibili	31
4 La valutazione delle condizioni economiche presenti e attese secondo le indagini della Commissione europea	40

ARTICOLI

Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nella UE	47
Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	59
L'impatto del principio del <i>fair value</i> sul settore bancario europeo – una prospettiva di stabilità finanziaria	71

STATISTICHE **SI**

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2003	V

GLOSSARIO **IX**

SIGLARIO

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

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 5 febbraio 2004 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 sui loro bassi livelli riflette il giudizio del Consiglio direttivo secondo cui le prospettive di medio termine per la stabilità dei prezzi non sono sostanzialmente mutate. Pertanto, l'orientamento di politica monetaria rimane adeguato. Il Consiglio direttivo ha concluso che i rischi inflazionistici dovrebbero essere contenuti da un andamento dei prezzi all'importazione leggermente più favorevole, mentre la ripresa economica nell'area dell'euro procederebbe in linea con le precedenti attese. Esso seguirà a tenere sotto attenta osservazione tutti gli sviluppi suscettibili di influenzare la propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Per quanto concerne i tassi di cambio, il Consiglio direttivo ribadisce la particolare rilevanza attribuita alla stabilità e continua a esprimere preoccupazione riguardo alle loro eccessive fluttuazioni.

Per quanto concerne l'analisi economica, gli ultimi dati sulla produzione nell'area dell'euro e i risultati delle indagini congiunturali sul clima di fiducia delle imprese restano coerenti con l'espansione dell'attività in corso al volgere dell'anno, sia nel settore manifatturiero che in quello dei servizi.

In prospettiva, il contesto esterno all'area dell'euro dovrebbe continuare a evolversi favorevolmente. In particolare, ci si attende che la vigorosa crescita del PIL nelle economie dei maggiori partner commerciali dell'area sostenga la domanda esterna di beni e servizi prodotti nell'area dell'euro, sebbene l'espansione delle esportazioni possa risultare in qualche modo frenata dalla minore competitività di prezzo.

Le condizioni per un miglioramento della domanda interna risultano anch'esse propizie. Gli investimenti dovrebbero beneficiare non solo delle tendenze della domanda mondiale, ma anche degli sforzi profusi dalle imprese per accrescere la produttività e la redditività, del basso livello dei tassi di interesse e delle condizioni di finanziamento generalmente favorevoli. Inoltre, la crescita finora moderata dei consumi privati dovrebbe registrare una ripresa in linea con un aumento del reddito disponibile in termini reali. Il quadro complessivo di un graduale recupero dell'economia si riflette in tutte le previsioni disponibili, provenienti da fonti sia ufficiali che private, e sembra trovare conferma nell'andamento dei mercati finanziari.

Nel breve periodo questo principale scenario rimane soggetto a rischi bilanciati. Su orizzonti temporali più lunghi, l'incertezza è legata a perduranti squilibri in alcune regioni del mondo e alle loro potenziali ripercussioni sulla sostenibilità della crescita economica mondiale.

Per quanto concerne i prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è sceso al 2,0 per cento lo scorso dicembre e, secondo la stima dell'Eurostat, registrerebbe in gennaio lo stesso valore. Nel corso di quest'anno, l'inflazione dovrebbe collocarsi al di sotto del 2 per cento, per poi rimanere in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. Se da un lato le quotazioni in dollari delle materie prime sui mercati internazionali hanno mostrato una tendenza al rialzo negli ultimi mesi, dall'altro il passato apprezzamento dell'euro attenua gli effetti di quest'ultima sui prezzi interni. Inoltre, ci si attende che la dinamica salariale resti moderata a fronte di elevati tassi di disoccupazione e di una graduale ripresa dell'economia. I recenti dati sul costo del lavoro sembrano essenzialmente confermare la valutazione di una stabilizzazione degli incrementi salariali. Nel complesso, le pressioni inflazionistiche continuano a essere limitate, coerentemente con tutte le previsioni disponibili. Dato il carattere condizionale di qualsiasi valutazione orientata al futuro, è importante tenere presente l'insieme dei fattori di rischio per le prospettive circa la stabilità dei

prezzi. Inoltre, occorre tenere sotto attenta osservazione le aspettative di inflazione.

Passando all'analisi monetaria, negli ultimi mesi il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha continuato a ridursi solo lentamente. Questa evoluzione indica riallocazioni di portafoglio piuttosto graduali a scapito delle attività monetarie e in favore di quelle finanziarie a lungo termine non comprese nell'aggregato. Inoltre, il livello contenuto dei tassi di interesse contribuisce al perdurare della forte espansione di attività molto liquide. Nel contempo la crescita dei prestiti al settore privato è riconducibile sia ai tassi di interesse bassi sia al miglioramento del contesto economico.

La vigorosa espansione della moneta osservata negli ultimi anni implica che la liquidità disponibile nell'area dell'euro eccede considerevolmente il livello necessario a finanziare una crescita non inflazionistica. La possibilità che l'accumulo di liquidità in eccesso generi spinte al rialzo sui prezzi nel medio periodo dipenderà dalla misura in cui verranno invertite le scorse ricomposizioni di portafoglio e dalla futura intensità dell'espansione economica. Se l'eccesso di liquidità dovesse persistere, potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche nel medio termine.

In sintesi, l'analisi economica continua a indicare che lo scenario principale per l'evoluzione dei prezzi nel medio periodo è in linea con la definizione di stabilità dei prezzi. La verifica incrociata con l'analisi monetaria non modifica in alcun modo tale quadro.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, vi sono diversi importanti aspetti che richiedono particolare attenzione. Innanzitutto, l'attuazione delle politiche fiscali deve essere coerente con gli impegni assunti dai governi lo scorso anno. A tale proposito, è in corso un'approfondita valutazione dei nuovi programmi di stabilità presentati dai paesi membri. Finanze pubbliche solide sono indispensabili al fine di sostenere un assetto macroeconomico stabile, che a sua volta rafforzi la fiducia e promuova

gli investimenti, la crescita e l'occupazione nell'area dell'euro.

Quanto all'assetto istituzionale per le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo condivide i timori espressi dalla Commissione europea riguardo alle conclusioni del Consiglio Ecofin dello scorso novembre. La Commissione è garante del Trattato e del Patto di stabilità e crescita; la BCE ne rispetta la decisione di esigere chiarezza giuridica nell'applicazione del patto. Inoltre, la BCE ritiene che non occorra modificare il Trattato e che il patto sia adeguato nella sua formulazione corrente. Il Consiglio direttivo concorda con la Commissione sul fatto che l'attuazione del patto possa essere ulteriormente migliorata, intervenendo soprattutto sull'analisi degli squilibri strutturali e sul rafforzamento degli incentivi intesi a promuovere politiche di bilancio solide in fasi congiunturali favorevoli. È necessario accrescere sia la chiarezza sia l'efficacia esecutiva del quadro di riferimento per le politiche fiscali.

Un quadro macroeconomico stabile è essenziale per incrementare il potenziale di crescita dell'area dell'euro, ma non costituisce di per sé una condizione sufficiente. Per promuovere l'occupazione, favorire la produttività del lavoro e trarre il massimo beneficio dai progressi tecnologici e scientifici, a fronte dell'invecchiamento della popolazione, sono indispensabili riforme strutturali nell'ambito sia delle finanze pubbliche sia dei mercati finanziari, di quelli dei beni e servizi e del lavoro. La strategia di Lisbona fornisce lo schema adeguato per procedere in questa direzione. La responsabilità della sua realizzazione ricade tuttavia sui governi, i parlamenti e le parti sociali. Il Consiglio direttivo sostiene con decisione gli sforzi ora profusi da diversi paesi per proseguire sul cammino delle riforme strutturali. Nel contempo, esso condivide pienamente l'opinione che siano necessarie ulteriori misure, ribadita di recente dalla Commissione nel rapporto sui progressi compiuti nell'attuazione della strategia di Lisbona e sulle priorità per il 2004. A tutti i soggetti coinvolti spetta il compito di convincere il pubblico che tali riforme apporterebbero vantaggi all'intera

società, in termini di crescita, più posti di lavoro di migliore qualità e retribuzioni più elevate.

Questa edizione del Bollettino contiene tre articoli. Il primo verte su alcune fondamentali caratteristiche macroeconomiche e strutturali delle economie dei paesi in procinto di aderire all'Unione europea. Il secondo confronta i principali andamenti del risparmio, dell'inve-

stimento e delle fonti di finanziamento, nonché le risultanti tendenze dell'indebitamento e della ricchezza finanziaria, delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, a partire dalla metà degli anni novanta. Infine, il terzo fornisce una visione d'insieme dell'attuale dibattito su una più vasta applicazione del principio contabile del *fair value* e del suo impatto sul settore bancario.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La crescita dell'attività economica e commerciale mondiale ha continuato ad aumentare e le prospettive per il contesto esterno all'area dovrebbero continuare a evolvere favorevolmente. La ripresa della domanda e dell'interscambio mondiale si è sia ampliata sia rafforzata, sostenuta da condizioni di finanziamento favorevoli. I prezzi delle materie prime, soprattutto di quelle non petrolifere, si sono mantenuti in ascesa.

ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

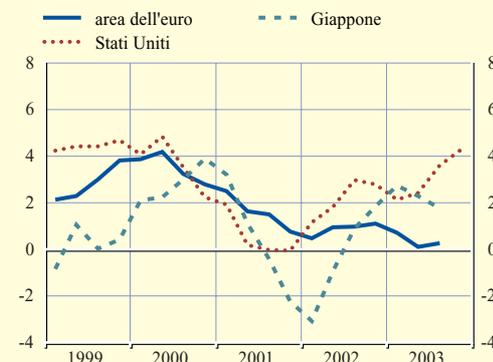
I dati di recente pubblicazione evidenziano un ulteriore miglioramento delle condizioni economiche mondiali e indicano che in gran parte delle regioni la ripresa si è ampliata.

Negli Stati Uniti l'attività è rimasta vivace, in un contesto in cui il PIL è aumentato in termini reali del 4,0 per cento nel quarto trimestre sul trimestre precedente, in ragione d'anno, dopo un incremento dell'8,2 per cento nel terzo. Lo stallo della crescita dell'occupazione osservato negli ultimi mesi non avrebbe finora influito sul vigore complessivo dell'economia. Il livello di fiducia dei consumatori è rimasto elevato e i dati disponibili suggeriscono che il recupero delle spese in conto capitale delle imprese resta sostenuto. In particolare, la concomitanza di un'abbondante liquidità interna delle imprese statunitensi e di condizioni di finanziamento favorevoli continua a sostenere gli investimenti delle imprese private. L'inflazione si è sostanzialmente stabilizzata. A dicembre il tasso di variazione dei prezzi al consumo sui dodici mesi è stato pari all'1,9 per cento, dall'1,8 di novembre, mentre la crescita del deflatore della spesa per consumi privati al netto dei beni alimentari ed energetici si è attestata attorno all'1 per cento negli ultimi tre mesi del 2003. Nella riunione del 28 gennaio il Federal Open Market Committee ha lasciato invariato – all'1 per cento – l'obiettivo per il tasso sui *federal funds*.

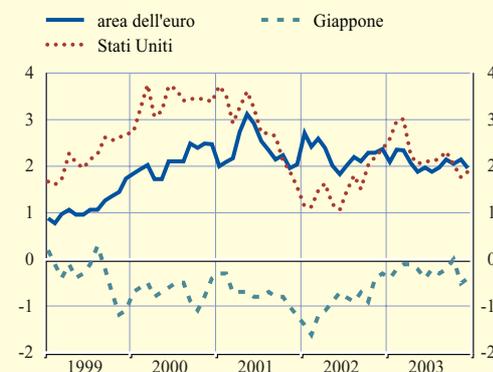
In Giappone prosegue la graduale ripresa dell'economia. Nonostante il rafforzamento dello yen, la crescita è stata sostenuta principalmente dall'aumento delle esportazioni, riflesso della robusta espansione della domanda mondiale. Il vigore della domanda estera si è progressivamente trasmesso al settore interno, e a novembre la produzione industriale è cresciuta dell'1,0 per cento sul mese precedente. La spesa per consumi è rimasta tuttavia debole. Con riferimento ai prezzi, persiste una lieve deflazione: a dicembre l'IPC è diminuito dello 0,4 per cento sui dodici mesi, mentre l'indice calcolato escludendo gli alimentari freschi è sceso dello 0,1 per cento. Il

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate

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



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



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Per l'area dell'euro sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. Per tutti i paesi i dati del PIL sono stati destagionalizzati.
2) Basati sullo IAPC.

20 gennaio la Banca del Giappone ha aumentato da 27-32 a 30-35 mila miliardi di yen il proprio intervallo obiettivo per il saldo dei conti correnti detenuti presso la stessa.

Nel Regno Unito l'attività economica ha continuato a migliorare nel quarto trimestre: la crescita del PIL in termini reali è risultata pari allo 0,9 per cento sul trimestre precedente, al 2,5 per cento sul periodo corrispondente. La dinamica nel settore dei servizi sarebbe stato il principale fattore all'origine dell'espansione del prodotto, mentre la produzione industriale è rimasta stagnante. Il vigore delle vendite al dettaglio nel quarto trimestre sta a indicare che la spesa per consumi resta sostenuta, riflettendo l'elevato ritmo di indebitamento delle famiglie e la robusta dinamica del mercato immobiliare. In dicembre l'inflazione armonizzata è rimasta stabile all'1,3 per cento, un livello ben inferiore all'obiettivo del 2 per cento.

Nei paesi asiatici diversi dal Giappone è proseguita la forte espansione dell'attività. Sospinta dagli investimenti fissi, nel 2003 la crescita annuale del PIL ha raggiunto in Cina il 9,1 per cento, il livello più elevato degli ultimi sette anni, mentre a dicembre l'inflazione al consumo è salita bruscamente al 3,2 per cento. L'economia ha continuato a migliorare anche negli Stati in procinto di aderire all'Unione europea e in America latina, benché a un ritmo inferiore rispetto ai paesi asiatici diversi dal Giappone.

MERCATI DELLE MATERIE PRIME

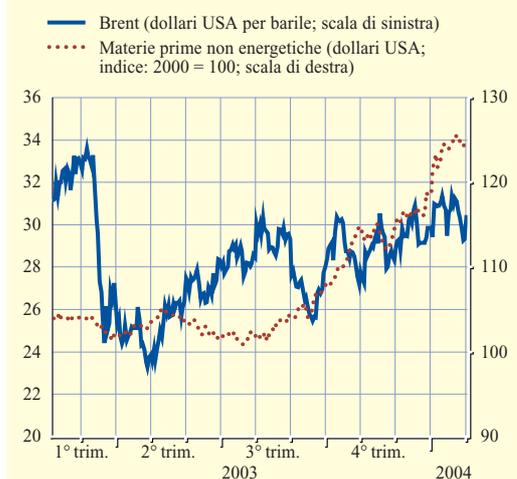
A gennaio i corsi petroliferi hanno raggiunto il livello più elevato dallo scorso marzo: il 4 febbraio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 29,6 dollari (23,7 euro). I prezzi petroliferi sono stati sostenuti dalla forte domanda negli Stati Uniti e in Asia e dai livelli storicamente bassi delle scorte commerciali negli Stati Uniti. L'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) ha lasciato che i corsi oltrepassassero il limite superiore di 28 dollari fissato per la media delle qualità incluse nel proprio paniere. Inoltre, il rincaro relativamente cospicuo in dollari di altre materie prime osservato nella seconda metà del 2003 è continuato in gennaio soprattutto per effetto della maggiore domanda mondiale (cfr. figura 2). Dall'inizio di luglio le quotazioni delle materie prime non petrolifere sono aumentate del 22 per cento.

PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Il contesto esterno all'area dell'euro dovrebbe continuare ad evolvere favorevolmente. La ripresa dell'attività economica e del commercio mondiale si è ampliata e rafforzata, grazie fra l'altro alle condizioni di finanziamento favorevoli e al riattivarsi della domanda interna in gran parte delle regioni.

I rischi per le prospettive economiche mondiali sembrano sostanzialmente equilibrati. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, l'attività a livello globale potrebbe accelerare se la produttività – in particolare negli Stati Uniti – manterrà la dinamica vivace degli ultimi mesi. I rischi verso il basso riguardano soprattutto il persistere di squilibri esterni in regioni economiche importanti e le possibili implicazioni per la sostenibilità della crescita mondiale.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Datastream e Istituto per l'economia internazionale, Amburgo.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 ANDAMENTI MONETARI

I dati di dicembre hanno confermato i segnali di un'attenuazione della crescita sui dodici mesi di M3 in atto dalla scorsa estate. In seguito al miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e alla riduzione dell'incertezza circa le prospettive economiche sembra che gli operatori abbiano gradualmente modificato la struttura dei propri portafogli a scapito delle attività monetarie e a favore di attività finanziarie a più lungo termine al di fuori di M3. Peraltro, l'attenuazione della crescita di M3 sta procedendo a un ritmo relativamente moderato, spiegabile almeno in parte con il basso livello dei tassi di interesse. In tale contesto, nell'ultimo trimestre del 2003 il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è aumentato, sospinto in ampia misura dalla crescita dei prestiti alle famiglie. Nel complesso, malgrado il recente rallentamento, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente maggiore di quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Da novembre a dicembre il ritmo dell'espansione dell'aggregato monetario ampio M3 è stato modesto. Il suo tasso di crescita sui dodici mesi è sceso al 7,1 per cento in dicembre, dal 7,4 di novembre e dopo un massimo dell'8,7 in luglio (cfr. figura 3). I dati di dicembre confermano pertanto la tendenza al ribasso della crescita di M3 iniziata nell'estate del 2003. Il rialzo delle quotazioni azionarie, l'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti, la riduzione dell'incertezza sui mercati finanziari e il miglioramento delle prospettive economiche sembrano aver portato gli investitori a ristrutturare con cautela i propri portafogli a favore di attività finanziarie a più lungo termine. Nel contempo i bassi costi opportunità associati al detenere moneta hanno continuato ad alimentare la crescita monetaria, contribuendo a spiegare perché la normalizzazione della crescita di M3 stia procedendo a ritmi relativamente lenti.

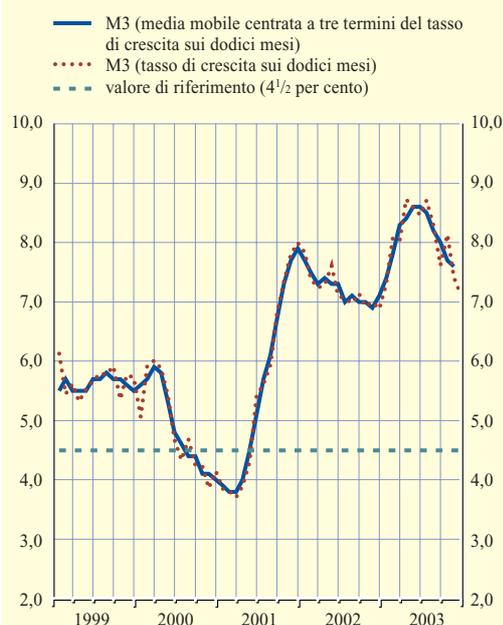
Nonostante la moderazione delle dinamiche di M3 dalla scorsa estate, in dicembre la liquidità nell'area dell'euro è rimasta significativamente superiore a quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. L'eventualità che l'eccesso di liquidità accumulato si traduca in pressioni inflazionistiche nel medio periodo dipende in maniera cruciale dalla misura in cui le scorse riallocazioni di portafoglio saranno invertite e dalla futura evoluzione dell'economia. Un perdurante eccesso di liquidità, in particolare se associato a una vigorosa crescita economica, potrebbe generare pressioni inflazionistiche nel medio periodo.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 è rimasto elevato in dicembre (cfr. tavola 1), in parte in seguito alla significativa ricostituzione delle disponibilità di circolante in atto tanto all'interno quanto

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

all'esterno dell'area dell'euro. La crescita del circolante non mostra ancora chiari segni di rallentamento, benché monete e banconote in circolazione siano ora su livelli prossimi a quelli in linea con tendenze preesistenti alla sostituzione del contante con l'euro. Inoltre, il basso costo opportunità di detenere depositi a vista ha continuato ad alimentare la domanda di tale tipologia di depositi.

In dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è rimasto sostanzialmente stabile, al 4.6%. La sostituzione da parte degli operatori economici dei depositi a termine a breve scadenza (ossia i depositi con durata prestabilita fino a due anni) con quelli a risparmio (ossia i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi), in atto dalla metà del 2002, sembra aver registrato un considerevole rallentamento. Tale rallentamento, visibile nei tassi di crescita a più breve termine, è probabilmente collegato a una stabilizzazione dall'agosto del 2003 del differenziale tra i tassi di interesse al dettaglio corrisposti dalle IFM su tali depositi.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili compresi in M3 è ulteriormente calato in dicembre, al 4,8 per cento, dal 6,1 di novembre e dopo un massimo del 12,5 in aprile. Questo andamento è in linea con il quadro di cauta riallocazione dei portafogli da parte degli operatori economici a favore di attività più rischiose al di fuori di M3, connesso a condizioni più favorevoli sui mercati finanziari.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto attiene alle principali contropartite di M3 nel bilancio consolidato del settore delle IFM, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al settore privato è lievemente diminuito in dicembre (cfr. tavola 1). Tuttavia, i dati per l'intero ultimo trimestre del 2003 rivelano una chiara accelerazione dei prestiti. L'aumento della domanda di prestiti da parte del settore privato verso la fine dell'anno è probabilmente riconducibile al miglioramento delle prospettive economiche e sostenuta dal perdurante basso livello dei tassi di interesse sui prestiti bancari nell'area dell'euro.

Tavola 1 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)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2003 nov.	2003 dic.
M1	43,1	10,1	11,4	11,5	11,3	10,7	10,6
Banconote e monete in circolazione	6,3	39,1	35,7	29,6	26,2	26,3	25,0
Depositi a vista	36,8	6,6	8,2	9,0	9,1	8,4	8,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,0	4,3	5,4	5,7	4,7	4,7	4,6
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	17,0	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,0	-2,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,0	7,5	9,8	11,4	10,8	10,7	10,1
M2	85,1	7,1	8,3	8,5	7,9	7,6	7,5
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,9	10,5	9,8	7,4	6,1	6,1	4,8
M3	100,0	7,6	8,5	8,3	7,6	7,4	7,1
Credito a residenti nell'area dell'euro	169,0	4,2	4,8	5,4	5,9	6,3	5,9
Credito alle Amministrazioni pubbliche	36,4	2,1	3,5	4,8	6,6	7,1	6,6
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche	13,6	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,5	1,9
Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	132,7	4,8	5,1	5,5	5,7	6,0	5,7
Prestiti al settore privato	115,5	5,0	4,6	4,9	5,3	5,6	5,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)	51,1	5,1	5,2	5,6	6,4	6,7	6,7

Fonte: BCE.

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

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2002		2003		2003	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Società non finanziarie	42,9	3,5	3,4	3,7	3,6	3,6	3,5
Fino a 1 anno	31,6	-2,6	-2,6	-1,0	0,5	-0,9	-1,0
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	8,9	6,3	5,8	2,4	4,4	3,8
Oltre 5 anni	51,1	6,2	6,8	6,4	6,2	6,4	6,3
Famiglie ²⁾	49,5	5,9	5,9	5,9	5,5	5,8	6,3
Credito al consumo ³⁾	13,8	4,2	3,9	3,1	3,3	2,3	3,1
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	67,0	7,4	7,7	7,5	7,3	7,5	7,8
Altri prestiti	19,2	2,2	1,4	2,5	1,3	2,7	3,6
Società di assicurazione e fondi pensione	0,5	5,9	-11,1	7,2	4,7	10,4	13,9
Altri intermediari finanziari non monetari	7,1	11,4	5,9	1,9	3,8	6,0	10,9

Fonte: Statistiche monetarie e bancarie della BCE.

Nota: Per ulteriori dettagli cfr. le note alla tavola 2.4 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* e le relative note tecniche.

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

La scomposizione dei prestiti delle IFM per settore di appartenenza del debitore (cfr. tavola 2) mostra che la crescita della dinamica dei prestiti è stata sospinta in misura considerevole dai prestiti alle famiglie. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente aumentato, al 7,8 per cento dal 7,5 del terzo trimestre. La persistente espansione di questa categoria di prestiti ha probabilmente rispecchiato sia il protrarsi di un basso livello dei tassi di interesse sui mutui ipotecari sia i forti rialzi dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area dell'euro. Nel quarto trimestre è aumentato anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo e degli altri prestiti alle famiglie.

Per contro, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti concessi dalle IFM alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato nell'ultimo trimestre del 2003 (al 3,5 per cento, dal 3,6 del trimestre precedente), mantenendosi così all'interno dell'intervallo – compreso tra il 3½ e il 4 per cento – in cui ha maggiormente oscillato per oltre un anno. Nell'interpretazione di tali dati è opportuno considerare la possibilità che il significativo incremento in dicembre del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti a intermediari finanziari non monetari sia in parte riconducibile all'espansione dei prestiti alle società non finanziarie tramite altri intermediari finanziari, quali le società veicolo (*special purpose vehicles*).

I risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario condotta dall'Eurosistema mostrano il protrarsi del calo del saldo percentuale delle banche che hanno indicato un inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese nei tre mesi precedenti. Inoltre, il saldo percentuale delle banche che hanno dichiarato di aver irrigidito i criteri per la concessione di prestiti alle famiglie è rimasto su livelli bassi (cfr. riquadro 1).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato più ampio del credito delle IFM al settore privato (che comprende, oltre ai prestiti, anche le azioni e le altre partecipazioni nonché i titoli non azionari emessi dal settore privato detenuti dalle IFM) si è collocato al 5,7 per cento in dicembre, in calo rispetto al 6,0 di novembre. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente del credito delle IFM alle Amministrazioni pubbliche è rimasto relativamente elevato al 6,6 per cento.

Riquadro I

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

Agli inizi di gennaio l'Eurosistema ha condotto la quinta 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 i dati esistenti sui tassi d'interesse bancari e sul credito. Questo riquadro contiene i risultati principali relativi al quarto trimestre del 2003, le aspettative per il primo trimestre del 2004 e un raffronto di questi dati con quelli rilevati nell'indagine dell'ottobre 2003¹⁾. Al riguardo, è necessario tener presente che le domande sono formulate con riferimento ai cambiamenti verificatisi nei tre mesi precedenti quello in cui viene condotta l'indagine e alle aspettative di variazione per i tre mesi successivi. Le risposte a queste domande vengono analizzate concentrandosi sulla differenza (saldo percentuale) tra la quota di banche che dichiarano, ad esempio, un inasprimento dei criteri per la concessione del credito e quella di banche che ne indicano un allentamento, prestando attenzione sia al livello dei saldi percentuali sia alle loro variazioni nel tempo.

I risultati dell'indagine di gennaio, basati sulle risposte di tutte le 86 banche facenti parte del campione, indicano che nel quarto trimestre è proseguita la diminuzione del saldo percentuale di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri applicati per la concessione di prestiti a favore delle imprese. Nel contempo la percentuale netta di banche che hanno segnalato un inasprimento dei criteri applicati all'approvazione dei prestiti alle famiglie è rimasta bassa.

Tavola A Variazione nei criteri per la concessione di credito alle imprese e nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte delle imprese

(saldi percentuali)

	Nel complesso			Prestiti alle piccole e medie imprese			Prestiti alle grandi imprese			Prestiti a breve termine			Prestiti a lungo termine		
	Criteri per la concessione di credito		Doman- da di prestiti	Criteri per la concessione di credito		Doman- da di prestiti	Criteri per la concessione di credito		Doman- da di prestiti	Criteri per la concessione di credito		Doman- da di prestiti	Criteri per la concessione di credito		Doman- da di prestiti
	Ultimi tre mesi	Tre mesi succes- sivi	Ultimi tre mesi	Ultimi tre mesi	Tre mesi succes- sivi	Ultimi tre mesi	Ultimi tre mesi	Tre mesi succes- sivi	Ultimi tre mesi	Ultimi tre mesi	Tre mesi succes- sivi	Ultimi tre mesi	Ultimi tre mesi	Tre mesi succes- sivi	Ultimi tre mesi
gennaio 2003	65	46	-31	59	40	-29	67	48	-24	47	31	-19	59	50	-22
aprile 2003	46	39	-31	31	35	-19	51	36	-26	32	29	-4	43	39	-14
luglio 2003	27	19	-25	30	14	-17	25	24	-15	19	5	-6	28	21	-30
ottobre 2003	23	13	-17	20	11	-9	17	16	-20	16	14	-13	25	19	-11
gennaio 2004	17	22	3	20	12	12	15	26	-5	10	11	2	17	26	7

Note: per quanto riguarda i criteri per la concessione di credito, il saldo percentuale corrisponde alla 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". Per quanto riguarda, invece, la domanda di prestiti esso 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".

I dati dell'area dell'euro sono ottenuti come aggregazione di quelli nazionali pesati per la quota delle consistenze nazionali di credito ai residenti dell'area.

Imprese

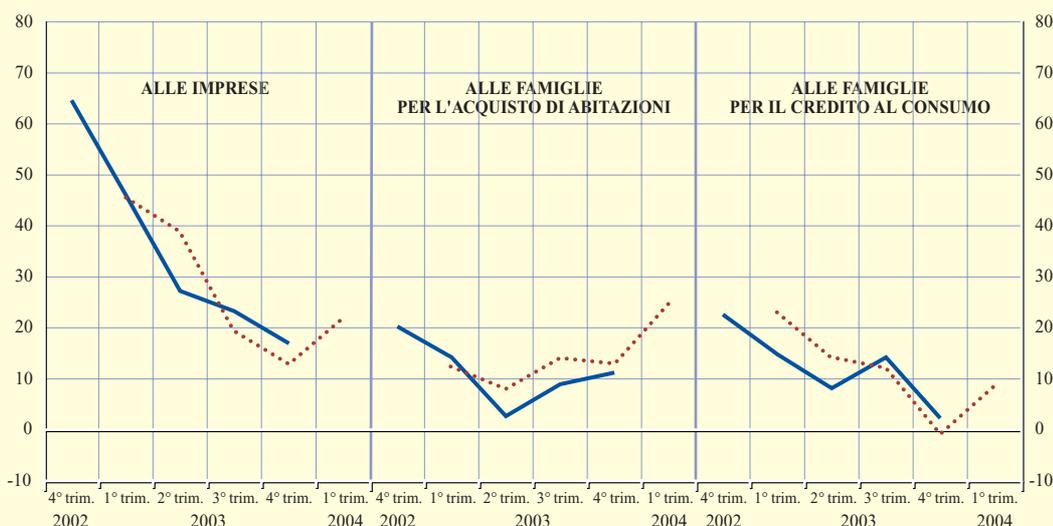
Considerando in modo più approfondito i prestiti alle imprese, in gennaio la percentuale netta di banche che ha dichiarato un inasprimento dei criteri per la concessione del credito nel quarto trimestre ha continuato a calare, portandosi al 17 per cento dal 23 dell'ottobre scorso (cfr. tavola A). Tale

1) Un rapporto più approfondito è consultabile sul sito Internet della BCE.

Criteria per la concessione dei prestiti o di linee di credito

(saldi percentuali)

— effettivo
..... atteso



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole irrigidimento” e “hanno registrato un moderato irrigidimento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato un moderato allentamento” e “hanno registrato un notevole allentamento”. I 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 primo trimestre 2004 sono stati dichiarati dalle banche nell’indagine di gennaio 2004.

I dati dell’area dell’euro sono ottenuti come aggregazione di quelli nazionali pesati per la quota delle consistenze nazionali di credito ai residenti dell’area.

percentuale risulta sostanzialmente in linea con quanto atteso dalle banche in ottobre per il periodo in esame (cfr. il riquadro sinistro della figura). La diminuzione della percentuale (netta) delle banche che hanno segnalato in gennaio un inasprimento dei criteri è stata osservata per tutte le categorie di prestiti, fatta eccezione per quelli concessi alle piccole e medie imprese.

La significativa riduzione della percezione del rischio, sia per quanto riguarda l’attività economica generale sia in termini di prospettive attinenti a particolari settori o imprese, viene indicata come il fattore che ha contribuito in misura maggiore al potersi del calo del saldo netto relativo all’inasprimento dei criteri per la concessione del credito. I termini e le condizioni per l’approvazione di prestiti e l’apertura di linee di credito a favore di imprese che in gennaio hanno registrato la flessione più netta rispetto ad ottobre sono i margini dei tassi d’interesse, sia per i prestiti più rischiosi che per quelli medi, e l’entità del prestito o della linea di credito.

Passando a considerare le attese relative ai criteri per la concessione del credito nel primo trimestre di quest’anno, è aumentato il saldo percentuale di banche che ne prevedono un inasprimento (cfr. tavola A). Tale risultato appare in parte sorprendente, se si considera il generale miglioramento del clima economico nell’area dell’euro.

Per quanto riguarda la domanda di prestiti e linee di credito a favore delle imprese, il 3 per cento (netto) delle banche ha indicato in gennaio un incremento della domanda nel corso dei tre mesi precedenti, mentre in ottobre un saldo percentuale pari al 17 per cento delle banche interpellate dichiarava un

indebolimento della domanda. La ragione principale addotta per l'incremento della domanda è rappresentata dalle esigenze di finanziamento per investimenti fissi, per la costituzione di scorte e per il capitale circolante operativo, nonché per effettuare ristrutturazioni societarie ed operazioni di fusione e acquisizione. Tale incremento sembra particolarmente pronunciato sul fronte delle piccole e medie imprese.

Famiglie

Per quanto attiene le famiglie, l'11 per cento (netto) delle banche segnala un inasprimento dei criteri applicati per l'approvazione di prestiti per l'acquisto di abitazioni nel quarto trimestre (cfr. tavola B). Questa percentuale risulta sostanzialmente invariata rispetto allo scorso ottobre ed in linea con le aspettative per il quarto trimestre rilevate in quell'occasione (cfr. riquadro centrale della figura). Per quanto riguarda i criteri applicati al credito al consumo e alle altre tipologie di prestiti alle famiglie, in gennaio il 2 per cento (netto) delle banche interpellate segnalava un inasprimento nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno passato (in calo rispetto al 14 per cento di ottobre), percentuale in linea con le aspettative per questo periodo rilevate nell'indagine precedente (cfr. riquadro destro della figura).

L'inasprimento netto dei criteri applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni nel quarto trimestre, risultato sostanzialmente invariato, da una parte indica un lieve incremento della percezione di rischio relativa al mercato immobiliare e dall'altra un miglioramento delle attese riguardo all'attività economica generale. Quest'ultimo fattore, insieme al calo della percezione del rischio relativo al merito di credito dei consumatori, ha contribuito alla diminuzione dell'inasprimento dei criteri applicati ai prestiti per il credito al consumo.

Riguardo alle aspettative per il trimestre in corso, le banche hanno dichiarato di prevedere un lieve aumento dell'inasprimento netto dei criteri applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo (cfr. tavola B).

Sul lato della domanda l'indagine di gennaio mostra che, in termini netti, una percentuale inferiore di banche ha indicato un incremento lievemente minore della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni (23 per cento, in calo rispetto al 31 per cento rilevato nell'ultima indagine; cfr. tavola B). Sempre rispetto ad ottobre, le banche hanno segnalato una maggiore diminuzione, in termini netti, della domanda di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie.

Tavola B Variazione nei criteri per la concessione di credito alle famiglie e nella domanda di prestiti dalle famiglie

(saldi percentuali)

	Prestiti per l'acquisto di abitazioni			Credito al consumo e altri prestiti		
	Criteri per la concessione di credito		Domanda di prestiti	Criteri per la concessione di credito		Domanda di prestiti
	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi
gennaio 2003	20	12	29	22	23	-8
aprile 2003	14	8	19	15	14	-2
luglio 2003	3	14	29	8	12	5
ottobre 2003	9	13	31	14	-1	-7
gennaio 2004	11	25	23	2	8	-14

Note: per quanto riguarda i criteri per la concessione di credito, il saldo percentuale corrisponde alla 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". Per quanto riguarda, invece, la domanda di prestiti esso 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".

I dati dell'area dell'euro sono ottenuti come aggregazione di quelli nazionali pesati per la quota delle consistenze nazionali di credito ai residenti dell'area.

In dicembre gli operatori economici hanno continuato a investire massicciamente nei depositi e nelle obbligazioni bancarie a più lungo termine. Il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) si è mantenuto invariato al 6,7 per cento. Per quanto riguarda gli andamenti a più breve termine, il tasso di incremento di tali passività sui sei mesi espresso in ragione d'anno è aumentato all'8,6 per cento, toccando il livello più alto dall'inizio della serie nel marzo 1998. L'inclinazione relativamente elevata della curva dei rendimenti e la diminuzione della volatilità dei mercati obbligazionari potrebbero aver contribuito al vigore della domanda di depositi e obbligazioni bancarie a più lungo termine.

L'incremento sui dodici mesi della posizione netta sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro ha registrato un'ulteriore flessione in dicembre, a 92 miliardi di euro, un livello inferiore di 155 miliardi rispetto al massimo dello scorso giugno. Le variazioni di tale contropartita di M3 riflettono per lo più le operazioni, regolate dalle IFM dell'area, fra non residenti e residenti diversi dalle IFM. Secondo i dati della bilancia dei pagamenti (disponibili fino a novembre) la diminuzione del tasso di crescita delle attività nette sull'estero delle IFM è principalmente riconducibile all'aumento degli acquisti di obbligazioni e azioni estere da parte di residenti nell'area.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3, vi sono indicazioni, derivanti principalmente dalle dinamiche delle attività nette sull'estero e delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, di una riallocazione di portafoglio da parte degli investitori a favore di attività al di fuori di M3. Nel contempo l'aumento della crescita sui dodici mesi del credito concesso dalle IFM ai residenti nel quarto trimestre del 2003 ha continuato ad alimentare l'espansione di M3 (cfr. figura 4).

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

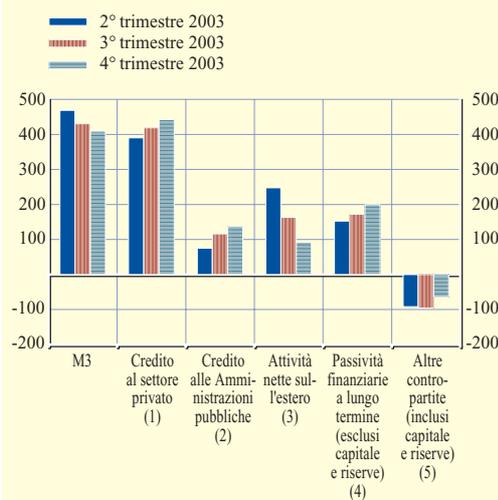
In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è lievemente calato. Nello stesso mese il tasso di incremento sul periodo corrispondente relativo alle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto relativamente modesto, su un livello sostanzialmente invariato dallo scorso luglio.

TITOLI DI DEBITO

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è lievemente diminuito, al 6,9 per cento dal 7,2 di ottobre (cfr. figura 5). Tale flessione ha rispecchiato un calo di 3,0 punti percentuali del tasso di espansione sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a breve termine, sceso al 7,3 per cento. Quanto alle emissioni di titoli di debito a lungo termine, il loro tasso di crescita sui dodici mesi è rimasto sostanzialmente invariato al 6,9 per cento.

Figura 4 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

Per quanto attiene alla scomposizione per settore, in novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli emessi dalle IFM si è collocato al 5,3 per cento, un livello lievemente inferiore rispetto a ottobre (cfr. tavola 3). Nel comparto delle imprese diverse dalle IFM, che comprende le società finanziarie non monetarie e quelle non finanziarie, il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è diminuito di 0,6 punti percentuali tra ottobre e novembre del 2003, al 18,4 per cento. Tale riduzione è in parte imputabile a una flessione del tasso di incremento sul periodo corrispondente dei titoli emessi da società finanziarie non monetarie, sceso in novembre al 27,8 per cento dal 29,0 di ottobre. I perduranti alti livelli dei tassi di crescita sui dodici mesi in questo settore, principalmente ascrivibili agli andamenti in alcuni paesi, hanno in parte rispecchiato l'utilizzo da parte di società non finanziarie e IFM di consociate finanziarie finalizzate alla raccolta di capitali sui mercati obbligazionari. Anche il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi direttamente da società non finanziarie è lievemente diminuito da ottobre, al 9,3 per cento a novembre. Malgrado il calo nel mese, i tassi di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito da parte del settore delle imprese diverse dalle IFM sono rimasti relativamente elevati, riflettendo tra le

Figura 5 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono basati sulle transazioni finanziarie e pertanto sono calcolati al netto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

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

Settore emittente	Consistenze, miliardi di euro 2003 3° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2002	2003	2003	2003	2003	2003
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ott.	nov.
Emissione di titoli di debito:	8.662	6,9	6,7	6,8	6,9	7,2	6,9
IFM	3.264	6,1	5,4	4,7	4,8	5,5	5,3
Società finanziarie non monetarie	646	25,7	26,1	26,6	28,5	29,0	27,8
Società non finanziarie	577	4,0	6,3	10,2	10,0	9,5	9,3
Amministrazioni pubbliche	4.173	5,7	5,4	5,7	5,4	5,4	5,2
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	3.964	4,8	4,4	4,7	4,7	4,6	4,4
Altre Amministrazioni pubbliche	209	28,4	31,4	28,8	22,0	21,3	22,8
Emissione di azioni quotate:	3.286	1,0	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
IFM	494	0,8	0,6	0,7	1,0	1,0	1,6
Società finanziarie non monetarie	307	0,5	0,3	2,0	2,1	1,9	2,9
Società non finanziarie	2.484	1,1	0,8	1,1	1,0	1,0	0,7

Fonte: BCE.

1) Per le azioni quotate e i titoli di debito, medie trimestrali di variazioni percentuali mensili sui dodici mesi.

altre cose il livello relativamente basso dei rendimenti delle obbligazioni societarie.

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli emessi dal settore delle Amministrazioni centrali è calato al 4,4 per cento in novembre, dal 4,6 del mese precedente. Il resto del settore delle Amministrazioni pubbliche, che comprende principalmente le Amministrazioni statali e locali, ha continuato a emettere titoli di debito a un ritmo sostenuto. La persistenza di una forte espansione dell'attività di emissione in questo settore è riconducibile agli elevati fabbisogni di finanziamento delle autorità locali in alcuni paesi dell'area dell'euro.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate da parte di residenti nell'area è stato pari all'1,1 per cento in novembre, un livello relativamente modesto che mantiene dallo scorso luglio (cfr. figura 6 e tavola 3).

In termini di scomposizione settoriale, la crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie (pari sostanzialmente ai tre quarti delle consistenze totali) è diminuita fra ottobre e novembre, dall'1,0 allo 0,7 per cento. In particolare, sui mercati azionari dell'area dell'euro il volume delle operazioni di prima quotazione (*initial public offerings*) è rimasto basso nel 2003, mentre gli altri collocamenti (*secondary offerings*) sono stati usati più attivamente dalle società non finanziarie dell'area. In prospettiva, un maggior numero di società non finanziarie ha dichiarato la propria intenzione di emettere azioni nel 2004, indicando un probabile aumento dell'attività di emissione sui mercati azionari dell'area dell'euro. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da IFM è salito all'1,6 per cento in novembre, dall'1,0 del mese precedente, riflettendo probabilmente intenti di consolidamento dei bilanci delle IFM. In novembre è salito anche il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse dalle società finanziarie non monetarie, che si è portato al 2,9 per cento dall'1,9 del mese precedente.

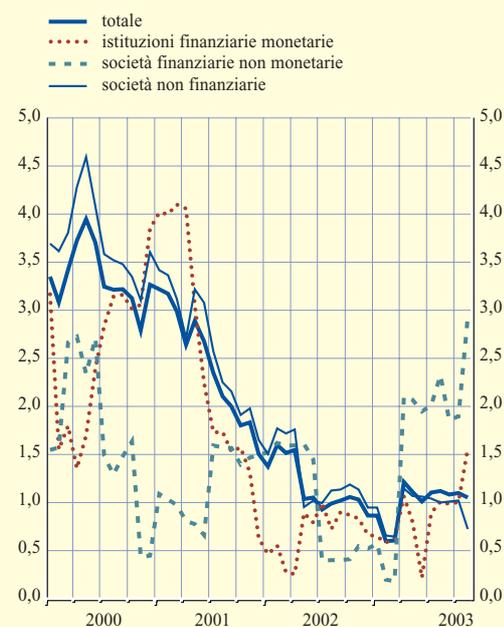
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono leggermente calati nel corso di gennaio, in particolare sulle scadenze più lunghe. Di conseguenza, si è ridotta l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti del mercato monetario.

Per la maggior parte del periodo compreso tra la fine di dicembre 2003 e il 4 febbraio 2004 il tasso di interesse *overnight* misurato dall'Eonia si è mantenuto su valori di poco superiori al 2 per cento del tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Il tasso

Figura 6 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



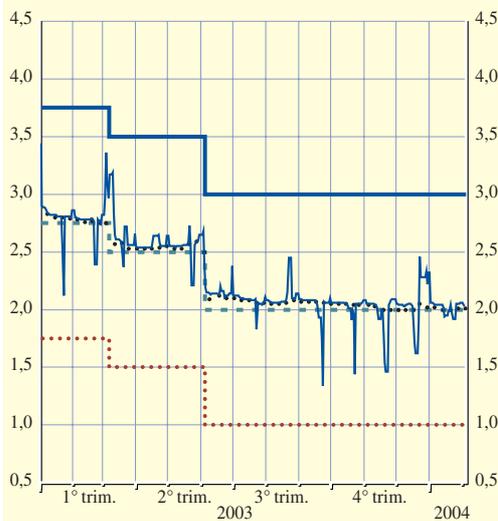
Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono basati sulle transazioni finanziarie e sono corretti per tener conto di rivalutazioni e di ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

Figura 7 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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

- tasso di finanziamento 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

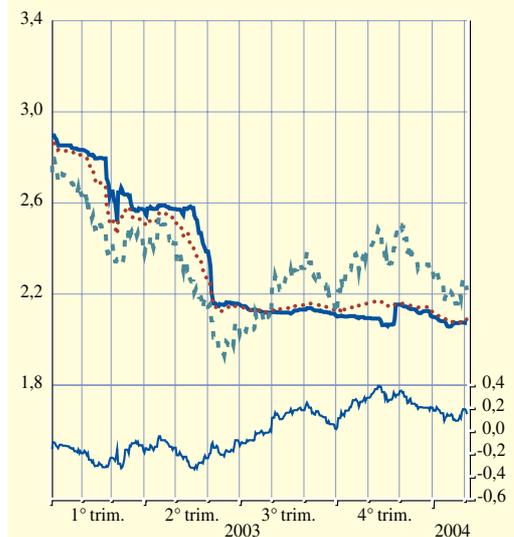


Fonti: BCE e Reuters.

Figura 8 Tassi di interesse a breve termine e inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario

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

- Euribor a 1 mese (scala di sinistra)
- Euribor a 3 mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a 12 mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a 12 mesi e a 1 mese (scala di destra)



Fonte: Reuters.

overnight ha registrato alcune oscillazioni verso la fine del periodo di mantenimento delle riserve, fissata per il 23 gennaio, riflettendo variazioni nella percezione delle condizioni di liquidità (cfr. figura 7 e riquadro 2).

Dopo essere sensibilmente calati in dicembre, i tassi di interesse Euribor sono scesi lievemente tra la fine dell'anno e il 4 febbraio; quello a dodici mesi è diminuito di 11 punti base collocandosi in tale ultima data al 2,20 per cento. I tassi di interesse per le scadenze più brevi sono calati in misura minore, rimanendo su livelli relativamente prossimi al 2 per cento. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è ridotta in misura marginale. Il 4 febbraio la differenza tra l'Euribor a uno e a dodici mesi era di soli 13 punti base, in calo rispetto ai 21 punti base della fine di dicembre (cfr. figura 8).

Durante il mese di gennaio gli operatori hanno moderato lievemente le loro attese sui tassi di interesse a breve termine futuri, come indicato dalla diminuzione dei tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future*. Ad esempio, il tasso implicito nei contratti con scadenza in settembre 2004 è calato di 20 punti base tra la fine di dicembre e il 4 febbraio, portandosi in tale ultima data al 2,24 per cento.

In gennaio i tassi di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono stati relativamente prossimi al tasso minimo di offerta. Tra la fine di dicembre e il 4 febbraio il tasso marginale e quello medio si sono collocati, in media, rispettivamente 1 e 2 punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata

il 28 gennaio, il tasso medio è stato pari al 2,03 per cento, lievemente al di sotto dell'Euribor a tre mesi allora prevalente e del tasso medio della precedente operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 18 dicembre.

Riquadro 2

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DAL 24 NOVEMBRE 2003 AL 23 GENNAIO 2004

Questo riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE nel corso dei periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente il 23 dicembre 2003 ed il 23 gennaio 2004. La figura A sintetizza l'andamento dei fattori di liquidità nel corso del periodo considerato.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

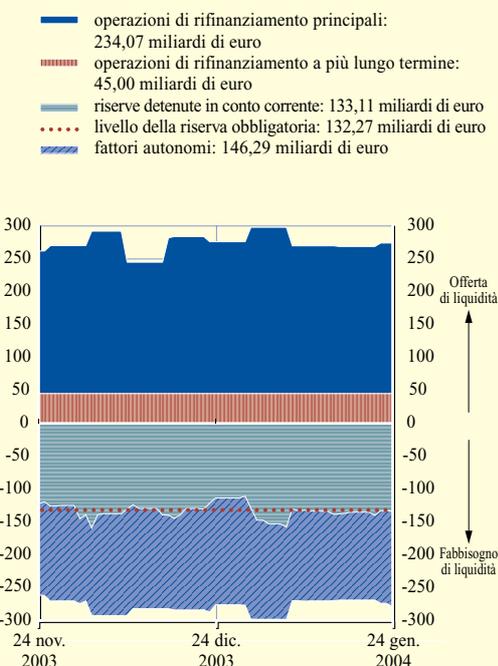
Il fabbisogno di liquidità delle banche è significativamente aumentato nel corso del periodo in esame, per effetto di un incremento stagionale delle banconote in circolazione. Le banconote, che rappresentano il principale "fattore autonomo" (ossia un fattore generalmente non influenzato dall'utilizzo degli strumenti di politica monetaria), il 26 dicembre 2003 hanno toccato un massimo storico pari a 439,2 miliardi di euro. In media giornaliera, i fattori autonomi hanno assorbito 146,3 miliardi di euro di liquidità nel corso del periodo in esame, l'ammontare più elevato registrato in tutti i periodi di mantenimento dall'introduzione dell'euro. Al contrario, gli obblighi di riserva, che rappresentano l'altra fonte importante del fabbisogno di liquidità delle banche sono rimasti stabili a 132,3 miliardi di euro. Le riserve in eccesso (ossia depositi di conto corrente presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria) sono risultate più alte del solito (0,79 miliardi di euro nel primo periodo di mantenimento e 0,88 miliardi nel secondo), probabilmente a causa del basso livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE (che implica un basso costo opportunità di detenere riserve in eccesso) e dell'aumento della domanda di scorte di liquidità nel periodo delle festività natalizie, per far fronte a shock inattesi sul fronte dei pagamenti.

Offerta di liquidità e tassi d'interesse

Nella prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) del periodo in esame, regolata il 26 novembre scorso, si è registrato un episodio di lieve *underbidding* (insufficiente richiesta), ossia le banche partecipanti hanno richiesto un ammontare lievemente inferiore alle necessità

Figura A Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)



del sistema bancario nel suo complesso per l'adempimento regolare dell'obbligo di riserva. L'Eonia (*Euro overnight index average*) è temporaneamente salito dopo l'episodio di *underbidding*, ma è tornato rapidamente su un livello di poco superiore al tasso minimo di offerta (cfr. figura B). Nelle tre ORP successive le richieste hanno continuato ad essere modeste e il tasso marginale è risultato uguale a quello minimo di offerta in tutte e tre le occasioni.

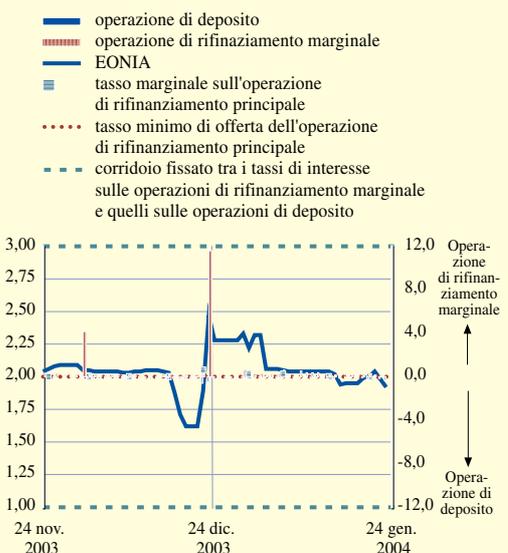
A metà dicembre, l'Eonia è sceso al di sotto del tasso minimo di offerta poiché gli operatori di mercato sembravano prevedere condizioni di liquidità abbondanti alla fine del periodo di mantenimento, nonostante una ORP dovesse ancora essere regolata il 23 dicembre. Tuttavia, la BCE in questa operazione ha mirato ad assicurare condizioni di liquidità neutrali alla fine del periodo di mantenimento. Di fatto, in seguito ad andamenti imprevisti dei fattori autonomi e della domanda per riserve in eccesso negli ultimi due giorni del periodo, il 23 dicembre si è registrato un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 11,1 miliardi di euro, e l'Eonia è salito al 2,46%.

Come negli anni passati, le richieste sono state relativamente alte nelle due ultime ORP dell'anno, come conseguenza dell'incremento della domanda di liquidità. Nella ORP regolata il 23 dicembre, il rapporto fra gli importi richiesti e quelli aggiudicati ha registrato un netto incremento toccando quota 1,43. Anche la dispersione delle richieste è aumentata: il tasso marginale di aggiudicazione è salito al 2,05 per cento e quello medio ponderato al 2,08 per cento. Le richieste hanno mostrato una dispersione ancora più ampia nella prima ORP del periodo di mantenimento successivo, regolata il 30 dicembre, determinando un tasso marginale del 2,02 per cento e un tasso medio ponderato del 2,09 per cento. Come di consueto, l'Eonia è risultato relativamente elevato in dicembre, riflettendo il desiderio delle banche di ottenere ulteriore liquidità per i propri bilanci in chiusura d'esercizio.

Nella parte restante del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 gennaio la dispersione dei tassi di offerta (*bid rates*) è nuovamente diminuita e i tassi marginali sono ridiscesi al 2,00 per cento e al 2,01 per cento. Dopo l'inizio dell'anno, l'Eonia è tornato su livelli prossimi al 2,04 per cento, mentre nell'ultima settimana del periodo di mantenimento si è collocato su livelli lievemente inferiori al tasso minimo di offerta, poiché ancora una volta gli operatori di mercato sembravano prevedere condizioni di liquidità abbondanti alla fine del periodo. Tuttavia la BCE ha inteso assicurare condizioni di liquidità neutrali nell'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento, regolata il 21 gennaio. Il periodo si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 5,2 miliardi di euro, riconducibile quasi esclusivamente agli sviluppi inattesi dei fattori autonomi dopo l'ultima ORP. Dal momento che gli operatori non hanno percepito condizioni di liquidità tese sino al tardo pomeriggio del 23 gennaio, l'Eonia (che è una media giornaliera) in quel giorno non è andato oltre l'1,92 per cento.

Figura B L'EONIA e il ricorso a operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

(scala di sinistra: tassi di interesse giornalieri, in percentuale; scala di destra: ricorso giornaliero a operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, in miliardi di euro)



2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In gennaio, in un contesto piuttosto volatile, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine sono lievemente diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nelle ultime settimane la volatilità implicita del mercato obbligazionario, che è un indicatore dell'incertezza degli operatori di mercato sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, è rimasta relativamente stabile nei principali mercati.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti tra la fine di dicembre e il 4 febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono calati di circa 15 punti base, collocandosi al 4,2 per cento a fine periodo (cfr. figura 9); si sono inoltre registrate significative oscillazioni nei rendimenti obbligazionari. Tali andamenti del mercato obbligazionario sono riconducibili a diversi fattori. Nelle prime settimane di gennaio gli operatori hanno inizialmente rivisto al ribasso le proprie aspettative sull'andamento futuro dei tassi di riferimento della politica monetaria, il che ha depresso i rendimenti del mercato su tutte le scadenze. Tale effetto è stato almeno in parte annullato a seguito della dichiarazione rilasciata il 28 gennaio dal Federal Open Market Committee interpretata dal mercato come segnale che la Federal Reserve potrebbe aumentare i tassi di riferimento per la politica monetaria prima e più rapidamente di quanto non fosse stato precedentemente previsto. I dati macroeconomici pubblicati in gennaio hanno in generale giustificato un maggiore ottimismo circa le prospettive di crescita economica. La pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari che ne è conseguita ha tuttavia trovato ostacolo in fattori tecnici, come in particolare ingenti acquisti dall'estero di titoli di Stato statunitensi, soprattutto da parte di banche centrali estere. Complessivamente, in gennaio e ai primi di febbraio la volatilità implicita del mercato obbligazionario negli Stati Uniti è lievemente calata, per collocarsi a fine periodo su di un livello leggermente superiore alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 10).

GIAPPONE

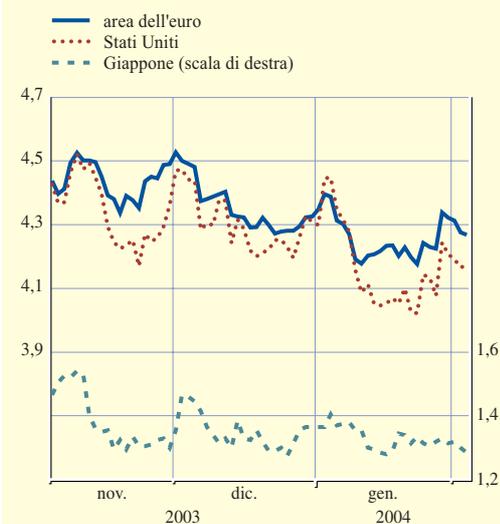
In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono lievemente calati, di 10 punti base, tra la fine di dicembre e il 4 febbraio collocandosi all'1,3% in tale ultima data. Sebbene gli investitori siano, in generale, apparsi ottimisti sul futuro dell'economia, ulteriori misure di espansione degli aggregati monetari decise dalla Banca del Giappone il 20 gennaio hanno esercitato una pressione al ribasso sui rendimenti obbligazionari. L'incertezza degli operatori circa l'andamento futuro di tali rendimenti, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, si è lievemente attenuata tra la fine di dicembre e il 4 febbraio mantenendosi a un livello di poco inferiore a quello della volatilità implicita media registrata dal 1999.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno subito forti

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

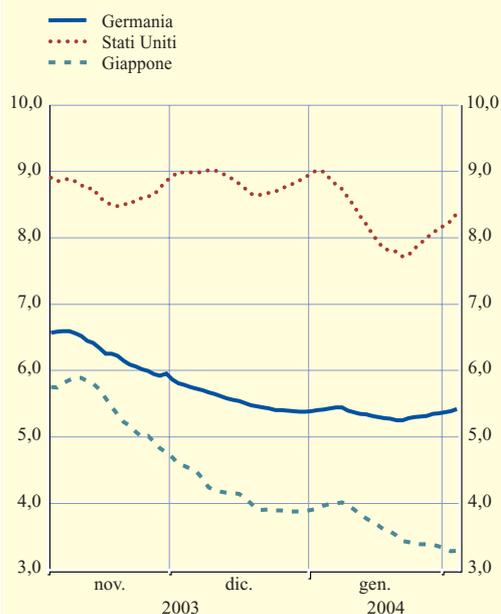


Fonte: Reuters.

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

Figura 10 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari

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

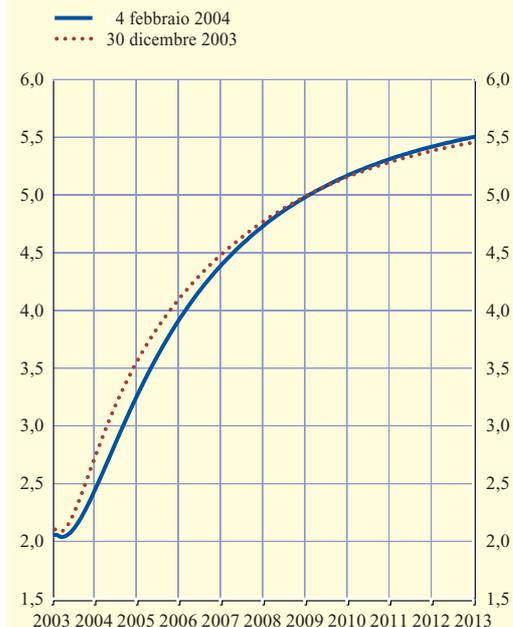


Fonte: Bloomberg.

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 vengono effettuati avvicendamenti nel gruppo di contratti utilizzato come riferimento per il calcolo della volatilità implicita, dal contratto più prossimo a scadenza a quello successivo.

Figura 11 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.

oscillazioni in gennaio e all'inizio di febbraio, al pari di quelli statunitensi. Nel complesso, quelli sui titoli a dieci anni sono calati in misura contenuta (-5 punti base) tra la fine di dicembre e il 4 febbraio, chiudendo il periodo al 4,3 per cento. Tale sostanziale stabilità dei rendimenti obbligazionari a lungo termine è sembrata rispecchiare l'agire concomitante di forze di segno opposto. Da un lato, le pressioni al ribasso sono state innescate dall'aspettativa, tra gli operatori di mercato, che nell'area dell'euro i tassi di interesse a breve termine rimarranno sugli attuali bassi livelli più a lungo di quanto anticipato in precedenza (cfr. Figura 11). Dall'altro, la pubblicazione di dati macroeconomici sostanzialmente a conferma dello scenario di una ripresa economica in atto nell'area dell'euro ha esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari dell'area.

Tra la fine di dicembre e il 4 febbraio i rendimenti sulle obbligazioni decennali indicizzate allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco) sono calati di circa 5 punti base. Nello stesso periodo anche il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, derivato dal differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nominali e indicizzati, è sceso di circa 5 punti base. In gennaio il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla volatilità implicita di tali mercati, è rimasto stabile a un livello sostanzialmente pari alla media registrata dal gennaio 1999.

2.5 TASSI DI INTERESSE SUI PRESTITI E I DEPOSITI

Nel periodo compreso tra giugno e novembre dello scorso anno i tassi di interesse a breve termine delle IFM sono rimasti per lo più invariati, mentre quelli a lungo termine hanno mostrato andamenti contrastanti.

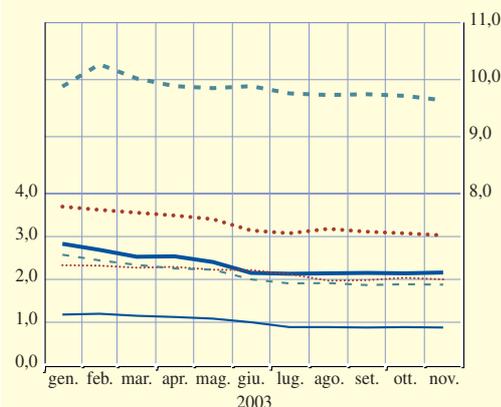
Dopo essere calati nella prima metà del 2003, in novembre la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine delle IFM è rimasta sostanzialmente invariata, come nei quattro mesi precedenti (cfr. figura 12). Nel complesso, tra gennaio e novembre i tassi applicati ai depositi a risparmio a breve termine delle famiglie (ossia ai depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e ai depositi a vista di società non finanziarie sono scesi di oltre 30 punti base, mentre il tasso applicato ai depositi a termine a breve scadenza delle famiglie (ossia a quelli con durata prestabilita fino a un anno) è diminuito di 70 punti base. Nello stesso periodo il tasso sui prestiti a breve termine a società non finanziarie (vale a dire quelli superiori al milione di euro a tasso variabile o con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) e quello applicato ai conti correnti attivi (scoperti di conto) delle famiglie sono calati rispettivamente di circa 65 e 25 punti base. A fini di confronto, da gennaio a novembre il tasso del mercato monetario a tre mesi è sceso di circa 65 punti base.

In novembre i tassi a lungo termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni hanno fatto osservare andamenti contrastanti (cfr. figura 13). Per le famiglie, i tassi sui depositi a termine a lunga scaden-

Figura 12 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

(variazioni percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

- tasso del mercato monetario a tre mesi (scala di sinistra)
- prestiti a breve termine a società non finanziarie¹⁾ (scala di sinistra)
- - - conti correnti attivi nei confronti delle famiglie (scala di destra)
- depositi a vista da società non finanziarie (scala di sinistra)
- depositi a risparmio a breve termine delle famiglie²⁾ (scala di sinistra)
- - - depositi a termine a breve scadenza delle famiglie³⁾ (scala di sinistra)



Fonte: BCE.

1) Includono i prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile o con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.

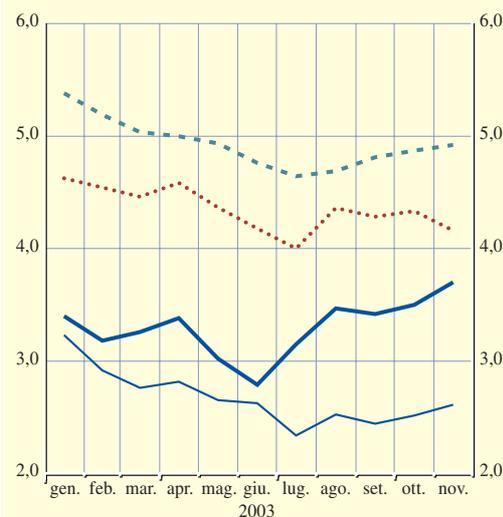
2) Comprendono i depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.

3) Comprendono i depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno.

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

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

- rendimenti sui titoli di stato a 5 anni
- prestiti a lungo termine a società non finanziarie¹⁾
- - - prestiti a lungo termine per acquisto di abitazione²⁾
- depositi a termine a lunga scadenza delle famiglie³⁾



Fonte: BCE.

1) Includono i prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni.

2) Comprendono i prestiti alle famiglie con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni.

3) Comprendono i depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore ai due anni.

za e sui prestiti a lunga scadenza per l'acquisto di abitazioni sono aumentati, mentre per le società non finanziarie il tasso sui prestiti a lunga scadenza è diminuito. Anche gli andamenti della maggior parte dei tassi a lungo termine sono stati piuttosto differenziati da giugno a novembre, un periodo in cui, a fini di confronto, il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è salito di circa 90 punti base. Da giugno a novembre il tasso sui depositi a termine a lunga scadenza delle famiglie e sui prestiti a lunga scadenza alle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato. Per contro, nello stesso periodo il tasso sui prestiti a lungo termine per l'acquisto di abitazioni (vale a dire su quelli con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque e dieci anni) sono aumentati di circa 15 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

In gennaio le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno continuato ad aumentare, in parte riflettendo ulteriori segnali di miglioramento della redditività delle imprese. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta stabile nel periodo.

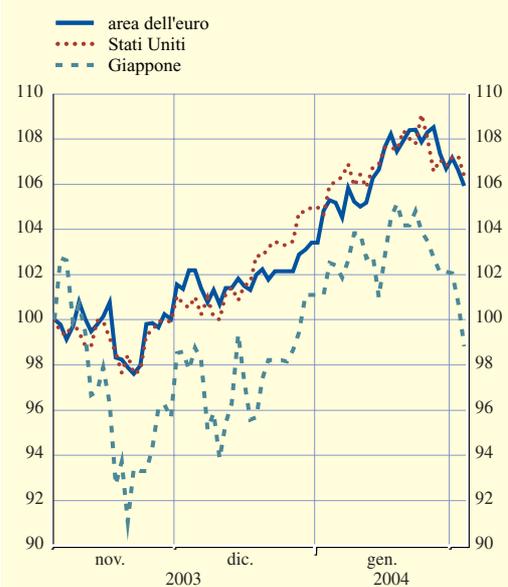
STATI UNITI

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentate dell'1 per cento circa tra la fine di dicembre e il 4 febbraio (cfr. figura 14). Tale rialzo è sembrato riflettere, in una certa misura, annunci di utili in genere superiori al previsto da parte delle società per il quarto trimestre del 2003. In aggiunta, gli incrementi delle quotazioni azionarie sembrano essere stati sostenuti da un'ulteriore attenuazione dell'incertezza sui mercati azionari e anche, forse, da un minore grado di avversione al rischio degli investitori. Ciò è indicato, tra l'altro,

dal fatto che le azioni del settore tecnologico – generalmente percepite come investimenti più rischiosi – sono state quelle che hanno più contribuito all'incremento dell'indice complessivo. L'incertezza del mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita derivata dal prezzo delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è rimasta stabile in gennaio e ai primi di febbraio (cfr. figura 15) e si è mantenuta sensibilmente al di sotto della propria media dal 1999.

Figura 14 Indici dei corsi azionari

(indici: 1° novembre 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.

GIAPPONE

In Giappone le quotazioni azionarie sono complessivamente diminuite del 2 per cento tra la fine di dicembre e il 4 febbraio in un contesto piuttosto volatile. La maggior parte delle fluttuazioni dei corsi giapponesi nel mese è parsa collegata alle variazioni del tasso di cambio dello yen, soprattutto nei confronti del dollaro statunitense. In tale contesto, le percezioni degli operatori di mercato sulle prospettive degli utili per alcuni settori, soprattutto quello delle esportazioni, sembrano aver mostrato estrema mutevolezza. La volatilità implicita derivata dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei 225,

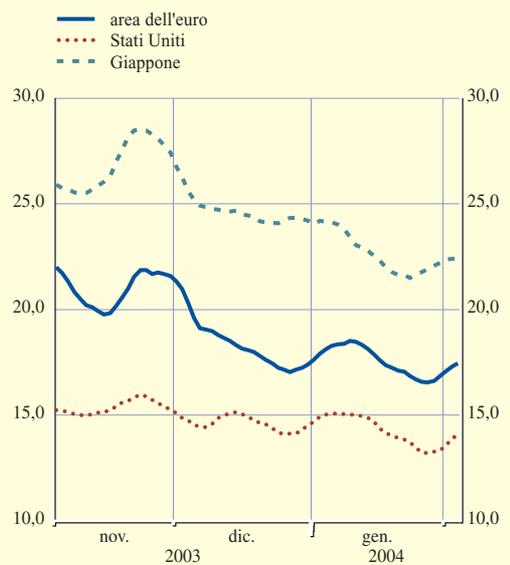
che misura l'incertezza del mercato azionario nipponico, è lievemente calata tra la fine di dicembre e i primi di febbraio (cfr. figura 15), mantenendosi a un livello di poco inferiore alla propria media dal 1999.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono cresciute del 2 per cento circa tra la fine di dicembre e il 4 febbraio. Tale andamento potrebbe aver riflesso in parte il continuo miglioramento, in gennaio, degli utili realizzati e attesi nel breve termine dalle società che compongono l'indice. Nel complesso, tra la fine di dicembre e il 4 febbraio la volatilità implicita nei mercati azionari – un indicatore dell'incertezza degli operatori circa i futuri andamenti delle quotazioni azionarie – non è variata, dopo aver raggiunto alla fine di gennaio i minimi registrati dall'introduzione dell'euro nel gennaio 1999 (cfr. figura 15). Da un punto di vista settoriale, il maggiore contributo ai recenti incrementi delle quotazioni azionarie è venuto dal settore tecnologico che ha apparentemente tratto beneficio da una maggiore propensione al rischio degli investitori internazionali.

Figura 15 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili su 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 a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

3 PREZZI E COSTI

In dicembre i minori rincari dei prezzi di servizi e beni alimentari ed energetici hanno portato l'inflazione al consumo armonizzata nell'area dell'euro al 2,0 per cento, dal 2,2 del mese precedente, mentre in gennaio, secondo la stima rapida dell'Eurostat, essa è rimasta invariata al 2,0 per cento. Oltre all'attenuazione degli effetti dello shock che la scorsa estate aveva interessato i prezzi degli alimentari freschi, sembra che il calo dell'inflazione in dicembre sia in parte attribuibile all'apprezzamento dell'euro. L'effetto di quest'ultimo è più pronunciato negli stadi iniziali della catena produttiva, con prezzi alla produzione che registrano ritmi di incremento relativamente modesti. Gli indicatori del costo del lavoro disponibili confermano l'avvenuta stabilizzazione delle dinamiche salariali. In assenza di ulteriori shock sui prezzi, l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe scendere sotto il 2 per cento nel corso dell'anno, per poi attestarsi su valori in linea con la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER GENNAIO 2004

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in gennaio l'inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro è rimasta invariata al 2,0 per cento (cfr. tavola 4). Sebbene non siano ancora disponibili informazioni dettagliate al riguardo, la minor inflazione dei prodotti energetici (prevalentemente riconducibile a un effetto base) avrebbe compensato la spinta al rialzo impressa sui prezzi dalla riforma sanitaria in Germania. Questa stima rapida, tuttavia, è caratterizzata da un grado di incertezza più elevato del solito, dal momento che deve tener conto dell'attuazione di misure fiscali agli inizi di gennaio nonché dell'aggiornamento annuale nella ponderazione per voce e per paese dello IAPC, che coincide sempre con l'inizio dell'anno.

INFLAZIONE ARMONIZZATA A DICEMBRE 2003

In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è scesa al 2,0 per cento, dal 2,2 del mese precedente (cfr. figura 16), per effetto di un minor incremento sui dodici mesi dei prezzi dei servizi e delle componenti più volatili dello IAPC (ovvero i beni energetici e i prodotti alimentari non trasformati). Il dato relativo a dicembre è stato lievemente inferiore alla stima rapida dell'Eurostat diffusa agli inizi di gennaio. Il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti

Tavola 4 Prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

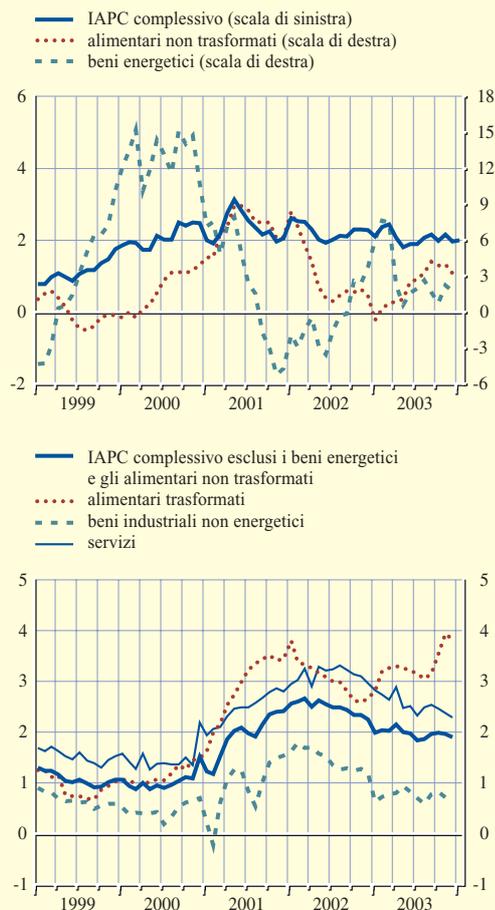
	2002	2003	2003 ago.	2003 set.	2003 ott.	2003 nov.	2003 dic.	2004 gen.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0
Beni energetici	-0,6	3,0	2,7	1,6	0,7	2,2	1,8	.
Alimentari non trasformati	3,1	2,2	3,3	4,2	3,9	4,0	3,2	.
Alimentari trasformati	3,1	3,3	3,0	3,2	3,5	3,9	3,8	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	.
Servizi	3,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione dei beni industriali	-0,1	1,6	1,3	1,1	0,9	1,4	1,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	26,5	23,9	24,7	24,6	24,0	24,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	-5,2	-4,7	-3,7	0,2	-0,2	5,1

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA (Istituto per l'economia internazionale di Amburgo).

1) L'inflazione misurata sullo IAPC in gennaio 2004 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

viaggi organizzati, alloggio e trasporti. Nonostante il marcato e irregolare andamento stagionale di tali componenti, i minori rincari nei viaggi organizzati e nei servizi di trasporto potrebbero essere in parte dovuti agli effetti positivi di un euro più forte. In linea più generale, nonostante la pressione al rialzo sui prezzi dei prodotti alimentari trasformati dovuta ad aumenti delle imposte sui tabacchi, gli incrementi a breve termine dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici (calcolati come variazioni a tre mesi, su dati destagionalizzati) mostrano una tendenza a diminuire.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

La pressione sui prezzi ai primi stadi della catena produttiva è rimasta relativamente contenuta durante tutto l'anno scorso (cfr. figura 17). Fra novembre e dicembre il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione (IPP) al netto delle costruzioni è passato dall'1,4 all'1,0 per cento, riflettendo principalmente l'andamento dei prezzi dei beni energetici. Sebbene imputabile

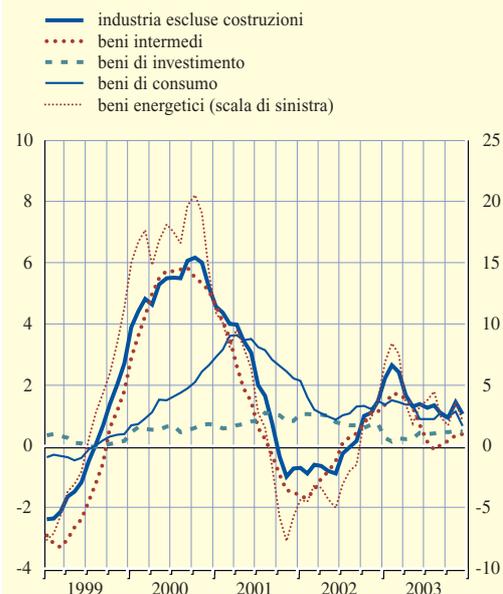
alimentari non trasformati e dei beni energetici è diminuito di 0,1 punti percentuali, collocandosi in dicembre all'1,9 per cento. Tali dati hanno condotto a tassi medi di incremento dello IAPC e dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici per l'anno 2003 del 2,1 e 2,0 per cento, rispettivamente.

In dicembre entrambe le componenti dello IAPC caratterizzate da maggiore volatilità hanno subito una flessione del tasso di variazione sui dodici mesi rispetto al mese precedente. Per i prodotti energetici l'inflazione è scesa di 0,4 punti percentuali, all'1,8 per cento, principalmente in virtù di un effetto base ma anche a seguito dell'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense. Inoltre, gli effetti dello shock della scorsa estate sui prezzi dei prodotti alimentari si sono ulteriormente attenuati, portando il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati al 3,2 per cento, dal 4,0 per cento di novembre.

Il calo in dicembre del tasso di variazione sul periodo corrispondente dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è stato determinato dalle riduzioni del tasso di inflazione dei prodotti alimentari trasformati e di quello dei servizi. Nel contempo, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto invariato a dicembre rispetto al mese precedente. Dallo scorso ottobre, il tasso di inflazione per i servizi è sceso di 0,2 punti percentuali, per effetto soprattutto di un minor incremento dei prezzi per

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione dei beni industriali

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Figura 18 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

in larga misura a un effetto base, la flessione del tasso di incremento sui dodici mesi della componente dei beni energetici, passato dal 3,6 per cento di novembre al 2,1 di dicembre, ha riflesso anche una riduzione del prezzo in euro del greggio. Nel comparto dei beni di consumo, i prezzi alla produzione hanno moderato la propria crescita sui dodici mesi dall'1,1 per cento di novembre allo 0,7 di dicembre, riflettendo integralmente l'andamento dei prezzi dei beni di consumo non durevoli che a sua volta è stato determinato da prezzi più bassi degli alimentari dovuti a un effetto base. Nel contempo, i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni intermedi e di investimento sono rimasti invariati. Nel complesso del 2003 i prezzi alla produzione sono aumentati in media dell'1,6 per cento, a fronte di una flessione dello 0,1 per cento nel 2002. A tale aumento dell'inflazione alla produzione hanno contribuito in misura preponderante i prezzi dei beni energetici. Pertanto, nel 2003 l'incremento medio dell'IPP al netto dell'energia è aumentato di 0,4 punti percentuali, allo 0,8 per cento.

In gennaio l'*Eurozone Input Price Index* (EPI) per il settore manifatturiero, basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti, è ulteriormente aumentato, segnalando il più rilevante incremento dei prezzi degli input dall'aprile 2003. Secondo gli esperti intervistati, ciò è principalmente riconducibile ai rincari di materie prime strategiche determinati da un ulteriore rafforzamento della domanda. Tuttavia, mentre le quotazioni in dollari delle materie prime sui mercati internazionali hanno seguito una tendenza crescente negli ultimi mesi, il recente apprezzamento dell'euro ne sta attenuando gli effetti sui prezzi domestici.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I dati disponibili su gran parte degli indicatori del costo del lavoro per il terzo trimestre del 2003 confermano ulteriormente la stabilizzazione della crescita salariale in atto dall'inizio del 2002 (cfr. figura 18).

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	2001	2002	2002 3° trim.	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,4	2,5
Costo orario complessivo del lavoro	3,3	3,5	3,2	3,5	3,1	3,2	2,9
Retribuzioni lorde mensili	2,9	3,0	3,1	3,1	2,9	2,8	2,6
Redditi per occupato	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,2	0,4	0,6	0,9	0,6	0,0	0,2
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,5	2,1	1,9	1,5	2,0	2,7	2,4

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

I tassi di variazione sui dodici mesi nell'area dell'euro relativi ai redditi per occupato, al costo totale del lavoro per ora lavorata nel settore delle imprese non agricole e alle retribuzioni lorde mensili sono tutti diminuiti rispetto al secondo trimestre, mentre l'indicatore delle retribuzioni contrattuali è lievemente aumentato (cfr. tavola 5). Anche un raffronto a più lungo termine, quale quello fra i tassi di crescita medi dei primi tre trimestri del 2003 e i valori medi del 2002, conferma la stabilizzazione dell'andamento salariale.

In seguito all'aumento del tasso di crescita della produttività e alla riduzione di quello dei redditi per occupato fra il secondo e il terzo trimestre del 2003, il tasso di variazione sui dodici mesi del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito per la prima volta dalla fine del 2002, quando aveva incominciato ad aumentare a seguito di un rallentamento ciclico della crescita della produttività. Ciò nonostante, esso è ancora relativamente elevato rispetto alla media calcolata a partire dalla metà degli anni novanta.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Tenendo conto degli ultimi sviluppi e in assenza di ulteriori shock sui prezzi, l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro dovrebbe scendere sotto il 2 per cento nel corso del 2004, per poi attestarsi su valori in linea con la stabilità dei prezzi. Le prospettive a breve termine, tuttavia, restano soggette a un elevato grado di incertezza, in parte legato agli effetti sui prezzi di misure fiscali in attuazione agli inizi del 2004. Su un orizzonte un po' più lungo, le pressioni inflazionistiche dovrebbero rimanere contenute: tale valutazione si basa sul presupposto che gli incrementi salariali restino modesti e che le moderate dinamiche dei prezzi all'importazione si riflettano sui prezzi al consumo.

Riquadro 3

ASPETTATIVE DEL SETTORE PRIVATO SULL'INFLAZIONE E L'ATTIVITÀ ECONOMICA NELL'AREA DELL'EURO: I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* (SPF) RELATIVA AL PRIMO TRIMESTRE 2004 E ALTRI INDICATORI DISPONIBILI

Nel presente riquadro vengono illustrati i risultati della ventiduesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF), condotta dalla BCE tra il 21 e il 28 gennaio 2004. La SPF raccoglie le aspettative circa l'inflazione, l'attività economica e la disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. È impor-

tante ricordare che, data la varietà del gruppo di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono rispecchiare un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi. Ove possibile, i risultati della SPF sono messi a confronto con altri indicatori disponibili delle aspettative del settore privato per gli stessi orizzonti temporali ¹⁾.

Aspettative di inflazione per il 2004 e il 2005

Rispetto alla precedente SPF del terzo trimestre 2003, le attese sull'inflazione armonizzata nel 2004 sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali, all'1,8 per cento, mentre quelle relative al 2005 sono state lievemente riviste al ribasso (di 0,1 punti percentuali) e si collocano attualmente all'1,7 per cento. La revisione al rialzo osservata nelle aspettative per il 2004 nonostante l'apprezzamento dell'euro è principalmente ascrivibile a variazioni dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati, che nell'indagine precedente erano state considerate per la maggior parte soltanto come fattori di rischio. Per quanto riguarda le variabili sottostanti l'andamento dell'inflazione, l'apprezzamento dell'euro e le modeste pressioni sui prezzi interni sono i principali fattori individuati quali fonti di spinte al ribasso, mentre i provvedimenti governativi in materia di imposizione indiretta e prezzi amministrati, nonché l'andamento dei corsi delle materie prime, sono i principali fattori citati con riferimento a un effetto al rialzo sui prezzi. Nel complesso, le attese rilevate dall'SPF sono in generale in linea con i valori segnalati a gennaio di quest'anno da *Consensus Economics* (cfr. tavola) e *Euro Zone Barometer* (questi ultimi pari anch'essi all'1,7 per cento, sia per il 2004 sia per il 2005).

Nell'ambito dell'indagine viene inoltre richiesto ai partecipanti di assegnare alle proprie previsioni una distribuzione di probabilità, espressa con riferimento a determinati intervalli di percentuali. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette

Risultati della Survey Professional Forecasters (4° trimestre 2003 e 1° trimestre 2004) e di Consensus Economics (gennaio 2004)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

1) In percentuale delle forze di lavoro.

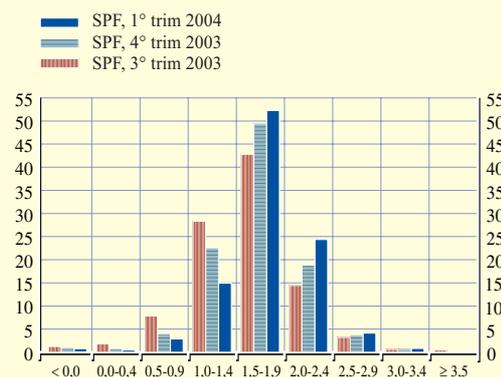
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2008. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2009-2013 (dati pubblicati nel *Consensus Economics Survey* di ottobre 2003).

- 1) Tali orizzonti sono gli anni solari 2004 e 2005 e "cinque anni da oggi, ovvero il 2008". Sono inoltre riportate le aspettative per due "orizzonti mobili" (rolling horizons) indicati nella SPF. Questi ultimi 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. Nell'indagine del primo trimestre del 2004 gli orizzonti mobili sono fissati al dicembre 2004 e 2005 per il tasso d'inflazione, al terzo trimestre del 2004 e 2005 per il tasso di crescita del PIL e al novembre 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.

così di desumere come i partecipanti all'indagine valutino, in media, il rischio che il dato effettivo si collochi al disopra o al disotto dell'intervallo più probabile. La figura A riporta le distribuzioni aggregate di probabilità relative alle ultime tre inchieste per i tassi medi annuali dell'inflazione armonizzata nel 2004. Sebbene la distribuzione continui in ampia misura a essere centrata nell'intervallo 1,5-1,9 per cento, nell'ultima SPF si riscontra nondimeno un'ulteriore traslazione verso destra. Essa rispecchia l'aumento del tasso atteso medio che, come sottolineato in precedenza, è riconducibile alla graduale inclusione dell'andamento dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati nelle valutazioni dei partecipanti.

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

(valori percentuali)

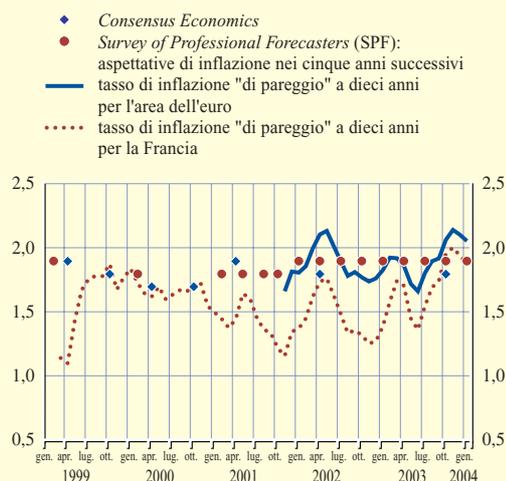


Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le attese per l'inflazione a più lungo termine (ovvero a cinque anni) segnalate dai partecipanti sono rimaste invariate all'1,9 per cento per la nona indagine consecutiva (cfr. figura B). Tale risultato è

Figura B Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)



Fonti: Ministero del Tesoro francese, Reuters, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

sostanzialmente in linea con altre misure disponibili delle aspettative di inflazione a più lungo termine: nell'ottobre 2003 il tasso medio atteso per il 2007 riportato da *Euro Zone Barometer* era pari all'1,9 per cento, quello pubblicato da *Consensus Economics* per il periodo 2009-13 era dell'1,8 per cento. Nei mercati finanziari si è inoltre assistito a una parziale inversione dell'aumento osservato nella seconda metà del 2003 dei tassi di inflazione "di pareggio" a dieci anni, desunti dai titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei tabacchi)²⁾. Va tuttavia rilevato che tali tassi non costituiscono soltanto una misura delle aspettative sull'inflazione a lungo termine degli operatori, dal momento che scontano una serie di premi al rischio (compresi un premio per l'incertezza di inflazione e un premio di liquidità). Perciò, nonostante l'inflazione di pareggio abbia registrato qualche variazione, le attese sull'inflazione effettiva a lungo termine rilevate dalla SPF sono rimaste stabili. Il leggero

2) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio rispecchia il valore medio delle aspettative di inflazione sull'orizzonte corrispondente alla vita residua a scadenza del titolo indicizzato considerato e non costituisce una stima puntuale per un anno preciso (come è invece il caso degli indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine basati sulle indagini). Per una descrizione esaustiva della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio, cfr. riquadro "Le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ottenute dai titoli indicizzati del Tesoro francese" a pagina 16 del numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.

spostamento verso l'alto nella distribuzione di probabilità delle aspettative di inflazione di lungo periodo che si era osservato nell'indagine del quarto trimestre 2003 è rientrato nell'ultima SPF³⁾. Questi andamenti risultano paralleli a quelli del tasso di inflazione "di pareggio".

Aspettative sulla crescita del PIL e la disoccupazione nell'area dell'euro

Rispetto alla precedente indagine, la crescita attesa del PIL per il 2004 è stata leggermente rivista al rialzo (di 0,1 punti percentuali), all'1,8 per cento, mentre quella prevista per il 2005 è stata lievemente rivista al ribasso, sempre di 0,1 punti percentuali, al 2,2 per cento. In base ai riscontri di tipo qualitativo forniti dai partecipanti, le attese di una ripresa dell'attività complessiva nel 2004 derivano in gran parte dal recupero – nonostante gli andamenti pregressi dei tassi di cambio – dell'economia globale, seguito da una ripresa della domanda interna. Le aspettative per il 2004 e il 2005 rilevate dalla SPF sono simili a quelle pubblicate in gennaio da *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*, che prevedono entrambe una crescita del PIL pari all'1,8 per cento nel 2004 e al 2,1 per cento nel 2005. Infine, il tasso di crescita atteso a cinque anni (ovvero per il 2008) si situa al 2,3 per cento, in calo di 0,1 punti percentuali rispetto alla precedente SPF.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe situarsi all'8,8 per cento nel 2004, con una lieve revisione al ribasso dall'ultima indagine. La riduzione delle attese rispecchia sia il fatto che nella più recente fase di rallentamento la crescita della disoccupazione sia stata inferiore al previsto, sia la lieve revisione al rialzo delle attese di crescita del PIL. Sempre secondo le attese, tuttavia, la ripresa nel 2004 non dovrebbe essere sufficientemente forte da produrre miglioramenti notevoli nel tasso di disoccupazione dell'area dell'euro prima del 2005, anno in cui esso dovrebbe scendere all'8,5 per cento. L'ottimismo dei partecipanti riguardo agli sviluppi di lungo termine, denotato dal calo al 7,4 per cento del tasso di disoccupazione atteso per il 2008, è esplicitamente collegato all'attuazione di ulteriori riforme nel mercato del lavoro.

3) Dati più dettagliati raccolti nel quadro dell'indagine sono disponibili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/stats/spf/spf.html>).

I dati più recenti relativi alle attese sull'inflazione diffusi da altre istituzioni sarebbero in linea con l'ipotesi di una diminuzione delle pressioni sui prezzi nei prossimi due anni. Ad esempio, l'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF), condotta alla fine di gennaio, situa l'inflazione armonizzata per il 2004 e il 2005, rispettivamente, all'1,8 e all'1,7 per cento (cfr. riquadro 3). Inoltre, i risultati riportati da *Consensus Forecasts* e da *Euro Zone Barometer* in gennaio indicano che, secondo le attese, l'inflazione nell'area dell'euro dovrebbe collocarsi all'1,7 per cento sia nel 2004 che nel 2005.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il PIL in termini reali nell'area dell'euro è aumentato nel terzo trimestre del 2003, grazie a una crescita particolarmente sostenuta delle esportazioni totali. L'incremento è stato generalizzato nei settori sia dell'industria sia dei servizi. In base ai risultati delle indagini per il mese di gennaio del 2004, la crescita economica si sarebbe protratta intorno al volgere dell'anno. Gli indicatori della spesa delle famiglie continuano a fornire segnali contrastanti riguardo alla crescita dei consumi privati, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto invariato. La graduale ripresa dovrebbe protrarsi al di là del breve periodo, sostenuta sia dalle esportazioni sia dalla domanda interna.

4.1 LA PRODUZIONE E LA DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

I dati sul PIL in termini reali nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2003 confortano la valutazione secondo cui la ripresa sarebbe iniziata nella seconda metà dello scorso anno. In base alla seconda stima dei dati di contabilità nazionale, nel terzo trimestre del 2003 la crescita del PIL nell'area dell'euro è stata pari allo 0,4 per cento sul trimestre precedente (cfr. figura 19).

L'aumento del PIL nel terzo trimestre riflette andamenti opposti delle singole componenti di spesa. Mentre il contributo alla crescita del PIL derivante dalla domanda interna è stato negativo, quello delle esportazioni nette è risultato particolarmente rilevante (0,8 punti percentuali), grazie a un deciso recupero dell'export e a un nuovo calo delle importazioni. La forte crescita delle esportazioni ha rispecchiato la ripresa dei mercati di sbocco dell'area dell'euro, mentre il calo dell'import va ascritto alla debolezza della domanda interna. Il contributo negativo fornito da quest'ultima è dovuto in particolare al forte impatto sfavorevole delle variazioni delle scorte, probabilmente in conseguenza dell'esaurirsi del processo di ricostituzione in atto nella prima metà dello scorso anno. Al netto delle scorte, tuttavia, la domanda finale interna ha fornito un modesto contributo positivo alla crescita del PIL, grazie agli aumenti dei consumi privati e collettivi, nonché alla contrazione degli investimenti fissi.

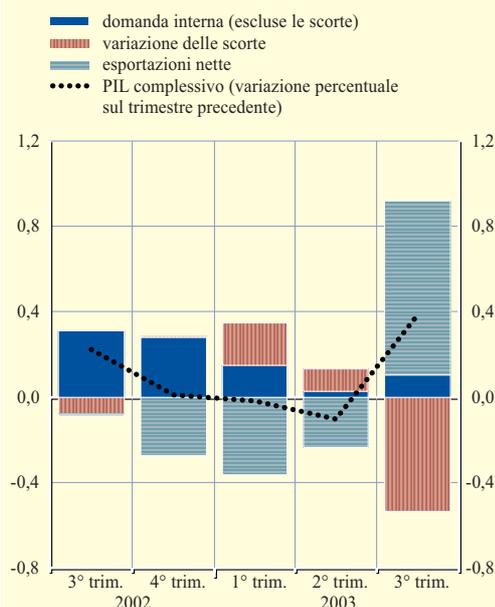
PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Nel terzo trimestre del 2003 la crescita è stata generalizzata in tutti i settori. In termini di valore aggiunto reale, i settori dell'industria e dei servizi hanno segnato un'espansione pari rispettivamente allo 0,5 e allo 0,4 per cento sul trimestre precedente.

I dati recenti indicano che la produzione industriale al netto delle costruzioni è rimasta sostenuta nel quarto trimestre del 2003, benché essa non sia variata in novembre rispetto al mese precedente. La crescita nulla di novembre, dopo la forte crescita di ottobre, si spiega con

Figura 19 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti

(contributi in punti percentuali; dati trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

una significativa contrazione della produzione di energia, cui si sono contrapposti i tassi di crescita positivi segnati dagli altri principali settori industriali. Al netto di energia e costruzioni, la crescita della produzione industriale in novembre risulta più elevata (0,6 per cento). Inoltre, includendo quelli di novembre, i dati sui nuovi ordini sono in linea con un ulteriore rafforzamento della produzione industriale nel quarto trimestre.

Considerati su un orizzonte leggermente più esteso, gli andamenti della produzione industriale sono ancora migliorati. Negli ultimi mesi le industrie produttrici di beni intermedi e di beni di investimento hanno fornito contributi positivi alla crescita della produzione industriale (al netto delle costruzioni e dell'energia, cfr. figura 20).

In base alle indagini sulle imprese della Commissione europea, in gennaio il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è sceso rispetto ai livelli registrati tre mesi prima. Questo dato non è tuttavia completamente raffrontabile con quelli precedenti, a causa di variazioni nei paesi considerati. Il dato per l'area dell'euro di gennaio non considera infatti la Francia, dove le modifiche apportate al questionario hanno prodotto significative discontinuità strutturali nei risultati relativi al paese. La più recente variazione dell'indicatore va pertanto interpretata con particolare cautela. Tenendo conto dell'esclusione della Francia, il grado di utilizzo della capacità produttiva non dovrebbe essere diminuito in gennaio.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

Dagli indicatori tratti dalle indagini disponibili fino al gennaio del 2004 emerge un segnale di proseguimento della crescita nei settori manifatturiero e dei servizi. Per quanto riguarda il primo settore, in gennaio l'indicatore del clima di fiducia presso le imprese elaborato dalla Commissione europea è aumentato, compensando parte del declino osservato in dicembre. Con l'eccezione di dicembre, il clima di fiducia nell'industria è continuamente migliorato da metà 2003 e si situa oggi a un livello corrispondente alla sua media di lungo periodo. Tuttavia, se misurato come variazione rispetto a tre mesi prima, il miglioramento nel corso del quarto trimestre risulta inferiore (cfr. figura 21). Il miglioramento di gennaio deriva da aspettative di produzione significativamente più positive, mentre le valutazioni degli ordini e delle scorte sono rimaste invariate. A livello delle principali categorie industriali, si è riscontrato un miglioramento del clima di fiducia presso le industrie produttrici di beni intermedi e soprattutto presso quelle produttrici di beni d'investimento. Per contro, il clima di fiducia delle imprese produttrici di beni di consumo è rimasto invariato.

In gennaio ha continuato ad aumentare anche l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero, ma, come già avvenuto in dicembre, l'incremento è stato relativamente modesto. Ciò nondimeno, l'andamento complessivo del PMI negli ultimi mesi pare ancora ampiamente comparabile a quello registrato nelle precedenti fasi di ripresa del ciclo. All'aumento di gennaio

Figura 20 Contributi alla crescita della produzione industriale

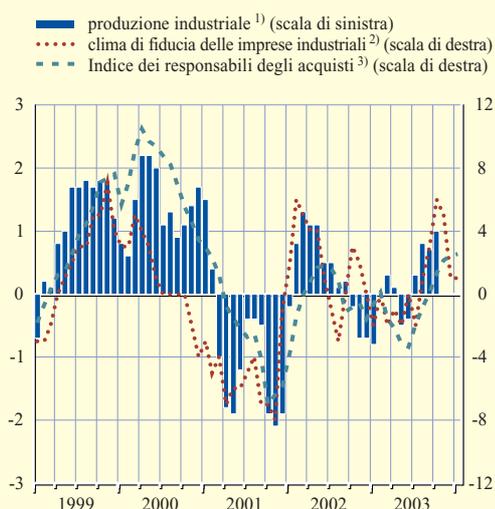
(contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre termini rispetto all'analogia media dei tre mesi precedenti.

Figura 21 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



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.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto al precedente intervallo di tre mesi.

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

hanno contribuito pressoché tutte le componenti: gli indici relativi a produzione, a nuovi ordini, a scorte di prodotti acquistati e a tempi di consegna dei fornitori hanno segnato modesti miglioramenti, mentre la componente relativa all'occupazione non ha subito variazioni.

Per quanto concerne il settore dei servizi, in gennaio l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea è diminuito. Esso si situa tuttora su livelli ben inferiori ai massimi toccati in precedenza. Malgrado ciò, alla luce degli aumenti relativamente marcati degli ultimi nove mesi, il recente calo non cambia il quadro di ripresa nel settore. A livello di singole componenti, il peggioramento di gennaio è scaturito dalla valutazione del clima di fiducia e, in particolare, della domanda nei mesi recenti, mentre le attese sulla domanda sono migliorate. L'indice dell'attività delle imprese dell'indagine PMI nel settore dei servizi è cresciuto in gennaio, dopo il calo del mese precedente. L'aumento ha interessato tutte le componenti dell'indagine, con l'eccezione dell'indice relativo all'occupazione. Nel complesso, a partire dalla primavera del 2003 si è riscontrato

un significativo miglioramento nell'indice dell'attività delle imprese nel settore dei servizi.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

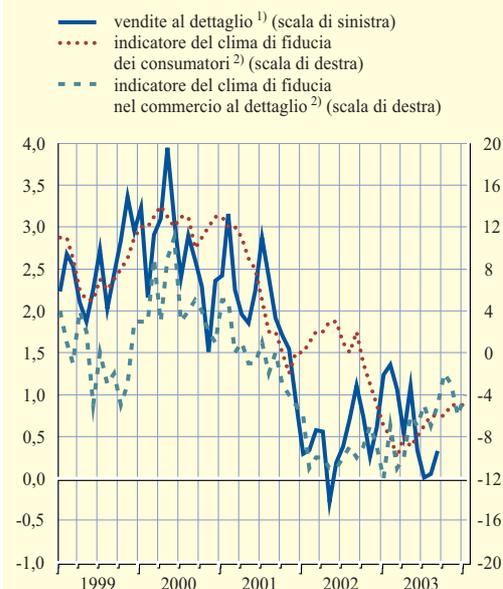
Gli indicatori congiunturali fanno ritenere che la debolezza dei consumi privati si sia protratta nel quarto trimestre del 2003. Segnali piuttosto contrastanti continuano inoltre a provenire dagli indicatori del clima di fiducia di gennaio (cfr. figura 22).

In ottobre le vendite al dettaglio sono cresciute rispetto al mese precedente, ma dai dati a livello nazionale disponibili per Novembre non emerge l'indicazione di un aumento per l'insieme del quarto trimestre. Inoltre, nell'ultimo trimestre del 2003 sono diminuite le immatricolazioni di nuove autovetture, che dunque avrebbero un effetto riduttivo sulla crescita dei consumi privati nello stesso periodo.

L'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea non è variato in gennaio. Così come nel già citato caso dei dati sul grado di utilizzo della capacità produttiva, tuttavia, i risultati delle indagini di gennaio presso i consumatori non sono completamente confrontabili con quelli precedenti. A causa delle modifiche intervenute nell'inchiesta francese e della significativa discontinuità strutturale nei risultati che ne è derivata, i dati aggregati per l'area dell'euro non ricomprendono la Francia. Tenendo conto di questo fattore, la fiducia dei consumatori sarebbe leggermente calata. Il clima di fiducia nel settore del commercio al dettaglio, che al contrario non ha risentito di tale fattore, è migliorato in gennaio. L'aumento ha in parte compensato il calo del mese precedente. Nel complesso, il clima di fiducia nel settore del commercio al dettaglio sembra aver proseguito la tendenza al rialzo osservabile, seppur con una certa volatilità, dall'inizio del 2003. L'aumento di

Figura 22 Vendite al dettaglio, clima di fiducia delle famiglie e nel settore del commercio al dettaglio

(dati mensili)



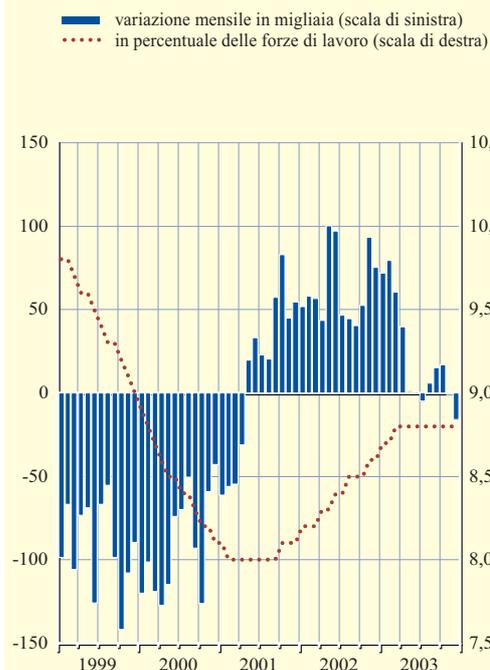
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati al netto della media. Per l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori i risultati dell'area dell'euro di gennaio 2004 non comprendono la Francia a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi. Pertanto tali risultati non sono del tutto confrontabili con quelli precedenti.

Figura 23 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

gennaio rispecchia un deciso miglioramento della situazione economica attesa, mentre non vi sono state variazioni nella valutazione della situazione attuale e delle scorte.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

DISOCCUPAZIONE

In dicembre il mercato del lavoro non ha ancora mostrato chiari segnali di miglioramento. Nel mese il tasso standardizzato di disoccupazione è stato pari all'8,8%, invariato dallo scorso marzo (cfr. figura 23). Il tasso di disoccupazione è rimasto immutato anche nella scomposizione per sesso. In quella per classi di età, il tasso di disoccupazione delle persone fino a 25 anni è lievemente sceso al 16,6%, mentre è rimasto invariato per le persone con almeno 25 anni. Sempre in dicembre, il numero di disoccupati destagionalizzato è diminuito di circa 15.000 unità sul mese precedente, pur essendo aumentato di circa 270.000 unità rispetto al dicembre 2002.

OCCUPAZIONE

Nel terzo trimestre dello scorso anno la crescita dell'occupazione è stata nulla, implicando un livello di occupazione sostanzialmente stabile dalla metà del 2002 (cfr. tavola 6). Tuttavia, la dinamica dell'occupazione si è differenziata a seconda dei settori. Nell'industria l'occupazione ha continuato

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2001	2002	2002	2002	2003	2003	2003
			3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale economia	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-0,6	-2,2	-0,6	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3
Industria	0,4	-1,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6
Escluse le costruzioni	0,3	-1,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5
Costruzioni	0,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,9
Servizi	1,9	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Commercio e trasporti	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Finanziari e alle imprese	3,9	2,3	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3
Amministrazione pubblica	1,3	1,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

a contrarsi, dello 0,6% rispetto al trimestre precedente, e in particolare nel settore delle costruzioni, mentre ha continuato ad aumentare a un ritmo dello 0,2 per cento nel settore dei servizi.

A dispetto di alcuni lievi miglioramenti, i dati delle indagini continuano a suggerire che gli andamenti del mercato del lavoro rimarranno con tutta probabilità modesti. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, sia l'indicatore della Commissione europea relativo alle attese sull'occupazione sia l'indice di occupazione derivato dalle indagini presso i responsabili degli acquisti (PMI) sono lievemente migliorati dalla metà del 2003, ma permangono su livelli relativamente bassi. Nel gennaio dell'anno in corso l'indice di occupazione delle PMI è rimasto ancora sotto il valore soglia di 50 che indica crescita nulla dell'occupazione. Per quanto riguarda il settore dei servizi, anche l'indicatore della Commissione europea sulle attese di occupazione e l'indice di occupazione delle PMI sono aumentati solo moderatamente da metà 2003, registrando di recente persino una lieve diminuzione.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I più recenti dati e indicatori derivati dalle indagini sono coerenti con una dinamica di crescita in atto intorno al volgere dell'anno. Le indagini congiunturali della Commissione europea presso le imprese e le famiglie, ad esempio, mostrano un miglioramento generalizzato nella valutazione delle condizioni economiche presenti e attese (cfr. il riquadro 4 sulla valutazione delle condizioni economiche presenti e attese secondo le indagini congiunturali della Commissione).

In prospettiva, data la forte domanda estera, le esportazioni dovrebbero continuare a crescere, nonostante il calo nella competitività di prezzo relativa dell'area conseguente all'apprezzamento dell'euro. Anche la domanda interna, finora mantenutasi su livelli modesti, dovrebbe recuperare. Il basso livello dei tassi di interesse, le condizioni di finanziamento nel complesso favorevoli e il miglioramento del contesto economico mondiale dovrebbero stimolare la crescita degli investimenti. Anche gli aggiustamenti che le imprese continuano a intraprendere al fine di accrescere la produttività e la redditività dovrebbero contribuire alla ripresa degli investimenti. Si prevede, inoltre, che un aumento del reddito disponibile reale riconducibile agli effetti favorevoli indotti dal miglioramento delle ragioni di scambio alimenti la crescita dei consumi privati. Queste prospettive si riflettono nelle previsioni disponibili, le quali segnalano che una graduale ripresa dovrebbe aver luogo nel corso di quest'anno per poi consolidarsi successivamente (cfr. il riquadro 3 sui risultati della *Survey of Professional Forecasters* del primo trimestre di quest'anno).

**LA VALUTAZIONE DELLE CONDIZIONI ECONOMICHE PRESENTI E ATTESE
SECONDO LE INDAGINI DELLA COMMISSIONE EUROPEA**

Le indagini congiunturali, come quelle condotte mensilmente dalla Commissione europea, sono indicatori utili per analizzare le variabili economiche fondamentali¹⁾. Per esempio, l'indicatore del clima di fiducia per l'industria è strettamente collegato con la produzione industriale e il clima di fiducia dei consumatori fornisce alcune indicazioni sulla dinamica dei consumi privati. Le indagini, inoltre, raccolgono le informazioni per valutare gli andamenti correnti e futuri della produzione manifatturiera e la situazione economica presente e futura secondo i consumatori. Le valutazioni sugli andamenti correnti e futuri per il settore manifatturiero e per i consumatori mostrano discordanze significative che possono fornire informazioni utili per il monitoraggio degli andamenti economici.

Le discordanze tra gli indicatori collegati agli andamenti correnti e alla situazione futura possono essere analizzate ricorrendo a varie misure. Questo riquadro esamina due misure in particolare. La prima misura si basa sull'analisi della struttura della correlazione incrociata tra le serie temporali dei due indicatori quale *benchmark* per individuare le discordanze in determinati periodi. Per il settore manifatturiero, le aspettative di produzione in genere anticipano di un mese la valutazione dei recenti andamenti della produzione. Per i consumatori, le aspettative circa la situazione economica futura precedono la valutazione della situazione economica corrente di circa due mesi. La seconda misura individua le discordanze comparando il divario tra i due indicatori rispetto al loro divario medio.

A tale riguardo, è da notare che alla fine del 2001 e all'inizio del 2002 gli indicatori degli andamenti correnti e futuri per il settore manifatturiero e i consumatori fornivano segnali contrastanti. In particolare, un rapido miglioramento delle aspettative per i produttori e i consumatori non si rifletteva nella valutazione delle condizioni attuali. In seguito ciò ha comportato una correzione al ribasso delle aspettative (cfr. figure A e B). Un andamento simile è stato osservato anche nelle indagini sui servizi e il commercio al dettaglio.

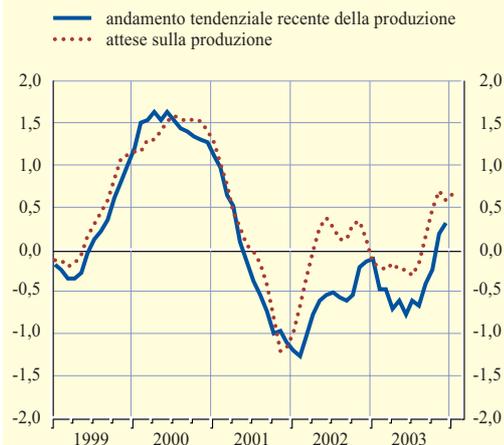
In particolare, nel settore manifatturiero le aspettative di produzione hanno mostrato un primo netto miglioramento nel novembre 2001, mentre la valutazione della produzione corrente continuava a peggiorare e solo quattro mesi più tardi, nel marzo 2002, ha cominciato a far segnare un'inversione di tendenza. Rispetto alla precedente dinamica, si è osservato un significativo divario tra le due serie per gran parte del 2002. Per quanto riguarda le famiglie, nonostante le attese circa le condizioni economiche siano sensibilmente migliorate tra il dicembre 2001 e il maggio 2002, la valutazione delle condizioni economiche correnti ha continuato a peggiorare per tutto questo periodo. In linea con questa dinamica, il divario tra le due serie si è notevolmente ampliato tra il luglio 2002 e il gennaio 2003, annullandosi, in seguito, solo grazie al netto miglioramento della valutazione delle aspettative.

I recenti andamenti indicano che la situazione attuale è alquanto diversa da quella del 2001-2002. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, il divario attuale è inferiore a quello osservato nel

1) Per una presentazione approfondita dei vari utilizzi delle indagini congiunturali disponibili per l'area dell'euro a fini di analisi economica, cfr. l'articolo *Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi*, pubblicato sul Bollettino mensile del gennaio 2004.

Figura A Andamenti recenti e attesi della produzione nel settore manifatturiero

(saldi percentuali; medie mobili di tre mesi; dati standardizzati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Nota: le attese sono traslate in avanti di un mese, in linea con il periodo medio di anticipo rispetto alle valutazioni sull'andamento tendenziale recente.

Figura B Valutazione dei consumatori sulla situazione economica corrente e attesa

(saldi percentuali; medie mobili di tre mesi; dati standardizzati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Nota: le attese sono traslate in avanti di due mesi, in linea con il periodo medio di anticipo rispetto alle valutazioni sulla situazione corrente.

2001-2002. Ancora più importante è il fatto che le aspettative di produzione e l'andamento corrente si stiano muovendo in linea con il consueto sfasamento temporale. In effetti, entrambe le serie hanno cominciato a mostrare alcuni miglioramenti nel luglio 2003, benché ciò sia più evidente nel caso delle aspettative. Per quanto riguarda le opinioni dei consumatori, gli andamenti recenti indicano che le valutazioni della situazione economica presente e futura stanno entrambe migliorando, sebbene meno rapidamente rispetto a precedenti fasi di ripresa ciclica. Inoltre, nonostante le aspettative stiano migliorando in maniera più netta rispetto alla valutazione della situazione economica, non esiste un significativo divario tra le due serie.

Nel complesso, i risultati delle indagini congiunturali condotte nel 2003 sembrano rispecchiare una visione più equilibrata per quanto riguarda la valutazione degli andamenti presenti e futuri rispetto al periodo 2001-2002. Ciò può essere interpretato come un segnale positivo per le prospettive sia del settore manifatturiero che dei consumi.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

A gennaio e all'inizio di febbraio di quest'anno l'euro si è deprezzato in termini effettivi nominali, dopo essersi rafforzato nel corso dei mesi di novembre e dicembre del 2003. Il deprezzamento è stato particolarmente pronunciato nei confronti della sterlina britannica e dello yen giapponese e lieve rispetto al dollaro statunitense.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

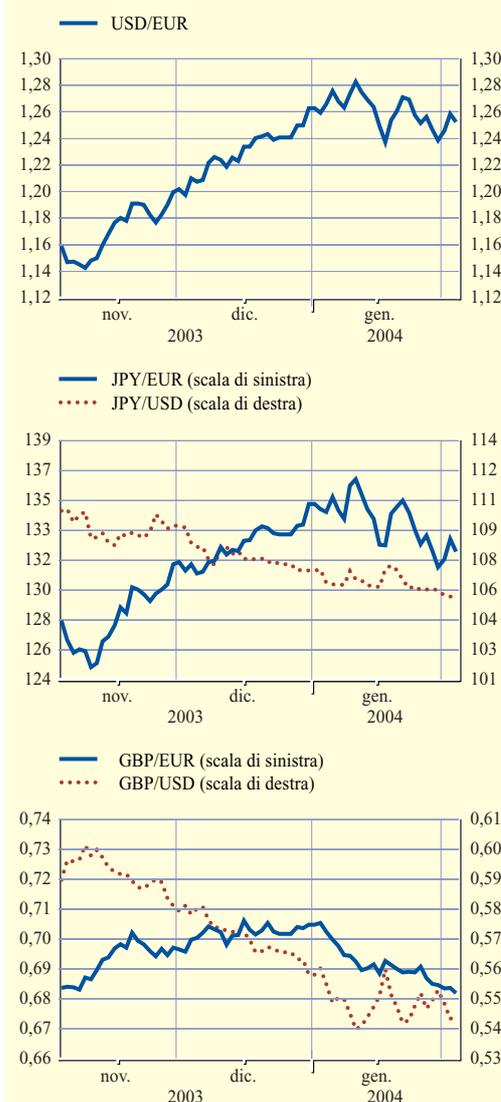
Dopo un leggero rafforzamento all'inizio di gennaio, nel prosieguo del mese l'euro ha perso terreno in rapporto al dollaro statunitense (cfr. figura 24). Ulteriori evidenze provenienti dalla pubblicazione di vari indicatori congiunturali e del clima di fiducia hanno confermato prospettive economiche favorevoli per gli Stati Uniti e sorretto il cambio del dollaro nei confronti dell'euro. Inoltre, gli operatori avrebbero attribuito un certo rilievo alla concomitanza – in novembre – di un calo del disavanzo commerciale statunitense e di consistenti afflussi netti per investimenti di portafoglio. Verso la fine del periodo di riferimento, il dollaro ha tratto ulteriore sostegno da una valutazione più favorevole delle prospettive economiche statunitensi da parte degli operatori di mercato, emersa a seguito della riunione del Federal Open Market Committee tenutasi il 28 gennaio. Successivamente quest'ultimo fattore è stato in parte controbilanciato dalla pubblicazione di dati peggiori delle attese – ancorché molto positivi – sulla crescita del PIL statunitense durante il quarto trimestre del 2003. Nel complesso, il 4 febbraio l'euro è stato scambiato a 1,25 dollari, un livello inferiore di meno dell'1 per cento a quello di fine dicembre e superiore del 10,7 per cento alla media del 2003.

YEN GIAPPONESE/EURO

Nel corso di gennaio e all'inizio di febbraio l'euro si è deprezzato nei confronti dello yen giapponese (cfr. figura 24). La moneta nipponica ha guadagnato terreno anche nei confronti del dollaro statunitense, soprattutto per l'effetto congiunto del generale miglioramento delle prospettive economiche e della crescita sostenuta delle esportazioni in Giappone. Nondimeno, le spinte al rialzo sullo yen sono state in parte controbil-

Figura 24 Tassi di cambio

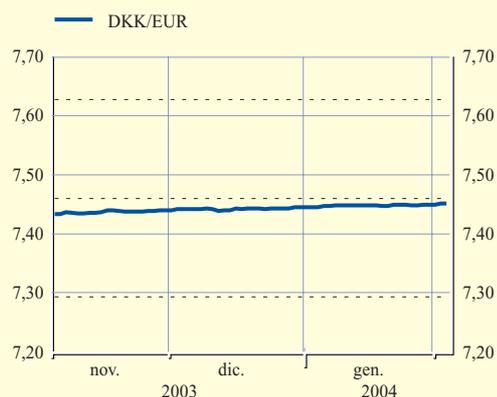
(dati giornalieri; dal 3 novembre 2003 al 4 febbraio 2004)



Fonte: BCE.

Figura 25 Tasso di cambio negli AEC II

(dati giornalieri; dal 3 novembre 2003 al 4 febbraio 2004)



Fonte: BCE.

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

lanciate dagli interventi attuati dalle autorità giapponesi al fine di contenere l'apprezzamento della divisa nazionale su quella statunitense. Inoltre, dopo la decisione – adottata dalla Banca del Giappone il 20 gennaio – di accrescere la liquidità elevando l'obiettivo per il saldo sui conti correnti presso la banca, sul mercato si sono rafforzate le attese di ulteriori interventi. La Banca del Giappone ha reso noto che la sua decisione era intesa a ribadire un orientamento rivolto a porre termine alla deflazione e garantire la prosecuzione della ripresa economica. Il 4 febbraio, l'euro è stato quotato a 132,04 yen, un valore inferiore del 2,2 per cento a quello di fine dicembre e superiore di quasi l'1 per cento alla media del 2003.

STERLINA BRITANNICA/EURO

In gennaio e all'inizio di febbraio l'euro si è indebolito anche rispetto alla sterlina britannica (cfr. figura 24), che si è rafforzata notevolmente soprattutto a seguito della pubblicazione di dati indicativi di una crescita economica sostenuta nel Regno Unito. Il 4 febbraio, l'euro è stato scambiato a 0,68 sterline, un livello inferiore del 3,2 per cento a quello di fine dicembre e dell'1,5 per cento alla media del 2003.

ALTRE VALUTE EUROPEE

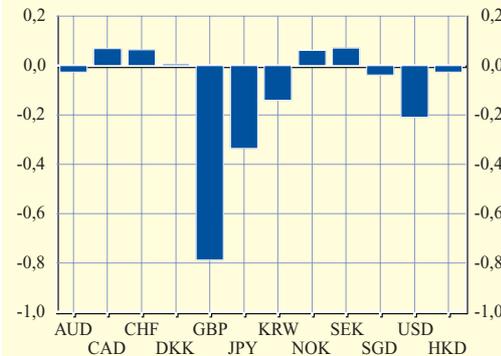
All'interno degli AEC II, la corona danese ha continuato a oscillare in un intervallo molto ristretto in prossimità della parità centrale (cfr. figura 25). Per quanto riguarda le altre valute europee, in gennaio e all'inizio di febbraio l'euro si è apprezzato in misura significativa sulla corona norvegese e più contenuta nei confronti del franco svizzero e della corona svedese.

Figura 26 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri; dal 3 novembre 2003 al 4 febbraio 2004)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾
Dal 31 dicembre 2003 al 4 febbraio 2004
(in punti percentuali)



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.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 4 febbraio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 12 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore dell'1,3 per cento al livello di fine dicembre e superiore del 4,0 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 26). L'indebolimento dell'euro in termini effettivi è riconducibile soprattutto al suo deprezzamento rispetto alla sterlina britannica e allo yen giapponese.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In novembre non è proseguita la crescita vigorosa delle esportazioni di beni osservata nei mesi precedenti, mentre le importazioni di beni sono aumentate. Ciò ha concorso al calo, nello stesso mese, dell'avanzo del conto corrente dell'area dell'euro in termini destagionalizzati. I dati relativi alla media sui tre mesi terminanti in novembre indicano un lieve aumento delle esportazioni dell'area, in linea con il miglioramento del contesto esterno e l'aumento degli ordini d'esportazione. In una prospettiva di più lungo periodo, l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto dei beni dell'area ha iniziato a stabilizzarsi a partire dal terzo trimestre del 2003 dopo essere stato in calo nel primo semestre. Nel conto finanziario, a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio si sono quasi bilanciati nel loro insieme.

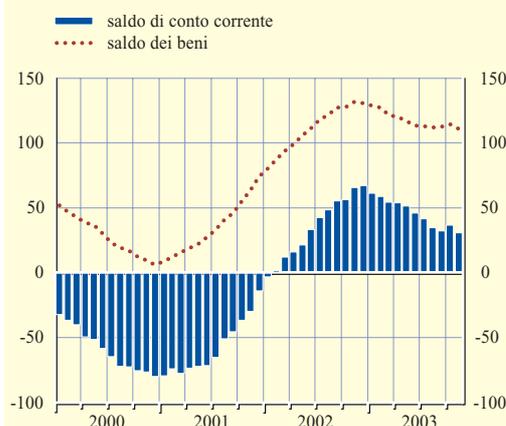
CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in novembre un avanzo di 1,7 miliardi di euro (corrispondente a un avanzo di 4,4 miliardi in termini non destagionalizzati). Tale andamento è il risultato di avanzi sia nel conto dei beni sia in quello dei servizi, in parte compensati da disavanzi nei conti dei redditi e dei trasferimenti correnti. Rispetto ai dati rivisti relativi a ottobre, l'avanzo del conto corrente destagionalizzato è diminuito di 6,3 miliardi di euro. Ciò ha riflesso principalmente un calo dell'avanzo dei beni e dei servizi (rispettivamente di 3,2 e 1,9 miliardi di euro) e un aumento (di 4,2 miliardi) del disavanzo dei trasferimenti correnti. Il minore disavanzo dei redditi (sceso di 3 miliardi) ha compensato soltanto in parte i suddetti andamenti.

In una prospettiva di più lungo periodo, il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente è diminuito nella prima metà del 2003 per poi iniziare a stabilizzarsi (cfr. figura 27). Tale dinamica è principalmente ascrivibile all'evoluzione dell'avanzo dei beni, che nel terzo trimestre è stata positiva per l'effetto congiunto delle maggiori esportazioni e delle minori importazioni. In crescita fino a ottobre, le esportazioni di beni avrebbero iniziato a flettere in novembre. Il calo di novembre, tuttavia, va interpretato con una certa cautela, alla luce della volatilità dei dati mensili. La media su tre mesi evidenzia un lieve aumento delle esportazioni dell'area dell'euro (cfr. figure C29 e C30 della tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*), in linea con il migliorato contesto esterno all'area e con l'aumento degli ordini d'esportazione.

Figura 27 Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro

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



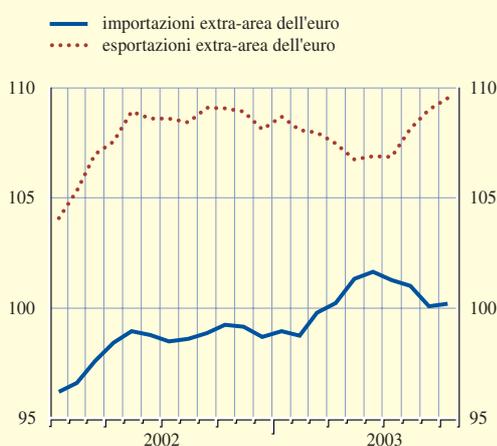
Fonte: BCE.

Una disaggregazione dei dati sull'interscambio per volumi e prezzi – sulla base delle Statistiche sul commercio estero disponibili fino a settembre 2003 – consente una migliore comprensione dell'evoluzione dell'avanzo dei beni nel terzo trimestre dell'anno. In tale periodo, le variazioni nel valore degli scambi commerciali sono dipese soprattutto dall'andamento dei volumi degli stessi in quanto né i prezzi delle esportazioni né quelli delle importazioni hanno subito variazioni di rilievo. In calo nei tre trimestri precedenti, durante il terzo trimestre del 2003 i volumi esportati sono saliti di quasi il 2 per cento rispetto al periodo precedente (cfr. figura 28). A quest'ultimo andamento avrebbe contribuito in misura importante la maggiore domanda estera, soprattutto dai paesi asiatici escluso il Giappone (in linea con gli elevati tassi di crescita osservati nella regione) e da quelli dell'Europa centrale e orientale. Nel contempo la crescita delle esportazioni verso gli Stati Uniti è rimasta moderata. Con riferimento alle importazioni, i volumi importati dall'esterno dell'area sono calati di quasi l'1,5 per cento nel terzo trimestre. Ciò potrebbe essere ascrivibile alla flessione, nel periodo in esame, della domanda interna dell'area, soprattutto per categorie di spesa a elevata intensità di beni d'importazione quali gli investimenti e le scorte.

Nel complesso, il saldo cumulato sui dodici mesi fino a novembre del conto corrente dell'area dell'euro è stato approssimativamente inferiore di 35,0 miliardi di euro rispetto a quello registrato nello stesso mese del 2002 (cfr. figura 27). Tale flessione è principalmente riconducibile al minore avanzo dei beni e al maggiore disavanzo dei redditi. La determinante fondamentale del calo dell'avanzo cumulato dei beni sui dodici mesi va ricercata nella perdita di valore (in misura pari a 23,4 miliardi di euro) delle esportazioni di beni. A quest'ultimo andamento avrebbero concorso sia la debolezza della domanda estera nella prima metà del 2003 sia l'effetto dell'apprezzamento dell'euro. Il maggiore vigore della moneta unica potrebbe spiegare in parte anche la contrazione dei crediti del conto dei redditi – e il connesso aumento del disavanzo di tale conto – nello stesso periodo, dal momento che i redditi ricevuti in valuta estera dal resto del mondo hanno un valore inferiore una volta espressi in euro.

Figura 28 Commercio con il resto del mondo, in volume ¹⁾

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.
1) Le ultime osservazioni relative al resto del mondo si riferiscono a ottobre 2003.

CONTO FINANZIARIO

Nel conto finanziario, a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio si sono quasi bilanciati nel loro insieme registrando afflussi netti per 2,2 miliardi di euro. Tale risultato ha riflesso principalmente i flussi netti in entrata per investimenti diretti (6,5 miliardi), in quanto gli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari (8,8 miliardi) sono stati più che compensati dai deflussi netti per investimenti in strumenti di debito (13,1 miliardi).

In novembre gli andamenti osservati negli investimenti diretti netti sono per lo più riconducibili all'acquisto di titoli azionari dell'area da parte di non residenti, mentre i residenti dell'area hanno smobilizzato i propri investimenti all'estero.

Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, gli afflussi netti per investimenti in titoli azionari registrati a novembre potrebbero essere collegati alle attese di un ulteriore apprezzamen-

to dell'euro. Per contro, i deflussi netti dall'area dell'euro per investimenti in titoli di debito non sarebbero totalmente riconducibili a considerazioni di rendimento da parte degli investitori.

In un'ottica di più lungo termine, i dati cumulati sui dodici mesi fino a novembre indicano che gli investimenti diretti e di portafoglio si sono pressoché bilanciati nel loro insieme (cfr. figura 29). I deflussi netti sono stati pari in novembre a 2,4 miliardi di euro, contro afflussi netti cumulati per 58,5 miliardi nello stesso periodo dell'anno precedente. Ciò riflette principalmente la riduzione dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, riconducibile in particolare ai maggiori investimenti in strumenti di debito e – in misura inferiore – in titoli azionari esteri da parte di residenti dell'area. Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio in titoli azionari fra l'area dell'euro e il resto del mondo, dopo il secondo trimestre del 2003 essi si sono sostanzialmente stabilizzati sia dal lato delle attività sia da quello delle passività.

Figura 29 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



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

ARTICOLI

LE ECONOMIE DEI NUOVI PAESI MEMBRI ALLA VIGILIA DEL LORO INGRESSO NELLA UE

Il 1° maggio 2004 dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo entreranno nell'Unione europea. Oltre a distinguersi per il numero di nuovi paesi (il più elevato nella storia dell'Unione), la prossima tornata di adesioni appare degna di nota anche per il fatto che la maggioranza dei futuri nuovi Stati membri è da tempo impegnata in un processo di transizione dall'economia pianificata all'economia di mercato, che ha implicato trasformazioni fondamentali tanto a livello istituzionale che strutturale. I nuovi Stati membri parteciperanno all'Unione economica e monetaria (UEM) in qualità di "paesi con deroga". Pertanto, pur non adottando ancora l'euro, essi si sono impegnati ad aderire alla moneta unica in una fase successiva dopo aver soddisfatto i criteri di convergenza definiti nel Trattato.

Quest'articolo prende in esame alcune delle principali caratteristiche macroeconomiche e strutturali di queste economie, alla vigilia del loro ingresso nella UE. Dopo aver passato in rassegna alcuni indicatori economici fondamentali ed esaminato l'evoluzione economica recente nei paesi aderenti, l'articolo si concentra in maggior dettaglio su alcuni indicatori che illustrano le loro interrelazioni economiche con gli attuali quindici Stati membri della UE.

INTRODUZIONE

L'ampliamento cui si prepara l'Unione europea è il più significativo della sua storia, sia per il numero di paesi interessati, sia per la loro diversità. I dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che aderiranno all'Unione il 1° maggio 2004 sono Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. La portata dell'evento dipende essenzialmente dall'elevato numero di paesi interessati, mentre la diversità in termini economici è principalmente dovuta al fatto che tutti i futuri nuovi Stati membri, con la sola eccezione dei due paesi mediterranei, sono impegnati da quindici anni in un processo di transizione dall'economia pianificata all'economia di mercato, durante il quale hanno dovuto dotarsi di nuovi assetti istituzionali e giuridici, aprirsi al commercio e ai flussi di capitali internazionali e riorganizzare le loro strutture produttive. Tale processo ha inoltre indotto un rafforzamento del settore bancario e la creazione di mercati finanziari, promuovendo nel contempo il riorientamento del commercio estero di tali paesi, soprattutto verso i paesi della UE, e mettendoli nelle condizioni di attrarre cospicui investimenti diretti esteri. Alla vigilia della loro adesione alla UE, i paesi aderenti si trovano in una fase avanzata del processo di transizione. L'imminente ampliamento della UE fornisce l'occasione per esaminare gli andamenti recenti

delle loro economie e le loro principali caratteristiche strutturali.

I DATI FONDAMENTALI

I dieci nuovi paesi membri hanno una popolazione complessiva di 75 milioni di persone, pari a circa un quinto della popolazione della UE nella sua attuale composizione. I dati demografici evidenziano una forte dispersione fra paesi: la Polonia rappresenta oltre la metà della popolazione totale, seguita da Ungheria e Repubblica Ceca, con circa dieci milioni di abitanti l'una, mentre gli altri paesi hanno una popolazione di circa cinque milioni di abitanti e i paesi mediterranei non raggiungono il milione di abitanti. La maggioranza dei nuovi Stati membri ha quindi dimensioni relativamente modeste rispetto ai paesi attualmente facenti parte della UE.

Il peso economico dei futuri Stati membri nell'Unione allargata a 25 membri (UE-25) sarà molto inferiore alla loro quota nella popolazione totale, pari all'incirca al 5 per cento. Insieme, questi paesi hanno un PIL nominale di circa 440 miliardi di euro, contro i quasi 9.200 miliardi dell'Unione a 15 (UE-15). Tale asimmetria è il risultato del persistere di un divario, ancora relativamente ampio, fra i livelli di reddito pro capite degli Stati membri attuali e di quelli futuri (i differenziali di reddito pro capite e le

Tavola I Popolazione e PIL nominale dei nuovi paesi membri (2002)

Popolazione (milioni)		PIL nominale (miliardi di euro)	
1 Polonia	38,6	1 Polonia	200
2 Repubblica Ceca	10,2	2 Repubblica Ceca	78
3 Ungheria	10,2	3 Ungheria	69
4 Slovacchia	5,4	4 Slovacchia	25
5 Lituania	3,5	5 Slovenia	23
6 Lettonia	2,3	6 Lituania	15
7 Slovenia	2,0	7 Cipro	11
8 Estonia	1,4	8 Lettonia	9
9 Cipro	0,7	9 Estonia	7
10 Malta	0,4	10 Malta	4
AC-10	74,7	AC-10	441
UE-15	381,7	UE-15	9.170
Rapporto AC-10 UE-15 (in percentuale)	20	Rapporto AC-10 UE-15 (in percentuale)	5

Fonti: Commissione europea ed Eurostat.

implicazioni per la dinamica della crescita sono affrontati in più dettaglio nella sezione 3).

2 GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI RECENTI

Negli anni recenti l'andamento macroeconomico dei paesi aderenti è stato, nel complesso, favorevole, e il 2003 non ha fatto eccezione. Nel loro insieme i paesi sono cresciuti a tassi sostenuti nonostante il difficile contesto internazionale, riuscendo nel contempo a tenere sotto controllo l'inflazione. Progressi sono stati compiuti sia nel processo di riduzione dei divari di reddito sia in quello del contenimento della dinamica dei prezzi al consumo, ovvero nella convergenza reale e nominale. Allo stato attuale, restano due principali punti deboli, collegati ai disavanzi di bilancio e delle partite correnti, che appaiono ancora elevati o in crescita in diversi paesi.

Passando a un esame più dettagliato, gli anni recenti sono stati caratterizzati da un significativo processo di contenimento dell'inflazione nella maggior parte dei paesi aderenti. Nel 2003 la media ponderata dei prezzi al consumo dei paesi nel loro insieme è scesa al 2,0 per cento, dal 2,7 nel 2002 e dal 5,7 nel 2001 (cfr. tavola 2). La riduzione dell'inflazione, tuttavia, è proceduta in modo disomogeneo nel tempo e fra paesi. Inoltre,

benché gli attuali bassi tassi di inflazione nella regione siano certamente riconducibili ad assetti di politica economica chiaramente incentrati sulla lotta all'inflazione, non va sottovalutato il contributo di altri fattori, forse solo temporanei, quali la dinamica dei prezzi dei prodotti alimentari, dei cambi e dell'attività economica.

Nel 2003 la metà circa dei paesi aderenti aveva tassi di inflazione inferiori alla media UE; di recente, alcuni paesi (fra cui Repubblica Ceca, Lituania e Polonia) hanno addirittura registrato tassi prossimi allo zero o negativi. D'altra parte, in diversi paesi l'inflazione è ancora elevata: nel 2003 la crescita dei prezzi si è collocata tra il 4,6 e l'8,5 per cento in Ungheria, Slovenia e Slovacchia. In particolare, in quest'ultimo paese l'aumento di alcuni prezzi amministrati ha indotto un incremento dell'inflazione complessiva di ben 5 punti percentuali. In generale, il proseguimento del processo di liberalizzazione dei prezzi verso livelli compatibili con l'economia di mercato continuerà presumibilmente a produrre pressioni al rialzo sui livelli dei prezzi in diversi paesi, a cui si aggiungerà l'effetto della convergenza strutturale dei prezzi associata al processo di convergenza dei livelli di reddito (il cosiddetto effetto Balassa-Samuelson). Un rialzo dei tassi di inflazione nel medio termine resta pertanto una chiara possibilità per tali paesi, e il contenimento della dinamica dei prezzi al

Tavola 2 Indicatori macroeconomici scelti nei nuovi paesi membri

	Inflazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (variazioni annue percentuali)			Pil reale (variazioni annue percentuali)			Bilancio pubblico (in percentuale del PIL)			Saldo delle partite correnti (in percentuale del PIL)		
	2001	2002	2003 ¹⁾	2001	2002	2003 ¹⁾	2001	2002	2003 ¹⁾	2001	2002	2003 ¹⁾
Cipro	2,0	2,8	4,0	4,0	2,0	2,0	-3,0	-3,5	-5,4	-4,3	-5,3	-4,4
Rpubblica Ceca	4,5	1,4	-0,1	3,1	2,0	2,2	-5,0	-6,7	-7,6	-5,4	-6,0	-6,6
Estonia	5,6	3,6	1,4	6,5	6,0	4,4	0,2	1,3	0,4	-6,0	-12,2	-15,2
Ungheria	9,1	5,2	4,7	3,8	3,5	2,9	-4,1	-9,2	-4,8	-3,4	-4,0	-6,2
Lettonia	2,5	2,0	2,9	7,9	6,1	6,0	-1,6	-3,0	-2,9	-9,6	-7,6	-8,6
Lituania	1,3	0,4	-1,0	6,5	6,8	6,6	-1,9	-1,7	-2,4	-4,8	-5,3	-5,7
Malta ²⁾	2,9	2,2	1,6	-1,2	1,7	0,8	-7,0	-6,2	-7,4	-4,4	-1,3	-6,6
Polonia	5,3	1,9	0,7	1,0	1,3	3,3	-3,5	-3,8	-4,1	-2,9	-2,6	-2,9
Slovacchia	7,0	3,3	8,8	3,8	4,4	3,8	-5,4	-7,2	-5,0	-8,4	-8,0	-3,8
Slovenia	8,6	7,5	5,7	2,9	2,9	2,1	-2,5	-2,4	-2,0	0,2	1,4	0,5
Media ponderata UE-15	5,7	2,7	2,0	2,5	2,4	3,1	-3,8	-5,1	-4,7	-3,9	-3,9	-4,4
UE-15	2,2	2,1	2,0	1,7	1,1	0,8	-0,9	-1,9	-2,7	0,3	1,0	0,5

Fonti: Eurostat, Commissione europea e Programmi economici di preadesione (PEPs).

Nota: gli aggregati sono ponderati con il PIL nominale del 2002.

1) Dati stimati.

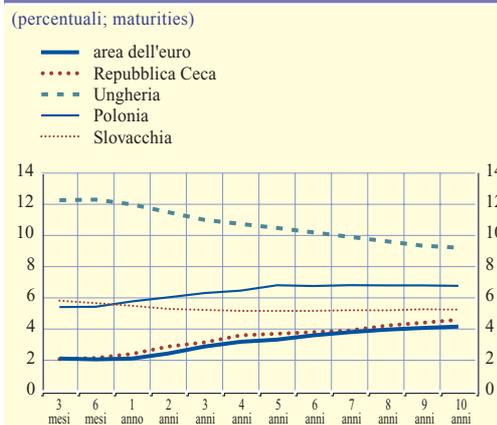
2) I dati si riferiscono all'indice non armonizzato. Le stime per il 2003 sono tratte dai Programmi economici di preadesione (PEPs) di Malta.

consumo nonché il radicamento di un contesto di bassa inflazione continuerà a rappresentare una sfida.

I tassi di interesse ufficiali sono scesi in linea con i progressi compiuti nel contenimento della dinamica dei prezzi al consumo e con il recente miglioramento delle prospettive di inflazione. Ciò ha consentito una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine nella regione nel suo insieme. Nondimeno, i tassi ufficiali si mantengono su livelli superiori a quelli dell'area dell'euro in quasi tutti i paesi aderenti e, dalla metà del 2003, la tendenza al ribasso si è per lo più interrotta; l'Ungheria ha addirittura compiuto una significativa inversione di tendenza, ritoccano al rialzo i tassi in modo sostanziale dal giugno 2003. Mentre i tassi di interesse della Repubblica Ceca hanno seguito da vicino i movimenti di quelli dell'area dell'euro lungo tutta la curva dei rendimenti, negli altri paesi aderenti le cose sono andate diversamente (cfr. figura 1). Il profilo della curva dei rendimenti in Ungheria e, in misura inferiore, in Slovacchia, è attualmente invertito, a riflesso di un orientamento di politica monetaria più restrittivo nel segmento a breve, ma di attese di bassa inflazione nel lungo termine.

I tassi di cambio hanno seguito andamenti molto diversi nella regione. Nei paesi in cui vige un regime del cambio a fluttuazione controllata o con ancoraggio a una valuta di riferimento, i tassi di cambio nominali rispetto all'euro sono rimasti stabili. Al contrario, le oscillazioni sono state significative nei paesi con regimi più flessibili. Nel 2003 lo zloty polacco ha manifestato una considerevole volatilità, deprezzandosi del 14,5 per cento rispetto all'euro; il fiorino ungherese

Figura 1 Curva dei rendimenti in alcuni paesi aderenti nel gennaio 2004



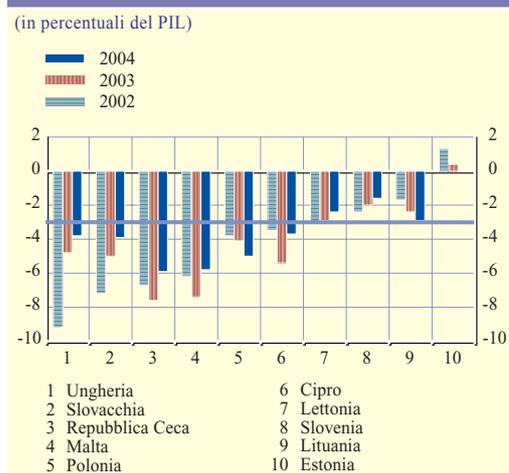
Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

ha subito forti pressioni – in parte probabilmente riconducibili a timori circa le prospettive di inflazione e di risanamento dei conti pubblici – deprezzandosi del 10 per cento rispetto alla moneta unica.

Il 2003 è stato caratterizzato da una certa tenuta della crescita del PIL in termini reali, pari al 3,1 per cento per l'insieme dei paesi aderenti. Si tratta di un ritmo di espansione relativamente rapido, soprattutto se raffrontato al difficile quadro globale e alla bassa crescita della UE (pari allo 0,8 per cento nel 2003). Un altro fattore degno di nota riguarda la composizione della crescita: in molti paesi aderenti il 2003 è stato caratterizzato da un aumento del contributo alla crescita dei consumi delle famiglie e della spesa pubblica, a fronte di un minor ruolo degli investimenti fissi lordi e, soprattutto, delle esportazioni nette.

Per quanto attiene alla politica fiscale, l'andamento dei conti pubblici negli anni recenti è stato debole in diversi paesi aderenti. Nel 2003 il disavanzo di bilancio complessivo nei paesi presi nel loro insieme è rimasto sostanzialmente invariato, pari al 5 per cento circa del PIL; pertanto, nonostante l'accelerazione della crescita, la tendenza all'ampliamento osservata nei due anni precedenti, con il rapporto disavanzo/PIL

Figura 3 Bilancio pubblico ufficiale

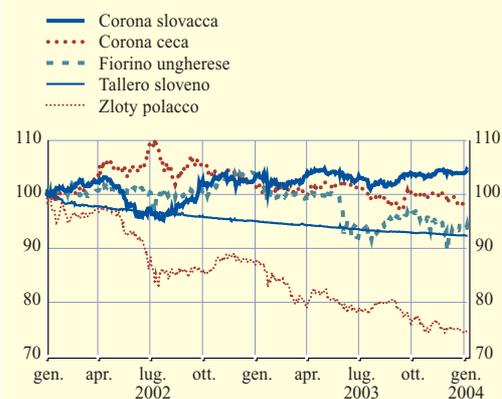


Fonte: Programmi economici di preadesione del 2003.
Nota: i dati del 2002 indicano i risultati, quelli del 2003 e 2004 si riferiscono agli obiettivi. Ordinati per dati del 2002. Per il 2004 le autorità estoni hanno programmato un bilancio in pareggio. La linea orizzontale indica un livello del deficit del 3 per cento del PIL.

salito al 3,8 e al 5,2 per cento rispettivamente nel 2001 e nel 2002, non è stata invertita. Nella maggior parte dei paesi aderenti, inoltre, i disavanzi di bilancio correnti sembrano essere di natura soprattutto strutturale, a fronte di stabilizzatori automatici di dimensioni modeste. Per il consolidamento della finanza pubblica, pertanto, sarà necessario riformare ulteriormente, in modo sostenibile e lungimirante, la spesa pubblica e la struttura delle entrate. A livello individuale, i paesi che nel 2003 hanno registrato gli squilibri fiscali più significativi sono la Repubblica Ceca, l'Ungheria, Malta e la Slovacchia, con un disavanzo pubblico pari a una media ponderata del 6,6 per cento del PIL. Secondo i programmi economici di preadesione (PEPs) del 2003, la maggioranza dei paesi aderenti ha anche rilassato la propria strategia di medio periodo rispetto ai programmi dell'anno precedente, di fatto posponendo ulteriormente la necessaria azione di risanamento dei conti pubblici. Di conseguenza, il livello del debito pubblico sta aumentando in diversi paesi aderenti, anche se la media relativa al gruppo è notevolmente inferiore a quella degli attuali Stati membri. Il rapporto debito/PIL varia dal 5,4 per cento in Estonia, al 66,4 per cento di Malta (cfr.

Figura 2 Tassi di cambio nominali con l'euro

(rialzi = apprezzamenti della valuta nazionale; indice: gennaio 2002 = 100)



Fonte: BCE.

tavola 3). D'altra parte, i disavanzi fiscali di Lettonia, Lituania e Slovenia sono attualmente inferiori al 3 per cento del PIL mentre i conti pubblici dell'Estonia sono in avanzo dal 2001.

I disavanzi delle partite correnti sono aumentati ulteriormente nel 2003 e si ragguagliano al 4,4 per cento del PIL nei dieci paesi nel loro insieme e al 9 per cento negli stati baltici. In prospettiva è probabile che i paesi aderenti continueranno a presentare disavanzi di parte corrente, considerati i più elevati rendimenti offerti sugli investimenti. Se, tuttavia, tali disavanzi diventano così elevati da innescare una dinamica del debito estero sfavorevole, ciò metterà in pericolo la loro sostenibilità nel medio e più lungo termine. Considerate le loro elevate prospettive di crescita, i paesi aderenti attraggono significativi afflussi di capitali. Al riguardo è importante notare che la maggior parte di tali afflussi sembra ancora associata a investimenti orientati a potenziare la produttività, malgrado una recente variazione della composizione a sfavore degli investimenti diretti esteri e a favore di afflussi creatori di debito, compreso il debito pubblico. Negli anni passati, la quasi totalità del disavanzo di parte corrente era coperta da afflussi di investimenti diretti esteri; la loro diminuzione nel 2003 ha creato un significativo divario fra gli importi degli investimenti diretti e i disavanzi complessivi (cfr. figura 4). Ciò è in parte riconducibile al completamento del processo di privatizzazione e al fatto che l'aumento dei disavanzi pubblici ha indotto

Tavola 3 Debito pubblico nel 2003

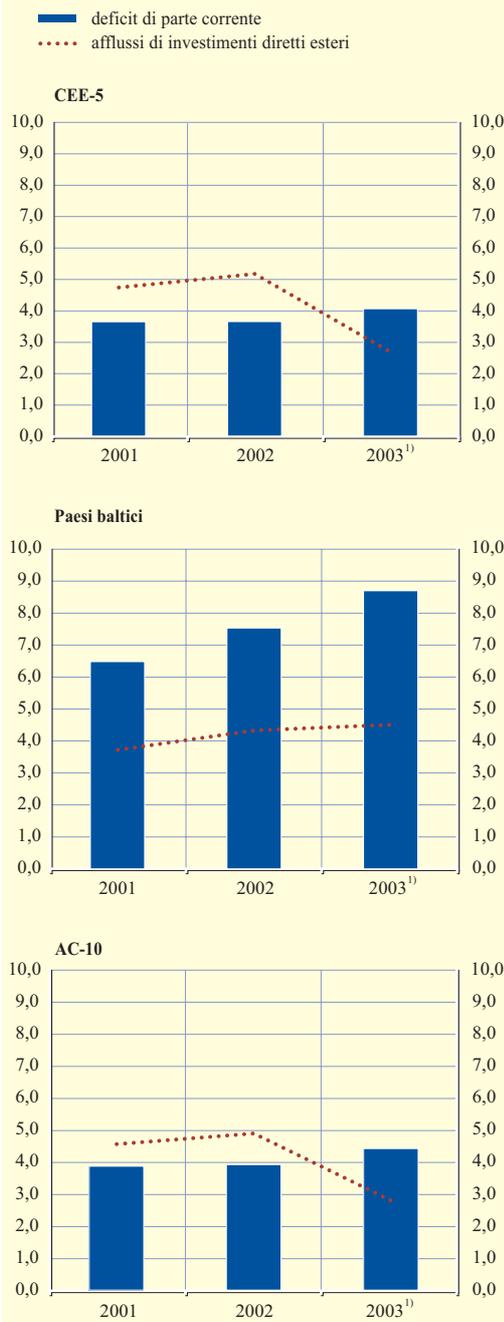
(in percentuale del PIL)

Cipro	60,3
Rpubblica Ceca	30,7
Estonia	5,4
Ungheria	57,9
Lettonia	16,7
Lituania	23,3
Malta	66,4
Polonia	45,1
Slovacchia	45,1
Slovenia	27,4
AC-10	42,4
UE-15	64,1

Fonte: Commissione Europea, previsioni autunno 2003.

Figura 4 Deficit delle partite correnti e afflussi di investimenti diretti esteri

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Commissione europea, Programmi economici di preadesione e FMI.

Nota: i cinque paesi dell'Europa centrale e orientale (CEE-5) sono: Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia, Slovacchia e Slovenia; i Paesi baltici sono: Estonia, Lettonia e Lituania. I dati sono ponderati con il PIL nominale del 2002.

1) Proiezioni.

un aumento dell'emissione di obbligazioni, per lo più acquistate da investitori esteri.

3 LE CARATTERISTICHE STRUTTURALI DELLE ECONOMIE DEI PAESI ADERENTI

Questa sezione presenta alcune delle principali caratteristiche strutturali delle economie dei paesi aderenti al fine di illustrarne meglio le condizioni alla vigilia dell'adesione alla UE. L'analisi interessa principalmente la struttura settoriale, le principali caratteristiche della dinamica economica, i mercati dei beni e del lavoro, il profilo degli scambi commerciali, la competitività estera e lo sviluppo del settore finanziario.

LA STRUTTURA DEI MACROSETTORI

Il processo di transizione ha indotto una sostanziale evoluzione strutturale nelle economie dei paesi aderenti dell'Europa centrale e orientale, favorendone l'avvicinamento a quelle della UE; per i due paesi che non provengono dall'esperienza della transizione (Cipro e Malta) il cambiamento è stato meno pronunciato. Nel complesso, le dimensioni economiche dei tre macrosettori – l'agricol-

tura, l'industria e i servizi – e le rispettive quote nell'occupazione totale hanno registrato una graduale convergenza verso le medie della UE, senza tuttavia allinearvisi completamente: nel 2002 l'agricoltura e l'industria dei paesi aderenti rappresentavano una percentuale del PIL ancora superiore a quella della UE, mentre il settore dei servizi aveva dimensioni più modeste (cfr. tavola 4). Le differenze settoriali rispetto alla UE tendono a essere più pronunciate in termini di distribuzione dell'occupazione fra i tre macrosettori e presentano una forte variabilità fra paesi in termini di quote sul PIL e di distribuzione dell'occupazione. In particolare, mentre la Lettonia e la Lituania hanno un settore agricolo significativamente più grande della media UE, sia in termini di PIL che di quota nell'occupazione totale, in Polonia l'agricoltura rappresenta una quota dell'occupazione oltre sei volte la media UE, ma ha una dimensione economica in linea con quella europea, a indicazione di un significativo divario di produttività. Considerata la struttura anagrafica della comunità agricola nei paesi aderenti – e il fatto che molti agricoltori si avvicinano al pensionamento – è probabile che in questi paesi il settore agricolo registri una rapida riduzione dell'occupazione

Tavola 4 Dimensione economica e distribuzione dell'occupazione nei settori (2002)

	Dimensione economica (in percentuale del PIL)			Distribuzione dell'occupazione (in percentuale del totale)		
	Agricoltura	Industria e costruzioni	Servizi	Agricoltura	Industria e costruzioni	Servizi
Cipro	4,1	20,3	75,6	5,1	23,4	71,4
Rpubblica Ceca	3,2	37,3	59,5	4,8	40,0	55,3
Estonia	5,4	29,3	65,3	6,9	31,2	62,0
Ungheria	3,7	30,7	65,6	6,2	34,1	59,7
Lettonia	4,7	24,7	70,6	15,1	24,4	60,5
Lituania	7,1	30,5	62,4	17,4	27,4	55,2
Malta	2,8	28,1	69,1	2,0	31,7	66,3
Polonia	3,1	30,3	66,5	26,3	26,2	47,5
Slovacchia	4,4	31,1	64,5	6,2	38,5	55,3
Slovenia	3,3	36,0	60,7	11,0	37,0	52,0
AC-10	3,5	31,6	64,9	15,8	31,2	53,0
Grecia	7,0	22,3	70,8	15,3	24,2	60,4
Portogallo	3,5	28,0	68,5	12,0	34,0	54,0
Spagna	3,2	28,5	68,2	5,9	29,4	64,7
UE-15	2,0	27,0	71,0	3,9	28,2	67,8

Fonti: Commissione europea ed Eurostat.

negli anni a venire. La Repubblica Ceca e la Slovenia, infine, hanno un settore industriale considerevolmente più grande della media UE, a fronte di un settore dei servizi di dimensioni significativamente più modeste.

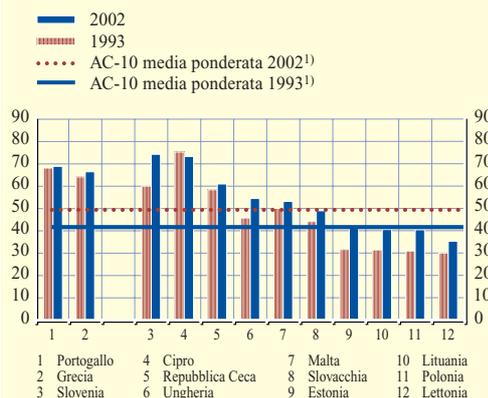
LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE DELLA DINAMICA ECONOMICA

Negli ultimi quindici anni (ovvero da quando è iniziato il processo di transizione), la crescita economica della maggior parte dei paesi aderenti ha avuto un andamento abbastanza diverso da quello della UE. Dopo le recessioni all'inizio del periodo di trasformazione, nei primi anni novanta, la maggioranza delle economie dei paesi aderenti è cresciuta più rapidamente della UE, registrando spesso fluttuazioni cicliche molto più brusche rispetto agli Stati membri e subendo diversi shock idiosincrasici, fra cui gli episodi di stabilizzazione associati a periodi di crescita lenta o negativa del PIL (cfr. riquadro).

Nel periodo 1996-2002 la crescita del PIL dei paesi aderenti è stata pari, in media, al 3,6 per cento, contro il 2,3 per cento nella UE. All'interno del gruppo, la Repubblica Ceca costituisce un caso anomalo, con una crescita del PIL in termini reali del solo 1,6 per cento, riconducibile alla crisi di stabilizzazione del 1997-99. L'aumento dei tassi di crescita nei paesi aderenti si spiega principalmente con i loro progressi in termini di stabilità macroeconomica e, nella seconda metà degli anni novanta, con la correzione dei livelli di attività molto bassi associati alla recessione verificatasi all'inizio del periodo di transizione. Come indicato nella figura 5, il PIL pro capite dei paesi aderenti nel loro insieme, espresso in termini di parità di potere d'acquisto (PPA), è salito dal 42 al 49 per cento della media UE fra il 1993 e il 2002. Tale dato nasconde considerevoli differenze fra paesi, con i livelli del 2002 che oscillano fra il 35 per cento della Lettonia e il 74 per cento di Cipro e della Slovenia. Mentre alcuni paesi non hanno recuperato il ritardo rispetto alla media UE, o lo hanno fatto in misura solo marginale, altri (in particolare Polonia, Lituania, Estonia, Ungheria e Slovenia) hanno compiuto considerevoli progressi. Considerate tali differenze nei livelli di reddito pro capite,

Figura 5 PIL pro capite in termini di parità di potere d'acquisto

(in percentuale della media europea)



Fonte: Commissione europea.
1) Media ponderata con il PIL nel 2002.

la chiusura del divario rispetto alla UE potrà richiedere tempi significativamente diversi a seconda dei paesi. Inoltre, come indica l'evidenza storica all'interno e all'esterno della UE, l'esito del processo di convergenza dipende dalla solidità delle politiche economiche e da una serie di altri fattori che influiscono sulla crescita. Nell'ipotesi che la crescita tendenziale del PIL della UE resti intorno a quella potenziale e che i differenziali di crescita dei nuovi paesi membri si collochino sui 2 punti percentuali rispetto alla crescita europea, è possibile che i paesi più avanzati (Cipro e Slovenia) riescano ad allinearsi sulla media UE verso la metà del prossimo decennio. La Repubblica Ceca, invece, conseguirebbe la convergenza del reddito reale negli anni 2020; l'Ungheria, Malta e la Slovacchia fra tre decenni; e i paesi con redditi più bassi verso la metà del secolo. La convergenza verso la posizione relativa di Portogallo e Grecia (i due paesi UE con il più basso livello di PIL pro capite, a circa il 70 per cento della media UE) è già un dato di fatto per Cipro e Slovenia, ma richiederà – in base all'ipotesi di cui sopra – fra i sei e i 35 anni agli altri paesi.

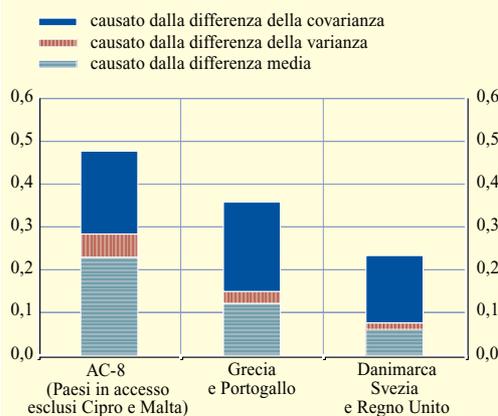
La deviazione standard della crescita del PIL in termini reali dei paesi dell'Europa centrale e orientale è stata pari in media a 2,4 punti percentuali tra il 1996 e il 2003, nettamente superiore

L'INDICE DI DISUGUAGLIANZA DI THEIL

L'indice di disuguaglianza "U" di Theil, introdotto da Henri Theil nel 1967, consente di esprimere le differenze di dinamica economica con un unico indicatore sintetico. Ampiamente utilizzato nella branca dell'economia del benessere che studia la distribuzione del reddito, tale coefficiente è stato di recente applicato anche alle serie storiche, definendo formalmente l'indice di disuguaglianza fra due serie storiche come la loro deviazione logaritmica media scalare¹⁾. Se applicato alla dinamica della crescita dei paesi aderenti, l'indice rivela differenze significative tra questi paesi e i paesi della UE. Ciò è imputabile a differenze nei tassi di crescita medi, a oscillazioni del prodotto più ampie e allo sfasamento ciclico di queste economie.

Differenza della crescita del PIL tra gruppi selezionati di paesi e le cinque più grandi economie dell'area dell'euro¹⁾

(Componenti del coefficiente di disuguaglianza di Theil, 1996-2° trimestre 2003, basato su una percentuale anno su anno)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Aggregato: Germania, Francia, Italia, Spagna e Olanda.

e delle sue componenti fra gli otto paesi aderenti in "transizione" (AC-8) e le cinque maggiori economie dell'area dell'euro, usando dati trimestrali relativi agli anni fra il 1996 e la metà del 2003²⁾. La figura indica che la disuguaglianza è stata in media maggiore per i paesi aderenti che non per la Grecia e il Portogallo da un lato, e la Danimarca, la Svezia e il Regno Unito dall'altro. Va notato che la disuguaglianza riconducibile alla differenza di covarianza è stata di entità analoga nei tre gruppi di paesi, mentre le differenze fra le medie sono state lievemente più pronunciate per i paesi aderenti rispetto alla Grecia e Portogallo. La differenza più importante fra i paesi aderenti e gli altri due gruppi di paesi, tuttavia, attiene alla differenza di varianza, ovvero di volatilità del prodotto. Va tuttavia notato che tale disuguaglianza ha assunto valori divergenti nei diversi paesi aderenti.

Il valore di U si colloca fra zero e l'unità; esso è uguale a zero nel caso di due serie uguali, e aumenta all'aumentare della disuguaglianza. L'indice può essere ulteriormente scomposto in tre componenti, che indicano il contributo relativo delle tre fonti specifiche di disuguaglianza complessiva fra le due serie. Queste comprendono (i) la differenza delle medie delle serie, (ii) la differenza delle rispettive varianze e (iii) l'assenza di sincronia o covarianza fra le serie. Tale scomposizione è particolarmente interessante in quanto indica come la disuguaglianza fra profili di crescita è collegata a tre origini diverse, ovvero una differenza fra le medie (e quindi fra i livelli della crescita tendenziale), le differenze fra varianze (ovvero fra la volatilità del prodotto) e assenza di un trend di covarianza (asincronia ciclica e cambiamento della dinamica della crescita tendenziale). La figura 6 presenta le differenze di dinamica della crescita

1) Cfr. R. Pindyck e D. Rubinfeld (1997), *Econometric models and econometric forecasts*, 4° edizione, pp. 210-211.

2) Cfr. anche R. Süppel (2003), *Comparing economic dynamics in the EU and CEE accession countries*, Working paper della BCE. n. 267.

a quella delle cinque più grandi economie dell'area dell'euro, che hanno registrato deviazioni tra 1,1 e 1,8 punti percentuali. I dati presentano una forte dispersione: la deviazione standard delle cinque economie dell'Europa centrale e orientale è stata, in media, molto inferiore a quella dei paesi baltici. Tale differenza riflette in parte la recessione e la successiva ripresa che hanno seguito la crisi russa del 1998, ma potrebbe anche essere riconducibile alle modeste dimensioni di questi paesi.

Tutto considerato, i profili di crescita dei paesi aderenti appaiono in qualche misura diversi da quelli della UE e ciò potrà costituire una sfida per i responsabili delle politiche economiche. D'altra parte, fattori quali l'ulteriore integrazione commerciale, la specializzazione settoriale e la stabilizzazione macroeconomica, se gestiti in modo corretto, promuoveranno una migliore sincronizzazione con la UE negli anni a venire.

I MERCATI DEL LAVORO E DEI BENI

Nel loro insieme, i paesi aderenti hanno elevati tassi di disoccupazione (pari in media al 13,6 per cento nel 2003). Esistono, tuttavia, forti differenze nazionali, con oscillazioni fra il 3,9 per cento di Cipro e il 19,9 per cento della Polonia. La quota della disoccupazione di lunga durata è sostanziale – in media superiore al 50 per cento della disoccupazione totale nel 2001 – analogamente a quanto succede in diversi paesi della UE (la media UE nel 2001 era del 45 per cento). In alcuni paesi aderenti, la crescita economica non è stata accompagnata da un calo della disoccupazione (o lo è stata solo di recente) e ciò, insieme all'elevata incidenza della disoccupazione di lunga durata, suggerisce come tale fenomeno sia in gran misura strutturale piuttosto che ciclico. La persistenza di elevati tassi di disoccupazione è probabilmente riconducibile alla mancata corrispondenza delle qualifiche richieste e offerte (*skills mismatches*) e a bassi livelli di mobilità interregionale delle forze di lavoro. Di fatto, le regioni a elevata disoccupazione sono molto più frequenti nei paesi aderenti che nella UE.

La mobilità interoccupazionale e la creazione di nuovi posti di lavoro, misurate dal tasso di

turnover del lavoro, sono diminuite significativamente nella maggior parte di paesi aderenti dall'inizio degli anni novanta, quando tale tasso era stato sospinto verso l'alto dall'avvio della transizione. Negli anni più recenti, il *turnover* del lavoro si è collocato per lo più su livelli analoghi a quelli prevalenti nella UE. Ove disponibili, gli altri indicatori di flessibilità di questo mercato, quali la legislazione sulla tutela del posto di lavoro, gettano una luce positiva sui paesi aderenti. Di fatto, la legislazione sul lavoro appare meno rigida di quella della UE.

I paesi aderenti hanno registrato una netta moderazione della crescita dei salari nominali. Tale moderazione è avvenuta parallelamente alla riduzione dei tassi di inflazione, a indicazione di come nella maggior parte di questi paesi la dinamica dei salari nominali reagisca all'andamento dell'inflazione. A oggi, nei paesi aderenti, la necessità di una flessibilità verso il basso dei salari nominali è stata contenuta in virtù del processo di *catching-up* e di livelli di inflazione relativamente elevati fino ad anni recenti solo in alcuni settori dei paesi baltici, che hanno risentito in modo particolarmente grave dalla crisi russa, i salari hanno teso a flettersi verso il basso. Di recente, tuttavia, anche in risposta a considerevoli sperequazioni fra i salari dei settori pubblico e privato, alcuni paesi aderenti hanno riconosciuto significativi incrementi *una tantum* ai lavoratori del settore pubblico, che potrebbero avere effetti di imitazione per il settore privato e aumentare la domanda salariale complessiva. Inoltre, è possibile che in diversi paesi aderenti insorgano pressioni salariali risultanti dalla regolamentazione sul salario minimo e dalle correzioni al rialzo dei prezzi amministrati. Come osservato di recente in alcuni paesi, forti rialzi dei salari minimi possono facilmente trasmettersi ai salari più elevati, influenzando con ritardo sulla crescita salariale complessiva.

I contratti salariali hanno generalmente una durata relativamente breve nei paesi aderenti. Gli assetti per la contrattazione salariale e il ruolo dei sindacati in questo ambito variano da un paese all'altro. Nei casi in cui esiste la contrattazione collettiva, essa avviene per lo più a livello

aziendale. Fatta eccezione della Slovacchia e di Cipro – dove la negoziazione salariale si svolge prevalentemente a livello settoriale – e della Slovenia – dove prevale la centralizzazione – il processo di contrattazione nei paesi aderenti è fortemente decentrato.

Le rigidità nominali sono una potenziale fonte di problemi non solo per i mercati del lavoro, ma anche per quelli dei beni. In genere, la flessibilità dei prezzi nominali è collegata al grado di regolamentazione e i paesi aderenti sono stati abbastanza rapidi nel deregolamentare i mercati dei beni, anche grazie all'impulso offerto dalla necessità di adottare l'*acquis* del mercato unico. La liberalizzazione dei prezzi ha interessato praticamente tutti i beni diversi anni fa, senza tuttavia intaccare i prezzi dell'acqua, dell'elettricità, del riscaldamento e dei servizi di pubblica utilità, che sono rimasti, nella maggior parte dei casi, regolamentati. Quindi, in alcuni paesi i prezzi amministrati incidono in misura ancora relativamente elevata sul paniere dei consumi. Secondo il rapporto sulla transizione della BERS, nel 2003 i prezzi amministrati rappresentavano in media circa il 16 per cento del paniere dei consumi dei paesi dell'Europa centrale e orientale, con considerevoli variazioni a livello nazionale. Sempre secondo tale rapporto, diversi paesi hanno incontrato difficoltà a riportare i prezzi dei servizi di pubblica utilità verso livelli che assicurino una completa copertura dei costi.

Secondo la valutazione della BERS, la politica della concorrenza nei paesi aderenti è caratterizzata da "interventi delle autorità miranti a ridurre gli abusi associati al potere di mercato e a promuovere un contesto concorrenziale, anche attraverso la frammentazione di grossi conglomerati e la sostanziale riduzione delle barriere di ingresso". Peraltro, una parte sostanziale di tali barriere sarebbe, sempre secondo la BERS, già stata eliminata. L'elevato grado di apertura che caratterizza la maggior parte dei paesi aderenti suggerisce un livello relativamente elevato di concorrenza nei settori esposti alla concorrenza internazionale.

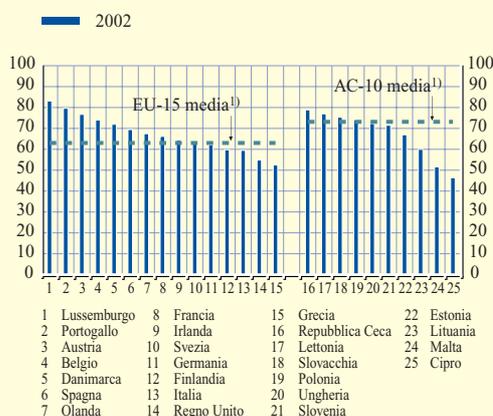
IL GRADO DI APERTURA E IL PROFILO DEGLI SCAMBI

A eccezione della Polonia, tutti paesi aderenti sono piccole economie molto aperte: in media, il grado di apertura per il gruppo di paesi nel suo insieme è pari al 99,3 per cento del PIL, contro il 69 per cento dei paesi UE (media ponderata dei singoli paesi, compreso l'interscambio con l'Unione). I paesi con un maggior grado di apertura sono l'Estonia, Malta e la Slovacchia. Al riguardo, è interessante notare come i paesi con un più elevato grado di apertura non siano quelli in cui il commercio con la UE rappresenta una percentuale più elevata del commercio estero totale (come la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Polonia e la Slovenia), bensì quelli (come l'Estonia e Malta) caratterizzati da un livello lievemente inferiore di integrazione con l'Unione. Per gli stati baltici, il commercio con la Russia riveste ancora un ruolo relativamente più importante, mentre Malta intrattiene significativi rapporti commerciali con l'Asia, riconducibili agli investimenti esteri provenienti da tale regione.

Come indicato nella figura 6, il commercio dei paesi aderenti con gli altri paesi dell'Unione allargata è in media superiore agli scambi con gli attuali Stati membri. Tutti i paesi aderenti, ecce-

Figura 6 Scambi commerciali all'interno dell'Unione allargata

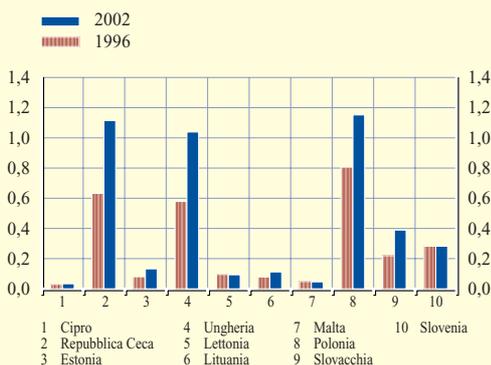
(Commercio con la futura UE 25 in percentuale del commercio totale)



Fonti: FMI, DOTS ed Eurostat per i pesi.
Nota: dati del 1997 invece del 1995 per Belgio e Lussemburgo.
1) I dati sono ponderati con il PIL nominale del 2002.

Figura 7 Quota delle importazioni dell'Unione Europea

(in percentuale del totale delle importazioni dell'UE)



Fonte: FMI.

to Cipro, la Lituania e Malta, si collocano al di sopra della media della UE in questo rispetto.

Anche se nella maggior parte dei casi hanno registrato disavanzi di parte corrente relativamente elevati durante tutto il periodo di transizione, i paesi aderenti sono riusciti ad accrescere la loro posizione nei mercati esteri, come dimostra l'incremento della loro quota nelle esportazioni mondiali totali, dall'1,6 al 2,4 per cento, fra il 1996 e il 2002. L'aumento della quota nelle importazioni della UE suggerisce un quadro altrettanto, o forse più, incoraggiante (cfr. figura 7): fra il 1996 e il 2002 l'incidenza totale dei dieci paesi aderenti sulle importazioni della UE è salita dal 2,8 al 4,4 per cento, a indicazione di una mantenuta competitività esterna. Per mantenere tale posizione, i paesi aderenti dovranno assicurare che la dinamica dei prezzi e dei salari relativi proceda di pari passo con la graduale chiusura del divario di produttività che li separa dalla UE.

L'EVOLUZIONE DEL SETTORE FINANZIARIO

Una caratteristica fondamentale del settore finanziario dei paesi aderenti è la predominanza del settore bancario, a fronte di un ruolo generalmente limitato dei mercati dei capitali nell'intermediazione finanziaria. I paesi aderenti fanno il loro ingresso nella UE con un settore bancario di dimensioni modeste, ma solido e adeguatamente rafforzato. Negli anni recenti, infatti, la solidità

del settore bancario è sostanzialmente migliorata, grazie a considerevoli progressi in termini di capitalizzazione, redditività e qualità degli attivi. Fa eccezione la Polonia, che presenta una minore redditività e una maggiore incidenza dei prestiti in sofferenza (anche riconducibile a differenze di classificazione). Il livello di intermediazione finanziaria resta contenuto nella maggior parte dei paesi aderenti, ma ha cominciato ad aumentare negli anni recenti. La figura 8 raffronta gli attivi totali dei settori bancari dei paesi aderenti in percentuale del PIL nel 2002, al livello prevalente nella UE. Solo Cipro e Malta hanno raggiunto un livello comparabile alla media della UE, riconducibile al fatto che non sono economie in transizione e al ruolo delle banche estere nello sviluppo del loro settore finanziario. Per gli altri paesi aderenti, il livello delle attività del settore bancario rispetto al PIL è considerevolmente inferiore a quello osservato nei paesi UE con il più basso grado di intermediazione finanziaria.

Un esame più approfondito dei segmenti dei mercati finanziari rivela che i mercati dei titoli di Stato sono relativamente liquidi nella Repubblica Ceca, in Ungheria, Polonia e Slovacchia. I mercati delle obbligazioni societarie, invece, sono poco sviluppati e solo la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la Polonia hanno mercati azionari in grado di attrarre anche gli investitori esteri. I paesi con mercati dei cambi liquidi sono solo quattro: la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la

Figura 8 Dimensione del settore bancario (2002)

(patrimoni bancari in percentuale del PIL)



Fonti: FMI e banche centrali nazionali.

Polonia (mercati a pronti e a termine), oltre alla Slovacchia (limitatamente ai mercati a pronti).

Un'ulteriore caratteristica del sistema finanziario dei paesi aderenti è l'importante presenza estera negli assetti patrimoniali. Tale caratteristica si riscontra in tutti i segmenti del mercato, ma è particolarmente forte nel settore bancario. La maggior parte delle attività totali delle banche commerciali è posseduta da entità estere, principalmente della UE, una percentuale significativamente superiore a quella relativa alla proprietà transfrontaliera nell'Unione. I paesi in cui la quota della proprietà estera nelle attività totali è più elevata sono l'Estonia, l'Ungheria, la Lettonia e la Polonia; quelli in cui è più bassa sono Cipro e la Slovenia. La variazione dei livelli di proprietà estera fra i paesi dell'Europa centrale e orientale è riconducibile alle diverse strategie di privatizzazione e rafforzamento del settore bancario. In tutti i paesi aderenti, tuttavia, la presenza di banche di proprietà estera ha svolto un ruolo fondamentale ai fini del miglioramento complessivo della performance del settore bancario. Le società estere, quelle della UE in particolare, svolgono un ruolo significativo anche sui mercati azionari e obbligazionari della maggior parte dei paesi aderenti.

L'evoluzione del settore finanziario ha rafforzato la trasmissione monetaria attraverso i canali del tasso di interesse e del credito nella maggior parte dei paesi aderenti, anche se l'efficacia di tali canali – rispetto a quello del tasso di cambio – resta limitata a causa della scarsa profondità dell'intermediazione finanziaria. La convergenza dei tassi di interesse bancari verso i livelli prevalenti nella UE è stata significativa e i differenziali fra i tassi sui depositi e sui prestiti sono scesi negli anni recenti verso i livelli osservati nei paesi della UE, anche se permangono significative differenze a livello nazionale.

Di recente, il credito al settore privato ha registrato una dinamica estremamente vivace in molti paesi aderenti. Nel 2002, per esempio, i prestiti agli operatori privati sono aumentati del 74 per cento in Ungheria, e del 40 per cento circa in Estonia e Lettonia. Anche se il credito resta contenuto in termini di consistenze, ed è garan-

tito per lo più da ipoteche, tale sviluppo pone crescenti sfide in termini di intermediazione e vigilanza, segnalando la necessità di un riesame della regolamentazione prudenziale e di sorveglianza, in linea con quanto sta già accadendo nella maggior parte dei futuri Stati membri.

4 CONCLUSIONI

I dieci paesi aderenti che si preparano ad entrare nella UE hanno già conseguito importanti risultati economici. Fra essi figurano un'ampia stabilizzazione macroeconomica, i progressi nel contenimento dell'inflazione e il continuo e considerevole miglioramento dei loro fondamentali economici e delle politiche strutturali.

La struttura economica dei paesi aderenti è diventata più simile a quella degli attuali Stati membri, il loro grado di apertura è elevato e la loro integrazione commerciale e finanziaria con la UE appare significativa nella maggior parte dei casi. Progressi sono stati compiuti anche nel settore della stabilità finanziaria. La prospettiva dell'ingresso nella UE è servita ad ancorare gli sforzi di cambiamento in questo settore ben prima dell'adesione effettiva. Tuttavia, i paesi presentano condizioni nominali, reali e strutturali significativamente diverse, in particolare per quanto concerne le caratteristiche del mercato del lavoro, la convergenza dei tassi di interesse, la posizione patrimoniale sull'estero e la finanza pubblica. Il grado di integrazione varia considerevolmente da paese a paese e i livelli di reddito pro capite restano bassi rispetto alla media della UE, evidenziando l'importanza delle politiche volte ad accrescere il tasso di crescita potenziale dei paesi aderenti.

L'ingresso nella UE rappresenta una pietra miliare nella storia dei paesi aderenti, ma non concluderà il processo di transizione, né eliminerà l'esigenza di proseguire con le riforme. Le politiche macroeconomiche dei paesi aderenti dovranno essere orientate non solo a preservare i risultati conseguiti durante il processo di convergenza, ma anche a risolvere le difficoltà prodotte principalmente da squilibri esterni e di bilancio.

ANDAMENTI DEI BILANCI DEL SETTORE PRIVATO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Questo articolo pone a confronto, partendo dalla metà degli anni novanta, i principali andamenti del risparmio, degli investimenti e delle fonti di finanziamento – nonché le tendenze del debito e della ricchezza finanziaria che derivano da tali andamenti – delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Per quanto possibile, esso tiene conto delle differenze metodologiche che influiscono sul raffronto.

Durante la seconda metà degli anni novanta, le società non finanziarie di entrambe le aree economiche hanno accresciuto sensibilmente i propri investimenti reali e finanziari in percentuale del PIL, mentre hanno teso a ridurre il tasso di risparmio. Poiché una parte notevole degli investimenti è stata finanziata con un maggiore ricorso all'indebitamento, l'incidenza del debito societario sul PIL è aumentata. A partire dalla fine del forte rialzo dei mercati azionari nel 2000, e durante la successiva fase di debole crescita economica, le società non finanziarie hanno compiuto dei progressi nel contenere l'aumento dell'indebitamento. In tale periodo, il rapporto debito/PIL di tali società è stato sostanzialmente analogo negli Stati Uniti e nell'area dell'euro qualora si tenga conto delle differenze metodologiche nella compilazione e contabilizzazione dei dati.

Anche il tasso di risparmio delle famiglie – che pur si è mantenuto su livelli notevolmente diversi nelle due aree – è andato diminuendo in entrambe durante la seconda metà degli anni novanta, in un contesto di rafforzamento della crescita economica, di attese di incremento sostenuto dei redditi personali e di calo della disoccupazione. Inoltre, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti la vigorosa espansione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni osservata a partire dalla seconda metà degli anni novanta ha sospinto verso l'alto il rapporto debito/reddito delle famiglie. Dopo il 2001, il risparmio ha subito un'inversione di tendenza sullo sfondo di una congiuntura negativa. Nell'intero periodo in esame, il saggio di risparmio delle famiglie è stato notevolmente più elevato nell'area dell'euro che negli Stati Uniti: ciò potrebbe essere riconducibile alle più ottimistiche attese di crescita del reddito da parte delle famiglie statunitensi. In linea con tale andamento, negli Stati Uniti l'incidenza del debito sul reddito delle famiglie è aumentata in misura maggiore e si è collocata su livelli sensibilmente più elevati.

I INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, l'aumento dell'indebitamento dei settori privati non finanziari (vale a dire delle società non finanziarie e delle famiglie) nei principali paesi industriali ha attirato l'attenzione sulla struttura dei bilanci di tali settori. Gli andamenti dei prezzi delle attività (in particolare di azioni e abitazioni) hanno influito notevolmente non solo sulle decisioni di investimento ma anche sull'indebitamento delle società non finanziarie e delle famiglie. In tale contesto, questo articolo analizza gli andamenti del risparmio, degli investimenti e delle fonti di finanziamento del settore privato e raffronta i connessi andamenti dei bilanci delle società non finanziarie e delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il raffronto riguarda il periodo 1995-2002, per il quale sono disponibili dati sui

conti finanziari annuali nell'area dell'euro. La sezione 2 pone a confronto gli andamenti delle società non finanziarie, mentre la sezione 3 è dedicata alle famiglie. Un riquadro illustra alcune delle principali differenze metodologiche fra i conti nazionali e finanziari dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti e spiega come se ne è tenuto conto in questo articolo. La sezione 4 espone le conclusioni.

2 I BILANCI DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Per quanto attiene agli andamenti degli utili delle società non finanziarie, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti il periodo 1995-2002 può essere grosso modo suddiviso in due fasi distinte. Mentre fino al 2000 (negli Stati Uniti)

e al 2001 (nell'area dell'euro) il risparmio lordo di tali società (che nella sostanza corrisponde agli utili non distribuiti più gli ammortamenti) è diminuito in percentuale del PIL, anche a causa dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (cfr. tavola 1), nel periodo successivo esso ha registrato un lieve recupero in entrambe le aree economiche grazie agli sforzi tesi a recuperare redditività mediante il contenimento dei costi. Quest'ultimo andamento è stato, tuttavia, più marcato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro.

Al calo del risparmio societario si è accompagnata una crescita degli investimenti non finanziari: fra il 1995 e il 2000, la formazione di capitale fisso lordo delle società non finanziarie di entrambe le aree economiche ha registrato un sensibile aumento. Negli Stati Uniti l'incremento medio annuo (8,7 per cento) è stato superiore a quello dell'area dell'euro (6,2 per cento) fino al 2000, soprattutto per effetto dei maggiori investimenti nei settori della "nuova economia" (vale a dire nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione). Ciò ha concorso, nel tempo, a creare un eccesso di capacità produttiva più significativo negli Stati Uniti che nell'area dell'euro e potrebbe spiegare la maggiore flessione della spesa in capitale fisso da parte delle società non finanziarie

statunitensi rispetto a quelle dell'area dell'euro osservata nel biennio 2001-02.

Per l'effetto congiunto del calo del risparmio lordo e dell'aumento della spesa in capitale fisso (compresa l'acquisizione di licenze UMTS nell'area dell'euro), il saldo finanziario delle società non finanziarie – sostanzialmente la differenza fra il risparmio lordo e gli investimenti fissi lordi in rapporto al PIL – è peggiorata notevolmente in entrambe le aree fra il 1996 e il 2000 (cfr. l'indebitamento netto descritto nella tavola 1). La sua successiva riduzione va ricondotta allo sforzo posto in essere da tali imprese per recuperare redditività e contenere l'espansione del debito, anche mediante un ridimensionamento degli investimenti non finanziari.

Oltre ad accrescere la spesa in capitale fisso, le società non finanziarie di entrambe le aree economiche hanno aumentato in misura considerevole le acquisizioni di attività finanziarie, soprattutto nel periodo compreso fra il 1999 e il 2001. Quest'ultimo andamento è ascrivibile alla marcata attività di fusione e acquisizione (F&A). Nel suddetto periodo gli investimenti finanziari delle società in oggetto hanno raggiunto in media il 10,3 per cento del PIL nell'area dell'euro e il 7,5 per cento negli Stati

Tavola I Risparmio e formazione di capitale delle società non finanziarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in percentuale del PIL)

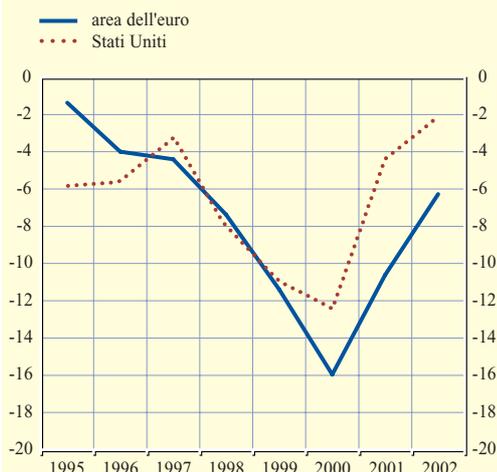
	Area dell'euro				Stati Uniti			
	(1) Risparmio lordo	(2) Altre transazioni nette in conto capitale	(3) Investimento lordo in capitale fisso	(1) + (2) - (3) Indebitamento netto (-) Accreditamento netto (+)	(1) Risparmio lordo	(2) Altre transazioni nette in conto capitale	(3) Investimento lordo in capitale fisso	(1) + (2) - (3) Indebitamento netto (-) Accreditamento netto (+)
1995	9,5	2,9	10,3	2,1	9,9	-0,5	9,9	-0,5
1996	9,3	0,7	10,2	-0,2	10,3	-0,5	10,0	-0,2
1997	9,2	0,6	10,6	-0,8	10,4	-1,0	9,9	-0,4
1998	9,7	0,8	11,2	-0,8	9,6	-0,9	9,9	-1,2
1999	8,9	0,7	11,4	-1,7	9,8	-0,7	10,9	-1,8
2000	8,7	-0,1	12,0	-3,5	9,3	-0,6	11,3	-2,6
2001	8,5	0,8	11,2	-1,9	9,4	0,4	10,5	-0,7
2002	8,9	0,8	10,6	-0,8	10,0	-0,1	9,3	0,6

Fonti: BCE, Eurostat e *US National Income and Product Accounts*.

Nota: eventuali mancate quadrature nei saldi possono derivare da arrotondamenti. Le altre transazioni nette in conto capitale comprendono i trasferimenti di capitale, le variazioni delle scorte e le acquisizioni al netto delle cessioni di valori e di attività non finanziarie non producibili (ad esempio terreni) e licenze di UMTS.

Figura 1 Differenze tra risparmio lordo e investimenti finanziari e non finanziari delle società non finanziarie

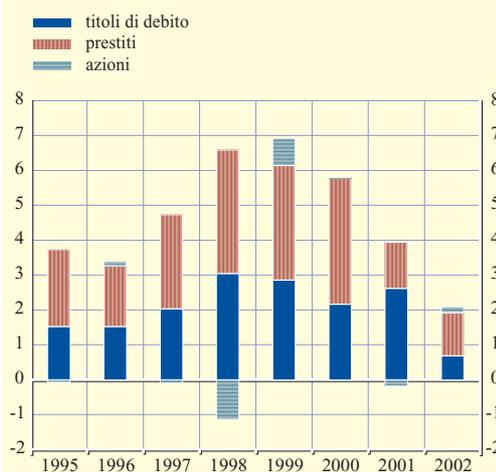
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Eurostat e *US National Income and Product Accounts*.
Nota: i dati relativi agli Stati Uniti sono stati modificati per renderli comparabili con quelli dell'area dell'euro. Per maggiori dettagli si veda il riquadro in questo articolo.

Figura 2 Finanziamento delle società non finanziarie negli Stati Uniti

(in percentuale del PI)



Fonte: *US Flow of Funds Accounts*.

Note: l'emissione di azioni negli Stati Uniti è definita come la somma di azioni societarie emesse da imprese non finanziarie e investimenti diretti in società non finanziarie statunitensi (escludendo le passività inter-societarie di residenti statunitensi nei confronti di non residenti).

Uniti¹⁾. Pur collocandosi a un livello complessivamente superiore negli Stati Uniti, l'attività di F&A è cresciuta più rapidamente nell'area dell'euro, forse per l'intensificata attività transfrontaliera delle imprese dell'area nel periodo in questione.

Fra il 1995 e il 2002, il fabbisogno di fondi delle società non finanziarie ha segnato un aumento più significativo nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Ciò riflette in parte il minore risparmio e i maggiori investimenti finanziari di tali imprese nell'area dell'euro. A titolo di esempio, fino al 2000 la differenza fra il risparmio lordo e l'insieme degli investimenti finanziari e non finanziari (che può essere considerata una misura ampia dello squilibrio finanziario), espressa in percentuale del PIL, ha subito un calo più significativo nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (cfr. figura 1). Il suo successivo recupero è stato lievemente superiore negli Stati Uniti poiché in tale paese la ripresa degli utili e la flessione degli investimenti non finanziari sono state più accentuate che nell'area dell'euro.

Nel periodo in esame, la differenza principale fra le due aree in termini di fonti di finanziamento delle società non finanziarie ha riguardato l'emissione di titoli azionari. Una peculiarità del finanziamento alle imprese negli Stati Uniti durante la seconda metà degli anni novanta è rappresentata dall'emissione azionaria complessivamente di segno negativo, riconducibile sia ai consistenti ritiri di azioni da parte delle società non finanziarie statunitensi, connessi alle attività di fusione e acquisizione, sia agli ingenti programmi di riacquisto di azioni proprie (cfr. figura 2)²⁾. Questi ultimi possono ricondursi alla

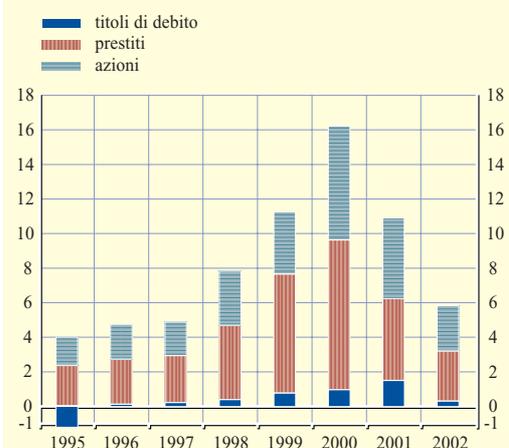
- 1) Il volume più elevato di investimenti finanziari da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro in percentuale del PIL potrebbe essere riconducibile anche al diverso trattamento contabile delle fusioni e delle acquisizioni nei conti finanziari. In particolare, le fusioni transnazionali (ad esempio fra entità di paesi diversi all'interno dell'area dell'euro) non determinano generalmente la registrazione dei ritiri di azioni (vale a dire delle azioni ritirate a seguito di una fusione completa), mentre quelle fra entità di uno stesso paese (ad esempio gli Stati Uniti) avvengono con questa modalità.
- 2) Per "riacquisto di azioni proprie" si intende l'acquisto - da parte di una società - delle proprie azioni sul mercato azionario. Il "ritiro di azioni" è invece definito come il ritiro legale di azioni a seguito di una fusione, come avviene normalmente negli Stati Uniti dopo una fusione completa. Cfr. *The U.S. Flow of Funds Accounts and Their Uses* pubblicato nel numero di luglio 2001 del Federal Reserve Bulletin.

volontà delle società statunitensi di accrescere le proprie quotazioni azionarie al fine di ridurre il rischio di essere acquisite. Inoltre, grazie all'effetto generalmente positivo sulle quotazioni, tali programmi hanno reso più appetibile l'utilizzo di opzioni su azioni (stock options) come forma di retribuzione per gli amministratori. Un'ulteriore motivazione potrebbe essere di natura fiscale, in quanto alle plusvalenze realizzate mediante il riacquisto di azioni proprie si applica di norma un'aliquota impositiva inferiore a quella prevista per i dividendi³⁾.

Per contro, e in parte per l'effetto delle differenti normative, nell'area dell'euro i ritiri di azioni e i programmi di riacquisto di azioni proprie non hanno svolto un ruolo significativo⁴⁾. Di conseguenza, le emissioni azionarie sono rimaste, nell'insieme, una importante fonte di finanziamento per le società non finanziarie, in linea con i rialzi dei corsi azionari osservati fino al 2000 e con i cospicui scambi di azioni effettuate nel contesto delle attività di F&A. Nel biennio 2001-02 le suddette emissioni si sono mantenute di segno positivo, ma a livelli inferiori a causa del calo dei corsi azionari e del conseguente aumento del costo del capitale di rischio.

Figura 3 Finanziamento delle società non finanziarie nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: i fondi pensione, che rappresentano una passività per le imprese non finanziarie dell'area dell'euro, non sono evidenziate in quanto i flussi corrispondenti costituiscono una frazione trascurabile in termini di PIL.

Nell'area dell'euro, la crescita dei debiti finanziari ha tratto sostegno dalla tendenza calante dei tassi d'interesse durante il periodo in esame. Fra il 1995 e il 2002 gran parte del finanziamento con debito delle società non finanziarie dell'area è avvenuto sotto forma di prestiti (cfr. figura 3)⁵⁾. Nonostante il notevole sviluppo del mercato delle obbligazioni societarie seguito all'introduzione dell'euro, in un contesto di vivace attività di fusione e acquisizione, la quota di tali obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle società non finanziarie dell'area dell'euro è rimasta contenuta. Negli Stati Uniti, il contributo relativo di prestiti e titoli di debito al totale dei debiti finanziari nel periodo in esame è stato più equilibrato e pari rispettivamente al 54 e 46 per cento (cfr. figura 2).

Complessivamente, se si tiene conto sia dell'evoluzione dei flussi di finanziamento sia degli effetti di valutazione, nel 2002 nell'area dell'euro la quota dei prestiti sul totale delle passività in essere era scesa lievemente (al 38 per cento) rispetto al 1995, mentre quella delle azioni aveva registrato un leggero incremento (al 55 per cento). Nello stesso anno l'incidenza dei titoli di debito (4 per cento) risultava sostanzialmente invariata rispetto al 1995 e quella degli accantonamenti per fondi pensione (2 per cento) era di poco inferiore. Negli Stati Uniti, le emissioni azionarie sono rimaste la principale fonte di finanziamento delle società non finanziarie (56 per cento delle passività totali in essere, contro il 25 per cento dei prestiti e il 19 dei titoli di debito)⁶⁾.

3) Gli ingenti programmi di riacquisto di azioni proprie attuati negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni novanta potrebbero essere in parte dovuti alla minore tassazione delle plusvalenze in conto capitale applicata a partire dal 1996.

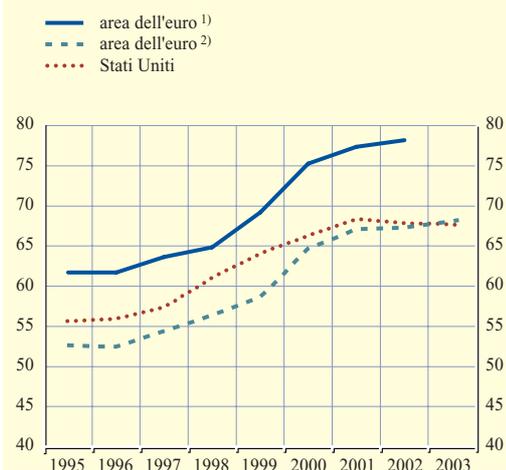
4) Contrariamente a quanto avviene di norma negli Stati Uniti, in alcuni paesi dell'area dell'euro il riacquisto di azioni proprie è soggetto a limitazioni.

5) Si veda l'articolo *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino mensile.

6) Nel raffrontare le passività in essere delle società non finanziarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti occorre tener conto del fatto che esistono alcune differenze metodologiche relative alla definizione di debito (cfr. il riquadro di questo articolo). Inoltre, mentre negli Stati Uniti le passività in essere in titoli azionari sono consolidate (nel senso che sono al netto delle partecipazioni intersocietarie), nei conti finanziari dell'area dell'euro in linea di principio non avviene un consolidamento a livello di settore. Questo diverso trattamento contabile influisce anche sui livelli relativi del rapporto debito/capitale proprio nelle due aree.

**Figura 4 Rapporto tra debito e PIL
delle società non finanziarie**

(percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat e *US Flow of Funds Accounts*.

Nota: il debito include i prestiti, i titoli di debito e, per l'area dell'euro, le riserve dei fondi pensione. Ultima osservazione: terzo trimestre del 2003 (per l'area dell'euro dato stimato).

1) Il rapporto tra debito e PIL è calcolato utilizzando i conti finanziari annuali.

2) Il rapporto tra debito e PIL è stimato utilizzando i conti finanziari trimestrali e i dati di bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (si veda il riquadro metodologico in questo articolo).

Con riferimento alla posizione finanziaria delle società non finanziarie, nella seconda metà degli anni novanta gli indici di indebitamento sono aumentati in misura sostanziale in entrambe le aree. In tale periodo l'aumento del debito in rapporto al PIL è stato più rapido nell'area dell'euro, per l'effetto congiunto della maggiore crescita dei debiti finanziari e dell'espansione lievemente inferiore del prodotto in tale area rispetto agli Stati Uniti. Nondimeno, se si tiene conto delle differenze metodologiche (cfr. il riquadro), nel 2003 il rapporto fra indebitamento e PIL è stato complessivamente simile nelle due aree (cfr. figura 4).

Dopo essere scesi notevolmente durante la fase di forte rialzo dei mercati borsistici, gli indicatori di indebitamento quali il rapporto debito/capitale azionario (che riflette l'indebitamento di un'impresa rispetto al proprio valore di mercato) sono aumentati bruscamente a partire dal 2000 allorché i corsi azionari

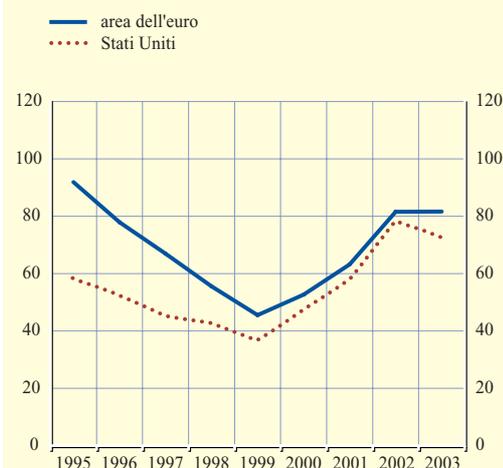
hanno iniziato a flettere (cfr. figura 5). Nella prima metà del 2003 si ritiene che il suddetto rapporto si sia stabilizzato nell'area dell'euro, mentre è sceso marginalmente negli Stati Uniti.

Al fine di valutare la sostenibilità degli attuali livelli di indebitamento occorre tener conto anche dell'onere per interessi. Di fatto, a partire dal 1996 il rapporto fra la spesa per interessi delle società non finanziarie dell'area dell'euro e il PIL si è sostanzialmente stabilizzato a causa del calo dei tassi d'interesse osservato nel periodo in esame. Negli Stati Uniti, dove nello stesso periodo la flessione dei tassi è stata meno pronunciata, tale rapporto è lievemente cresciuto.

Nell'insieme, gli andamenti recenti indicano che, dopo il periodo di forte rialzo e successiva caduta dei mercati azionari, le società non finanziarie di entrambe le aree economiche sono progressivamente riuscite a stabilizzare la propria posizione patrimoniale complessiva.

**Figura 5 Rapporto tra debito e capitale
azionario delle società non finanziarie**

(percentuali)



Fonti: BCE e Eurostat e *US Flow of Funds Accounts*.

Nota: il debito include i prestiti, i titoli di debito e, per l'area dell'euro, le riserve di fondi pensione. Il rapporto per l'area dell'euro è calcolato includendo prestiti inter-societari nella definizione di debito (si veda il riquadro metodologico in questo articolo). I dati per il 2003 si riferiscono al secondo trimestre (stimati per l'area dell'euro).

COMPARABILITÀ DEI DATI DI CONTABILITÀ NAZIONALE NEGLI STATI UNITI E NELL'AREA DELL'EURO

La comparabilità a livello internazionale dei dati di contabilità nazionale è favorita notevolmente dal Sistema mondiale di conti nazionali (SCN 93). I paesi dell'area dell'euro compilano i dati di contabilità nazionale in conformità con il Sistema europeo dei conti nazionali (SEC 95), che è sostanzialmente in linea con l'SCN 93. Poiché gli Stati Uniti non hanno adottato pienamente l'SCN 93, fra questo paese e l'area dell'euro permangono alcune differenze in termini di concetti statistici utilizzati. Nei casi in cui il ricorso a informazioni statistiche aggiuntive consentiva di colmare tali differenze, i dati statunitensi sono stati corretti al fine di agevolare i raffronti effettuati in questo articolo¹⁾. Nell'analizzare i dati occorre tuttavia tenere presente che non è sempre stato possibile comporre appieno le differenze esistenti.

1 Definizione di famiglie e società

Secondo il SEC 95, le attività economiche degli imprenditori non riconosciuti come entità giuridicamente indipendenti non possono essere distinte artificialmente da quelle delle famiglie a meno che essi non operino come se fossero società indipendenti. Nell'area dell'euro, pertanto, le imprese individuali e gran parte delle società di persone non riconosciute come entità giuridiche indipendenti rientrano nel settore delle famiglie. Ciò spiega fra l'altro l'inclusione in tale settore di alcuni investimenti non residenziali e del loro finanziamento. In base al sistema statunitense (NIPA, National Income and Product Accounts), sia le imprese individuali sia le società di persone – a prescindere dal fatto che siano riconosciute come entità giuridiche indipendenti – sono escluse dal settore delle famiglie e incluse in quello delle quasi-società (non-corporate business). Inoltre, negli Stati Uniti quest'ultimo comprende anche le persone fisiche percettrici di canoni di locazione. Le suddette esclusioni comprimono le consistenze di attività e passività delle famiglie statunitensi in rapporto a quelle dell'area dell'euro. La differenza non è facilmente quantificabile e non può pertanto essere corretta in questo esercizio. Le suddette esclusioni non hanno tuttavia un effetto rilevante sul risparmio in quanto il reddito generato dalle unità escluse viene attribuito alle famiglie.

2 Calcolo del reddito personale disponibile

Nel SEC 95, gli interessi vengono assimilati al reddito. Di conseguenza, gli interessi percepiti aumentano il reddito mentre quelli corrisposti lo riducono. Nei conti delle famiglie statunitensi, solo gli interessi percepiti sono assimilati al reddito, mentre quelli pagati sono considerati un impiego del reddito (come avviene per i consumi e il risparmio). Al fine di accrescere il grado di comparabilità tra le due aree, gli interessi corrisposti sono stati detratti dal reddito personale disponibile così come pubblicato negli Stati Uniti: ne risulta un "reddito personale disponibile corretto" che si avvicina di più a quello riferito alle famiglie dell'area dell'euro.

3 Calcolo del risparmio lordo e degli investimenti lordi

Nel SEC 95, gli acquisti di beni di consumo durevoli (quali ad esempio le autovetture o le lavatrici) da parte delle famiglie rientrano nei consumi, mentre nel Flow of Funds Accounts utilizzato

1) Nel contempo, per la definizione del debito delle società non finanziarie (cfr. punto 4), i dati relativi all'area dell'euro sono stati corretti al fine di allinearli maggiormente alla definizione statunitense.

negli Stati Uniti sono assimilati agli investimenti. Il NIPA statunitense, tuttavia, fornisce anche i dati relativi al risparmio netto calcolato detraendo gli acquisti di beni di consumo durevoli. Questi dati, assieme a informazioni aggiuntive provenienti dai Flow of Funds Accounts e riguardanti gli investimenti lordi e l'ammortamento del capitale fisso (che in ogni caso non comprende i beni di consumo durevoli), sono utilizzati per calcolare il risparmio lordo e gli investimenti fissi lordi.

4 Definizione di debito societario

Il debito societario comprende le consistenze di prestiti, di titoli diversi da azioni e di riserve dei fondi pensione non autonomi delle società non finanziarie (quest'ultima categoria non esiste negli Stati Uniti). Le differenze nella definizione dei settori riferite sopra e la diversa valutazione dei titoli di debito nei rispettivi conti finanziari (a prezzi di mercato nell'area dell'euro, in conformità con il SEC 95, e al valore nominale corretto per gli interessi maturati nei Flow of Funds Accounts degli Stati Uniti) non consentono di ricavare dati pienamente comparabili sul debito societario nelle due aree economiche. I prestiti intersocietari non rientrano nella definizione statunitense di debito, mentre sono parzialmente ricompresi nei conti finanziari annuali dell'area dell'euro a seconda della disponibilità di fonti statistiche. Nondimeno, ove necessario ai fini della comparabilità, i dati sul debito societario al netto dei prestiti intersocietari nell'area dell'euro sono stati calcolati sommando ai debiti verso residenti dell'area registrati nei conti finanziari trimestrali (che non comprendono i prestiti intersocietari) le stime dei debiti verso non residenti (esclusi i prestiti intersocietari) ricavate dalla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro.

3 I BILANCI DELLE FAMIGLIE

Nella seconda metà degli anni novanta il rapporto tra risparmio lordo e reddito disponibile delle famiglie è sceso notevolmente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. tavola 2). Tale andamento va ricondotto a diversi fattori.

Il rafforzamento della crescita economica e il calo della disoccupazione – assieme alle attese di maggiori guadagni di produttività – hanno alimentato aspettative di una dinamica permanentemente più elevata dei redditi, soprattutto negli Stati Uniti. Inoltre, il concomitante aumento di ricchezza finanziaria e non finanziaria – ricon-

Tavola 2 Risparmi e formazione di capitale delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile)

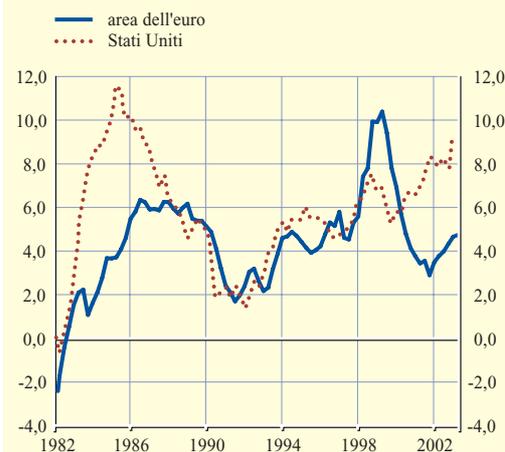
	Area dell'euro				Stati Uniti			
	(1) Risparmio lordo	(2) Altre transazioni nette in conto capitale	(3) Investimento lordo in capitale fisso	(1) + (2) - (3) Indebitamento netto (-) Accreditamento netto (+)	(1) Risparmio lordo	(2) Altre transazioni nette in conto capitale	(3) Investimento lordo in capitale fisso	(1) + (2) - (3) Indebitamento netto (-) Accreditamento netto (+)
1995	17,5	0,1	10,3	7,2	6,9	-0,3	5,6	1,0
1996	17,1	0,4	10,2	7,3	6,2	-0,4	5,8	0,0
1997	16,2	0,5	9,9	6,7	5,9	-0,4	5,9	-0,5
1998	15,1	0,7	9,9	5,9	6,6	-0,5	6,2	-0,1
1999	14,2	1,0	10,2	5,0	4,6	-0,5	6,4	-2,3
2000	14,0	1,0	10,3	4,6	4,6	-0,5	6,3	-2,3
2001	14,3	0,8	10,0	5,1	4,0	-0,5	6,4	-2,9
2002	14,9	0,7	9,8	5,9	4,5	-0,5	6,4	-2,3

Fonti: BCE, Eurostat, *US National Income and Product Accounts* e *US Flow of Funds Accounts*.

Nota: eventuali mancate quadrature nei saldi possono derivare da arrotondamenti. Al fine di rendere comparabili i dati con quelli dell'area dell'euro per gli Stati Uniti, l'investimento netto in beni di consumo durevoli è stato escluso dal risparmio e dall'investimento lordo in capitale fisso e la spesa per interessi è stata esclusa dal reddito disponibile delle famiglie. Le altre transazioni nette in conto capitale comprendono i trasferimenti di capitale, le variazioni delle scorte e le acquisizioni al netto delle cessioni di valori e di attività non finanziarie non producibili (ad esempio terreni).

Figura 6 Debiti finanziari in termini reali delle famiglie

(variazioni percentuali sui dodici mesi, deflazionate con il deflatore dei consumi privati)



Fonti: BCE, Eurostat e *US National Income and Product Accounts*.
Nota: i dati statunitensi sono stati modificati per renderli comparabili con quelli dell'area dell'euro. Per maggiori dettagli si veda il riquadro in questo articolo. Ultima osservazione: terzo trimestre del 2003 (per l'area dell'euro dato stimato).

ducibile soprattutto all'evoluzione favorevole dei corsi azionari e dei prezzi delle abitazioni – può avere accresciuto la propensione al consumo delle famiglie. Un contributo importante alla diminuzione del saggio di risparmio nell'area dell'euro è stato altresì fornito dalla tendenza calante dei tassi d'interesse, osservata nella seconda metà degli anni novanta fino all'avvio della terza fase dell'UEM, che ha ridotto il costo opportunità dei consumi. Successivamente, per effetto del rallentamento economico e del peggioramento della situazione del mercato del lavoro osservati dopo il 2000, il saggio di risparmio delle famiglie è lievemente aumentato sia nell'area dell'euro (nel 2001 e, in particolare, nel 2002) sia negli Stati Uniti (nel 2002), pur restando notevolmente inferiore ai livelli del 1995. Nel contempo, gli investimenti fissi lordi delle famiglie (destinati soprattutto all'edilizia residenziale) sono rimasti sostenuti per l'intero periodo in entrambe le aree economiche, soprattutto grazie ai bassi tassi sui mutui e all'aumento dei prezzi delle abitazioni.

Fra il 1995 e il 2002, il risparmio lordo e gli investimenti fissi lordi delle famiglie in rapporto al reddito disponibile sono stati notevolmente

superiori nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Nell'insieme, il saldo finanziario (sostanzialmente pari alla differenza fra il risparmio lordo e gli investimenti lordi) delle famiglie dell'area dell'euro è stato molto superiore a quello negli Stati Uniti, che tra il 1997 e il 2002 è addirittura diventato negativo.

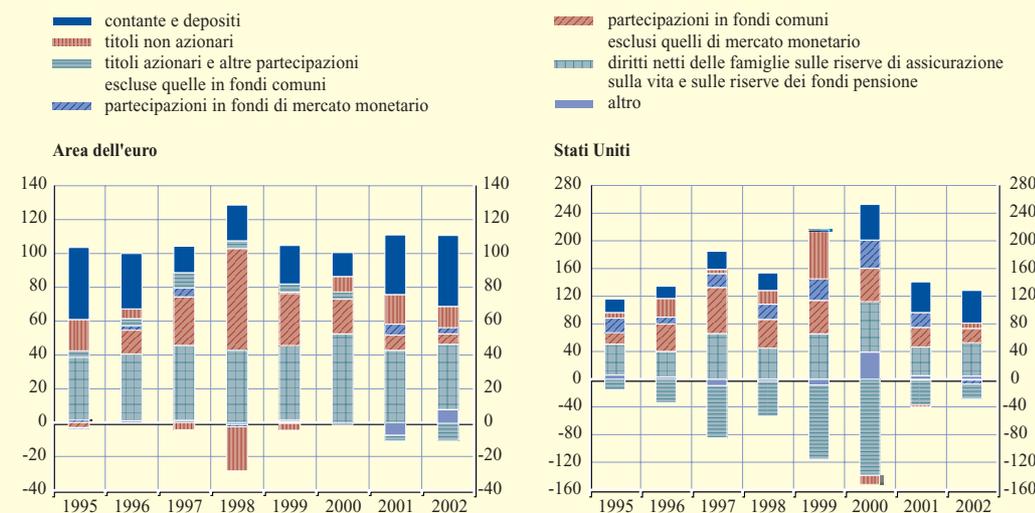
In presenza di una forte espansione degli investimenti in edilizia abitativa, la crescita dei debiti finanziari delle famiglie in termini reali è stata relativamente elevata nell'area dell'euro alla fine degli anni novanta e in aumento negli Stati Uniti a partire dalla metà dello stesso decennio (cfr. figura 6). In entrambe le aree, la notevole rivalutazione delle abitazioni (che ha determinato aumenti di ricchezza per i proprietari e un incremento di valore degli immobili forniti a garanzia dei prestiti) e le condizioni di finanziamento favorevoli hanno alimentato la domanda di mutui ipotecari. Nell'area dell'euro, la crescita dei debiti finanziari in termini reali ha raggiunto nel 1999 un ritmo non più osservato dagli inizi degli anni ottanta⁷⁾. Moderatasi a partire dal 2000, essa si è tuttavia mantenuta attorno alla propria media di lungo periodo nonostante la debole congiuntura. Negli Stati Uniti, la crescita in termini reali dei debiti finanziari delle famiglie ha continuato a rafforzarsi malgrado il rallentamento dell'attività economica nel biennio 2001-02.

Negli ultimi anni, le famiglie statunitensi hanno spesso utilizzato parte dei nuovi mutui e prestiti sottoscritti a fronte della rivalutazione delle abitazioni, una operazione cosiddetta di prelievo di capitale immobiliare (*mortgage equity withdrawal*), per accrescere i consumi o gli acquisti di attività finanziarie. Negli Stati Uniti, pertanto, l'impennata dei prestiti garantiti da proprietà immobiliari (*home equity loans*), assimilati in questo articolo al credito al consumo, ha frenato il calo della crescita del credito al consumo in atto sin dal 2001 e ha sostenuto i consumi privati. Durante il 2003, tuttavia, l'espansione dei suddetti prestiti si è stabilizzata – sebbene

7) Si veda l'articolo dal titolo *Gli andamenti dei debiti finanziari del settore privato dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2003 di questo Bollettino mensile.

Figura 7 Composizione degli investimenti finanziari delle famiglie

(in percentuale delle acquisizioni nette di attività finanziarie)

Fonti: BCE e *US Flow of Funds Accounts*.

Nota: le transazioni nette in strumenti finanziari derivati e in altri conti attivi e passivi sono incluse nelle attività. "Altro" include: strumenti finanziari derivati netti, prestiti, riserve premi e riserve sinistri e altri conti attivi e passivi netti. Per l'area dell'euro, le quote in fondi di mercato monetario sono state stimate sulla base dei conti finanziari trimestrali.

su livelli elevati – probabilmente in relazione al rialzo dei tassi di interesse a più lungo termine registrato alla fine di giugno. Nell'area dell'euro, invece, il prelievo di capitale immobiliare sembra svolgere un ruolo minore se si eccettuano pochi paesi (ad esempio i Paesi Bassi)⁸⁾.

A partire dalla metà degli anni novanta, gli andamenti degli investimenti finanziari delle famiglie in entrambe le aree economiche – ma soprattutto nell'area dell'euro – possono essere esaminati distinguendo tra due periodi.

In una prima fase, nella seconda metà degli anni novanta, le famiglie dell'area dell'euro hanno investito massicciamente in quote di fondi comuni (esclusi quelli di mercato monetario) (cfr. figura 7)⁹⁾. Questa tendenza era connessa al forte rialzo dei corsi azionari. Nello stesso periodo, anche gli investimenti netti delle famiglie statunitensi in quote di fondi comuni sono stati relativamente ingenti – seppur di norma più stabili in rapporto al totale dei loro investimenti finanziari (cfr. figura 7). Gli investimenti effettuati direttamente in titoli azionari hanno seguito, invece,

andamenti molto diversi nelle due economie: tra il 1995 e il 2000 le famiglie dell'area dell'euro hanno acquistato azioni, mentre quelle degli Stati Uniti le hanno per lo più vendute. Quest'ultimo fenomeno rappresenta la contropartita dei consistenti ritiri di azioni effettuati dalle società statunitensi (cfr. sezione 2)¹⁰⁾.

In un secondo momento, nel biennio 2001-02, i ribassi azionari iniziati nel 2000 e la più generale incertezza economica hanno indotto le famiglie di entrambe le aree ad accrescere la quota degli investimenti in attività monetarie (contante e depositi, soprattutto a breve termine). Ciò riflette la diffusa preferenza per attività sicure e liquide osservata in questo periodo.

8) Si veda *Structural factors in the EU housing markets*, BCE, marzo 2003. Per l'insieme dell'area dell'euro, le operazioni di mortgage equity withdrawal non possono essere identificate separatamente nell'ambito dei prestiti delle famiglie.

9) Si vedano il *Report on financial structures*, BCE, ottobre 2002, e l'articolo intitolato *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino mensile.

10) A differenza di quanto avviene nei conti finanziari dell'area dell'euro, in quelli degli Stati Uniti le transazioni delle famiglie comprendono quelle in titoli azionari delle società non finanziarie, che non sono individuate separatamente.

Una caratteristica comune all'intero periodo compreso fra il 1995 e il 2002 è rappresentata dal fatto che le famiglie di entrambe le economie hanno destinato una quota ampia e stabile dei propri investimenti finanziari ai prodotti assicurativi e pensionistici, riflettendo l'esigenza di accantonare i propri risparmi per costituire una pensione privata.

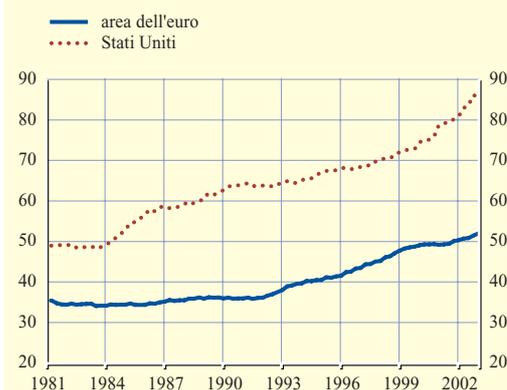
Nonostante le vendite nette di azioni in portafoglio da parte delle famiglie statunitensi, tra il 1995 e il 1999 l'incidenza delle azioni (comprese le quote dei fondi comuni a eccezione di quelli di mercato monetario) sul totale delle attività finanziarie delle famiglie sia dell'area dell'euro sia degli Stati Uniti è salita rispettivamente di circa 14 e 7 punti percentuali, soprattutto a seguito delle plusvalenze sulle azioni detenute. Per contro, nello stesso periodo la quota delle attività fruttifere (per lo più depositi e titoli di debito) è scesa. Tra il 2000 e il 2002, il calo dei corsi azionari ha determinato un andamento opposto.

Nel periodo 1995-2002 le famiglie dell'area dell'euro hanno lievemente accresciuto – fino al 25 per cento – il peso delle azioni (comprese le quote di fondi comuni ad eccezione di quelli di mercato monetario) nelle proprie attività finanziarie, mentre quelle statunitensi l'hanno mantenuto sostanzialmente stabile poco al di sopra del 40 per cento. Nello stesso periodo la quota investita dalle famiglie dell'area dell'euro in assicurazioni sulla vita e fondi pensione è salita lievemente, al 25 per cento, pur restando inferiore a quella – sostanzialmente stabile – delle famiglie statunitensi (prossima al 30 per cento). Infine, nell'area dell'euro ha perso importanza la forma tradizionale di risparmio delle famiglie rappresentata dai depositi bancari. Nonostante l'incremento registrato verso la fine del periodo, nel 2002 la quota delle consistenze di contante e depositi sul totale della ricchezza finanziaria delle famiglie era scesa al 35 per cento, dal 40 del 1995. Negli Stati Uniti essa si collocava invece a un livello notevolmente inferiore (13 per cento, invariato rispetto al 1995).

Con riferimento alla posizione finanziaria delle famiglie, a partire dall'inizio degli anni novanta

Figura 8 Indebitamento delle famiglie

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, *US National Income and Product Accounts* e *US Flow of Funds Accounts*.

Nota: i dati statunitensi sono stati modificati per renderli comparabili con quelli dell'area dell'euro. Per maggiori dettagli si veda il riquadro in questo articolo. Ultima osservazione: terzo trimestre del 2003 (per l'area dell'euro dato stimato).

l'indebitamento in rapporto al PIL è aumentato in misura considerevole in entrambe le aree economiche (cfr. figura 8). Nell'area dell'euro, tuttavia, tale rapporto è cresciuto meno che negli Stati Uniti e si è mantenuto su livelli sostanzialmente inferiori. Nel terzo trimestre del 2003 si stima che l'indebitamento delle famiglie nell'area dell'euro sia stato attorno al 52 per cento del PIL, contro l'86 per cento degli Stati Uniti.

Nondimeno, in entrambe le aree il basso livello dei tassi d'interesse ha contenuto l'onere per il servizio del debito delle famiglie in percentuale del reddito disponibile. Nel 2002, tale onere risultava più o meno invariato rispetto alla metà degli anni novanta. Inoltre, una porzione consistente del debito ipotecario – che rappresenta la maggior parte del debito delle famiglie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti – è finanziata a tassi d'interesse bassi e fissi.

Al contempo, al fine di valutare i possibili vincoli di liquidità delle famiglie, è opportuno esaminare anche indicatori più ampi del servizio del debito, che comprendono, oltre alla spesa per interessi anche i flussi per il rimborso del debito, aumentati a seguito dei più elevati livelli di indebitamento. Mentre un indicatore di que-

sto tipo non è rilevato nell'area dell'euro, negli Stati Uniti il rapporto fra servizio del debito e reddito disponibile delle famiglie (DSR, Debt Service Ratio) – recentemente ricalcolato dal Federal Reserve Board – ha raggiunto un massimo storico alla fine del 2001, stabilizzandosi in seguito a un livello leggermente inferiore¹¹⁾.

Rispecchiando gli andamenti dei mercati finanziari, l'incidenza della ricchezza finanziaria sul reddito disponibile delle famiglie è aumentata notevolmente in entrambe le aree economiche tra il 1995 e il 1999, per poi diminuire in misura sostanziale. Con riferimento all'intero periodo 1995-2002, tale incidenza è nondimeno salita (dal 234 al 265 per cento) nell'area dell'euro e scesa lievemente (dal 406 al 392 per cento) negli Stati Uniti.

Anche il rapporto fra indebitamento e attività finanziarie può fornire informazioni utili a valutare la sostenibilità della posizione finanziaria delle famiglie. In calo fra il 1995 e il 1999, nel triennio 2000-02 esso è salito, portandosi su livelli lievemente superiori a quelli del 1995 in entrambe le aree economiche. Benché l'indebitamento delle famiglie sia molto più elevato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, nel 2002 il suddetto rapporto era complessivamente simile nelle due aree, per effetto delle maggiori consistenze di attività finanziarie detenute dalle famiglie statunitensi. Il suo incremento tra il 2000 e il 2002 va valutato alla luce dell'aumento della ricchezza immobiliare connesso alla rivalutazione relativamente forte delle abitazioni osservata negli ultimi anni in entrambe le aree. Tuttavia, la carenza di dati sulla ricchezza immobiliare nell'area dell'euro non consente di raffrontare l'incidenza del debito sulla ricchezza totale delle famiglie nelle due aree.

4 CONCLUSIONI

Fra il 1995 e il 2002 gli andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno evidenziato alcuni elementi comuni. In entrambe le economie, gli ingenti investimenti e i tassi di risparmio calanti delle

società non finanziarie e delle famiglie osservati nella seconda metà degli anni novanta hanno determinato notevoli aumenti nei rispettivi indici di indebitamento. Il deterioramento delle posizioni finanziarie verificatosi a partire dal 1999, in seguito al calo dei corsi azionari e alla minore crescita degli utili societari, ha indotto le imprese non finanziarie a ristrutturare i propri bilanci al fine di contenere o addirittura ridurre i livelli di indebitamento.

Nel contempo, i suddetti andamenti hanno anche evidenziato differenze di rilievo tra le due aree.

Per quanto concerne le società non finanziarie, durante la seconda metà degli anni novanta l'indebitamento è cresciuto in misura più significativa nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Ciò è in linea con la tendenza calante dei tassi d'interesse nell'area dell'euro nel periodo precedente l'avvio della Terza fase dell'UEM, che ha probabilmente innalzato i livelli di debito sostenibile. Nel 2003, le due economie mostravano un analogo rapporto fra indebitamento delle società non finanziarie e PIL. A differenza dell'area dell'euro, negli Stati Uniti i ritiri di azioni hanno svolto un ruolo rilevante nei comportamenti finanziari di tali imprese.

Le famiglie dell'area dell'euro hanno un tasso di risparmio più elevato di quelle statunitensi e sono prestatrici nette di fondi, mentre tra il 1997 e il 2002 le famiglie statunitensi sono state prenditrici nette. Inoltre, nell'area dell'euro il rapporto debito/reddito delle famiglie è molto inferiore a quello relativo agli Stati Uniti e – tenuto conto del più elevato tasso di risparmio – è aumentato meno nel passato recente. Infine, tra il 1995 e il 2002 le famiglie dell'area dell'euro hanno modificato notevolmente la composizione dei propri portafogli accrescendo la componente azionaria (comprese le quote di fondi comuni) e riducendo quella dei depositi bancari tradizionali, mentre i portafogli delle famiglie statunitensi sono rimasti nell'insieme più stabili.

11) Si veda l'articolo intitolato *Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service* nel numero di ottobre 2003 del *Federal Reserve Bulletin*.

L'IMPATTO DEL PRINCIPIO DEL FAIR VALUE SUL SETTORE BANCARIO EUROPEO – UNA PROSPETTIVA DI STABILITÀ FINANZIARIA

A partire dal 2005 le società quotate in borsa in Europa (incluse le banche) dovranno adottare gli standard contabili internazionali (International Accounting Standards – IAS) per la presentazione dei loro bilanci consolidati. Tali regole contabili, e in particolare quelle di valutazione degli strumenti finanziari, avranno probabilmente un impatto rilevante sul settore bancario europeo. Questo articolo presenta un resoconto del dibattito corrente e dell'impatto di una più ampia applicazione del principio del fair value nel settore bancario. Esso esamina poi le possibili conseguenze per la stabilità finanziaria, considerando come gli shock esogeni al settore bancario potrebbero manifestarsi nei bilanci delle banche in un regime basato sui nuovi principi contabili. L'introduzione degli IAS potrebbe a sua volta determinare cambiamenti nel comportamento delle banche, ad esempio in termini di rapporti con la clientela, tipologie di prodotti offerti o procedure di gestione dei rischi. Più in generale, il nuovo sistema contabile potrebbe influire sul ruolo delle banche quali intermediari finanziari e sulla distribuzione dei rischi finanziari tra operatori economici.

I INTRODUZIONE

Gli organismi contabili internazionali (*accounting standard setters*) stanno attualmente affinando la proposta relativa a un utilizzo più diffuso del principio del fair value (*fair value accounting* – FVA). La BCE ha un forte interesse in tale sviluppo per diversi motivi. In primo luogo, le riforme contabili avranno probabilmente un profondo impatto sul settore bancario europeo e, attraverso questo canale, anche sulla stabilità del sistema finanziario. In secondo luogo, norme contabili armonizzate e di livello qualitativo elevato apportano un contributo significativo all'integrazione e all'efficienza dei mercati finanziari. In terzo luogo, la coerenza tra il quadro delle regole contabili e i sistemi delle segnalazioni statistiche e di vigilanza è un'ulteriore sfera degna d'attenzione.

Questo articolo si incentra sul potenziale impatto del principio del fair value sul settore bancario principalmente dalla prospettiva della sua stabilità. Nella sezione 2 vengono presentati i fondamenti del dibattito sul principio del *fair value* e le iniziative intraprese di recente dagli organismi contabili internazionali. Nella sezione 3 sono discussi i pro e i contro di una più ampia applicazione del principio del *fair value* e nella sezione 4 si descrive come i vari shock esogeni al settore bancario potrebbero essere rappresentati in un regime basato sulle nuove regole contabili e come ciò potrebbe portare a modifiche del comportamento delle banche. Infine, nella sezione 5 sono tratte alcune conclusioni generali.

2 IL DIBATTITO SUL PRINCIPIO DEL FAIR VALUE

I FONDAMENTI DEL DIBATTITO

Con lo sviluppo dei mercati finanziari, in particolare la forte crescita degli strumenti derivati e l'accresciuto coinvolgimento delle banche nella negoziazione degli strumenti finanziari, l'attuale sistema contabile è stato sottoposto a sempre maggiori pressioni in quanto non riflette adeguatamente la realtà economica. La crescente domanda, fra gli investitori, di trasparenza e di creazione di valore per gli azionisti impone alle imprese di fornire informazioni che meglio riflettano l'impatto delle condizioni economiche prevalenti sulla loro posizione finanziaria.

Il tradizionale modello contabile è basato in ampia misura sulla cosiddetta "contabilizzazione ai costi storici" (*historical cost accounting* – HCA), secondo cui le singole voci di bilancio sono in linea di massima iscritte in base al loro prezzo di acquisto o al costo al momento dell'acquisizione. Il corrente modello contabile (*current accounting approach* – CAA)¹⁾ è successivamente passato da un regime basato integralmente sulla contabilizzazione ai costi storici a un modello

1) Nell'Unione Europea i vigenti criteri di valutazione da applicare nei bilanci bancari sono definiti dalla Direttiva n. 86/635/CEE. Tale direttiva è stata nel frattempo emendata per rimuovere le incoerenze con gli IAS e per portarla in linea con i moderni sviluppi contabili.

misto in cui vengono applicate diverse regole di valutazione a seconda delle intenzioni del management nel detenere determinate attività e passività.

A tale riguardo, gli strumenti finanziari (quali crediti, obbligazioni, depositi o strumenti finanziari derivati) sono divisi dalla banca in due principali portafogli o *books*. Gli strumenti che si intende detenere fino alla scadenza o a fini di investimento a più lungo termine sono assegnati al *banking book* (portafoglio bancario) e continuano a essere contabilizzati al costo di acquisizione oppure al minor valore fra il costo di acquisizione e il prezzo corrente di mercato (*lower of cost or market* – LOCOM). In termini generali, la valutazione LOCOM può essere considerata una variante più conservativa della valutazione al costo storico ed è pertanto un'illustrazione del principio della prudenza cui è tradizionalmente attribuita molta importanza in contabilità. Ciò perché in un regime basato sulla valutazione LOCOM l'attività è valutata al prezzo di mercato quando questo è inferiore al costo di acquisizione, il che significa che le minusvalenze non realizzate sono effettivamente imputate al conto economico della banca, mentre le plusvalenze non realizzate non lo sono. Per contro, gli strumenti del *trading book* (portafoglio di negoziazione) sono detenuti in linea di principio a scopo di negoziazione a breve termine. Sono contabilizzati ai prezzi di mercato (ossia sono *marked to market*) e i

conseguenti risultati delle valutazioni sono imputati direttamente nel conto economico.

Il regime di valutazione misto applicato nel corrente modello contabile descritto in precedenza sarebbe adeguato se le banche gestissero i propri portafogli bancari e di negoziazione in maniera totalmente distinta; tuttavia, ciò non succede. Nelle odierne procedure di gestione dei rischi le voci del portafoglio di negoziazione sono spesso utilizzate per coprire esposizioni nel portafoglio bancario. A causa del differente trattamento contabile delle voci nei diversi portafogli, gli organismi contabili hanno sviluppato specifiche regole contabili per le operazioni di copertura (*hedge accounting*) affinché in bilancio il pareggiamento del rischio dell'operazione coperta trovi adeguata rappresentazione (cfr. riquadro 1). Inoltre, l'accresciuto utilizzo di strumenti finanziari derivati, quali contratti *forward*, contratti *future*, *swap* e opzioni, ha altresì messo in maggior evidenza il fatto che nell'attuale modello contabile l'esposizione a questi strumenti finanziari è inadeguatamente rappresentata. Al momento della negoziazione tali strumenti hanno in genere un costo di acquisizione nullo o trascurabile. Nel tempo, tuttavia, il loro valore economico può variare sostanzialmente, esercitando quindi un impatto rilevante sul profilo di rischio e sulla posizione finanziaria di una banca. Tuttavia, dato che questi strumenti non sono in genere rilevati in bilancio, il loro impatto sul conto economico si manifesta soltanto quando vengono effettivamente regolati.

Riquadro 1

TRATTAMENTO CONTABILE DELLE POSIZIONI DI COPERTURA

Lo scopo della copertura è di ridurre il rischio su uno strumento coperto (ad esempio, un'obbligazione, un credito o un deposito) combinandolo con uno strumento di copertura (ad esempio, un contratto *forward*, un contratto *future* o uno *swap*) in modo che le variazioni di valore di uno strumento vengano controbilanciate dalle variazioni di valore dell'altro strumento. Tuttavia, se si utilizzano differenti criteri di valutazione contabile per i diversi strumenti, ad esempio il costo storico per lo strumento coperto e il valore di mercato per lo strumento di copertura, ne consegue una volatilità nel conto economico che non corrisponde alla realtà economica di una posizione di rischio molto ridotta. Si rende pertanto necessario un metodo contabile specifico, la cosiddetta "contabilità delle operazioni di copertura" (*hedge accounting*). Tale trattamento contabile differisce nel tempo la rilevazione delle perdite oppure anticipa quella dei profitti nel

conto economico, così che i profitti o le perdite derivanti dallo strumento coperto sono imputati contemporaneamente ai corrispondenti profitti o perdite derivanti dallo strumento di copertura. Ne consegue che in un regime basato interamente sul principio del fair value, in cui lo stesso metodo di valutazione è applicato a tutti gli strumenti finanziari, il trattamento contabile delle posizioni di copertura non si rende necessario.

Per evitare situazioni in cui le relazioni di copertura vengono identificate *ex post*, ad esempio per manovrare deliberatamente i profitti e le perdite, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ha stabilito una serie di requisiti specifici finalizzati a qualificare le posizioni di copertura. Il requisito chiave è che la relazione di copertura sia:

- chiaramente individuata e documentata fin dall'inizio;
- misurata in modo attendibile;
- efficace; e
- altamente probabile, nel caso di una transazione prevista.

Una copertura può essere considerata tale ai fini del bilancio soltanto se supera un "test di efficacia": le variazioni di valore dello strumento coperto e dello strumento di copertura devono compensarsi quasi totalmente. Le coperture devono essere stimate altamente efficaci al momento della loro designazione. Inoltre, gli effettivi risultati realizzati nell'arco della vita della copertura devono rimanere entro un margine ristretto affinché questa continui a essere considerata efficace e sia trattata con le regole previste per le operazioni di copertura.

Inizialmente il trattamento contabile delle operazioni di copertura era stato concepito per essere applicato solo a livello micro (ossia strumento per strumento). Tuttavia, lo IASB sta attualmente considerando la possibilità di consentirlo anche per un portafoglio di strumenti (cosiddette coperture macro o *macro-hedges*), il che lo avvicinerrebbe alle prevalenti tecniche di gestione dei rischi delle banche¹⁾.

1) Cfr. *Exposure Draft on Fair Value Hedge Accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk*, IASB, agosto 2003.

RECENTI INIZIATIVE DEGLI ORGANI PER LA FISSAZIONE DEGLI STANDARD CONTABILI INTERNAZIONALI

Il crescente disallineamento tra le informazioni contenute nei bilanci e il vero profilo di rischio delle imprese è stato ritenuto significativo e meritevole di una correzione. Di conseguenza gli organismi contabili internazionali hanno cominciato a propendere per un accresciuto utilizzo del principio del *fair value*. La base di tale principio contabile è, in linea di massima, il valore di mercato degli strumenti. Se non è disponibile un prezzo di mercato significativo, il *fair value* viene stimato utilizzando un modello (ad esempio, il modello dei flussi di cassa attualizzati), che tiene conto di tutti i rilevanti fattori di valutazione, quali le caratteristiche

dello strumento e le condizioni di mercato prevalenti.

Nel 1999, l'*International Accounting Standards Committee* (IASC) (predecessore dell'attuale IASB) ha emesso uno standard contabile (lo IAS 39) che prevede l'utilizzo del principio del fair value per determinati strumenti finanziari, in particolare gli strumenti derivati e i titoli di debito e azionari detenuti a scopo di negoziazione o disponibili per la vendita²⁾. Tale standard,

2) Gli IAS distinguono quattro categorie di attività finanziarie: (i) attività detenute a fini di negoziazione; (ii) investimenti detenuti fino alla scadenza; (iii) prestiti e crediti; (iv) attività disponibili per la vendita. L'ultima categoria comprende le attività finanziarie che non appartengono a nessuna delle precedenti categorie.

che avrebbe un impatto particolarmente importante sulle imprese finanziarie quali le banche, è stato pesantemente criticato e ritenuto prematuramente concluso.

Nel dicembre del 2000 il *Joint Working Group of Standard Setters* (JWG), in cui sono rappresentati lo IASB e gli organismi contabili nazionali, ha presentato uno standard integrato e armonizzato per l'utilizzo del principio del *fair value* per tutti gli strumenti finanziari, inclusi crediti e depositi, e indipendentemente dalle intenzioni per cui sono detenuti. La proposta per un regime basato interamente sul *fair value*, che sarebbe applicabile agli strumenti sia del portafoglio di negoziazione che del portafoglio bancario, è stata accolta con scetticismo dal settore bancario e dal mondo delle autorità di vigilanza³⁾. La principale critica ha riguardato l'inadeguato sviluppo dei modelli di valutazione del rischio di credito e dei metodi di valutazione degli strumenti non negoziabili che verrebbero utilizzati per stimare i *fair values*. Un'altra fonte di preoccupazione è stata individuata nel potenziale impatto sulla stabilità finanziaria dell'accresciuta volatilità nei bilanci. Lo standard non è stato adottato, ma non si è abbandonata la tendenza verso un utilizzo più ampio del principio del *fair value*.

Nell'agosto del 2001 lo IASB ha annunciato che avrebbe intrapreso un progetto per emendare lo IAS 39. Nel 2002 è stato pubblicato un progetto di standard contabile (*Exposure Draft*) con proposte di emendamento su cui sono stati richiesti commenti. Il documento include una proposta per dare alle imprese l'opzione (irrevocabile) di applicare il principio del *fair value* a qualsiasi strumento finanziario se l'impresa lo decide al momento in cui stipula il contratto. A seguito delle critiche sul trattamento delle operazioni di copertura dei portafogli, nell'agosto del 2003 è stato pubblicato, ai fini della consultazione pubblica, un'ulteriore progetto di standard sul *macro-hedging*. Nel dicembre del 2003 lo IASB ha diffuso le versioni riviste dei suoi standard IAS 32 e IAS 39. Le revisioni hanno beneficiato di una vasta consultazione; tuttavia alcune questioni rimangono controverse, quali

l'opzione del *fair value* e il *macro-hedging*. In merito a quest'ultimo, nella prima parte del 2004 saranno emessi ulteriori emendamenti dello IAS 39.

IL QUADRO CONTABILE DELLA UE

All'interno dell'Unione europea l'impulso a riformare il sistema contabile deriva principalmente dall'obiettivo di creare un vero e proprio mercato unico. La necessità di superare le differenze fra gli standard contabili dei diversi Stati membri e di disporre di uno sistema di regole contabili armonizzato è considerata una tappa cruciale verso l'integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro e nell'Unione europea. Di fatto, regole contabili armonizzate accrescerebbero la trasparenza e la comparabilità, facilitando così una migliore allocazione dei capitali e riducendo potenzialmente il costo del capitale. Di recente, una serie di grandi scandali contabili negli Stati Uniti e in Europa hanno nuovamente messo in evidenza l'importanza di informative finanziarie trasparenti e di elevata qualità.

Nel luglio del 2002 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato un regolamento⁴⁾ secondo cui le società quotate in borsa, incluse le banche, devono redigere i bilanci consolidati conformemente agli IAS a partire dal 2005. Inoltre, gli Stati membri hanno l'opzione di estendere le disposizioni del regolamento alle società non quotate in borsa e ai bilanci individuali. Sebbene un regolamento abbia forza di legge senza necessità di una trasposizione nella legislazione nazionale, è stato previsto un processo di omologazione ai fini dell'applicazione degli standard contabili internazionali nell'Unione europea (cfr. riquadro 2). La Commissione europea ha espresso il proprio impegno ad omologare tutti gli standard emessi dallo IASB.

3) Anche la BCE ha comunicato le proprie preoccupazioni al JWG. Cfr. *Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the 'Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items' issued by the Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters*, 8 novembre 2001 (www.ecb.int).

4) Regolamento (CE) n. 1606/2002.

Riquadro 2

IL PROCESSO DI OMOLOGAZIONE A LIVELLO DI UE DEGLI STANDARD CONTABILI INTERNAZIONALI

L'istituzione di un processo di omologazione formale degli standard contabili nell'Unione europea è necessaria per motivi politici e giuridici. In primo luogo, si considera inappropriato delegare gli standard contabili a organizzazioni private quali lo IASB, su cui l'Unione europea non ha alcuna influenza. In secondo luogo, è importante creare una certezza giuridica individuando gli standard che le società quotate dovranno rispettare in futuro. Il meccanismo di omologazione esamina inoltre se gli standard adottati dallo IASB sono in linea con le istanze di ordine pubblico della UE. Il processo di omologazione comporta l'intervento di uno specifico comitato, il Comitato di regolamentazione contabile (*Accounting Regulatory Committee – ARC*), presieduto dalla Commissione europea e composto da rappresentanti degli Stati membri. La BCE partecipa al Comitato in qualità di osservatore. Il Comitato di regolamentazione contabile adotta o respinge gli IAS sulla base di una proposta presentata dalla Commissione. Il processo di omologazione può essere descritto nelle fasi presentate qui di seguito.

Fase 1:

La Commissione presenta la propria proposta di adottare o respingere lo standard contabile al Comitato di regolamentazione contabile, unitamente a un rapporto che individua lo specifico IAS in questione, esaminando la sua conformità con le direttive contabili esistenti e la sua adeguatezza quale base per l'informativa finanziaria in Europa.

Fase 2:

Il Comitato di regolamentazione contabile ha due mesi per formulare il proprio parere sulla proposta. Il Comitato riceve le raccomandazioni tecniche relative all'utilizzo dello IAS nel contesto giuridico europeo da un gruppo tecnico contabile chiamato *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), un foro del settore privato composto dalle principali parti interessate alla informativa finanziaria in Europa, in particolare gli utilizzatori e i redattori dei bilanci e i rappresentanti della professione contabile (supportati dagli organismi contabili nazionali). Per presentare le sue raccomandazioni tecniche l'EFRAG ha un mese di tempo.

Fase 3:

Se il Comitato di regolamentazione contabile concorda con la proposta, la Commissione prende le misure necessarie a garantire che lo standard sia adottato per l'utilizzo all'interno del sistema giuridico della UE. Se il Comitato non ha un parere o pronuncia un parere negativo, la Commissione può rinviare la questione all'EFRAG o portare la questione dinanzi al Consiglio.

In conformità delle normali procedure della UE per il processo decisionale dei comitati di regolamentazione, il Parlamento europeo è informato del lavoro del Comitato di regolamentazione contabile. Il Parlamento europeo può anche intervenire se considera che la Commissione abbia ecceduto i propri poteri.

In conformità di tale processo il Comitato di regolamentazione contabile ha omologato nel luglio del 2003 l'esistente raccolta di standard contabili internazionali, ad eccezione dello IAS 32 (relativo alla presentazione e alla *disclosure* degli strumenti finanziari) e dello IAS 39 (relativo alla rilevazione e alla valutazione di tali strumenti). La Commissione ha poi formalmente

omologato gli stessi standard approvati dal Comitato adottando un regolamento⁵⁾. All'epoca lo IAS 32 e lo IAS 39 erano ancora sotto esame da parte dello IASB, poiché il settore finanziario e gli organi di regolamentazione finanziaria avevano richiesto ulteriori approfondimenti per valutare e affrontare le preoccupazioni relative all'applicazione dei due standard. Alla luce dei commenti ricevuti, lo IASB ha rivisto tali standard nel dicembre del 2003, ad eccezione delle questioni del *macro-hedging* che dovrebbero essere finalizzate nel primo trimestre del 2004. Successivamente, la Commissione li prenderà in esame per l'omologazione nella seconda metà del 2004.

3 I PRO E I CONTRO DI UN REGIME BASATO INTERAMENTE SUL FAIR VALUE

L'accresciuto utilizzo del *fair value* come previsto dallo IASB presenta numerosi vantaggi, ma solleva anche significative preoccupazioni per le istituzioni finanziarie. Uno dei principali vantaggi è indubbiamente che il valore di mercato o *fair value* degli strumenti finanziari derivati apparirà in bilancio. Dato che gli strumenti derivati sono diventati un importante strumento di gestione dei rischi per le banche e che il loro ammontare nozionale (che è ora registrato fuori bilancio) è spesso molto significativo in relazione al totale di bilancio, un utilizzatore dei bilanci avrà un quadro migliore della reale posizione finanziaria di una banca. In aggiunta, sarà più semplice valutare la misura in cui le procedure di gestione dei rischi di una banca, ad esempio l'impiego degli strumenti derivati, siano veramente efficaci.

La più ampia applicazione del principio del *fair value* dovrebbe inoltre determinare un sistema di valutazioni più coerente e comparabile, dato che gli strumenti sarebbero valutati con riferimento alla medesima data e in base allo stesso principio. Questa accresciuta trasparenza e migliorata qualità dell'informazione potrebbe portare a un'azione correttiva anticipata da parte del management, degli azionisti o degli organi di vigilanza se una banca assumesse rischi eccessivi.

Un altro vantaggio è che l'incentivo a scegliere secondo convenienza (*cherry-picking*) dovrebbe diminuire. Nell'attuale sistema contabile le variazioni del valore economico degli strumenti sono di regola registrate unicamente al momento dell'effettiva realizzazione; pertanto una banca può essere incentivata a realizzare certe transazioni puramente per sostenere il proprio utile d'esercizio. Ad esempio, le attività che mostrano sostanziali plusvalenze latenti (riserve occulte) possono essere vendute per controbilanciare risultati scadenti delle principali aree operative.

Tuttavia, il principio del *fair value* solleva anche significative preoccupazioni. In primo luogo, dato che le variazioni del contesto economico e il profilo di rischio sono rappresentati meglio, il principio del *fair value* potrebbe accrescere la volatilità dei bilanci. Si potrebbe argomentare che se c'è volatilità i bilanci dovrebbero rifletterla e, nel far ciò, essi dovrebbero fornire all'utilizzatore informazioni finanziarie più rilevanti. Tuttavia, per gli strumenti del portafoglio bancario, che sono in linea di principio detenuti fino alla scadenza, quali la maggior parte dei crediti, il valore alla scadenza deve necessariamente essere uguale al valore nominale, indipendentemente dalle oscillazioni del valore economico nell'arco della vita dello strumento. La volatilità nel conto economico derivante dall'utilizzo del principio del *fair value* durante la vita di tali strumenti può pertanto non fornire informazioni molto significative e può persino essere fuorviante (cfr. riquadro 3). Una complicazione aggiuntiva è la connessione in alcuni paesi tra bilanci e fisco. Esiste pertanto un rischio nel regime basato sul *fair value* che i profitti non realizzati siano tassati, un costo che potrebbe non essere controbilanciato dalla deducibilità delle perdite non realizzate.

In secondo luogo, la determinazione del *fair value* di certi strumenti, in particolare quando non esiste un prezzo di mercato significativo, potrebbe essere difficile. In tali casi, il *fair*

5) Regolamento (CE) n. 1725/2003.

Riquadro 3

ILLUSTRAZIONE DI COME IL PRINCIPIO DEL FAIR VALUE PUÒ DETERMINARE VOLATILITÀ AGGIUNTIVA NEI BILANCI DI UNA BANCA

Se una banca detiene nel proprio bilancio strumenti fruttiferi di interesse (ad esempio crediti, obbligazioni) fino alla scadenza, il principio del *fair value* può determinare una sostanziale volatilità aggiuntiva nel conto economico durante la vita degli strumenti, il che è in contrasto con l'intenzione di detenerli fino alla scadenza. Tale dinamica è illustrabile prendendo in considerazione il bilancio di una media banca europea nel caso di uno shock esogeno di tasso di interesse. Nel costruire tale bilancio vengono fatte alcune ipotesi semplificative (ad esempio, nessuna copertura, una durata massima di dieci anni per gli strumenti).

In assenza di un prezzo di mercato osservabile o significativo, il *fair value* di obbligazioni e crediti può essere approssimato calcolando il valore netto attuale dei loro flussi di cassa attesi. Questo calcolo consiste nell'attualizzare i flussi di cassa del particolare strumento nell'arco della sua vita residua con un tasso di sconto che riflette il tasso privo di rischio e un premio per il rischio. L'effetto di uno shock di tasso di interesse sul *fair value* degli strumenti può allora essere simulato modificando il tasso di sconto.

Al momento dell'iscrizione in bilancio, il valore stimato di questi strumenti sarà in genere uguale al loro valore nominale, esprimendo con ciò il fatto che sono stati prezzati in linea con le condizioni di mercato prevalenti. Con il passare del tempo e il variare delle condizioni di mercato, anche il valore stimato cambierà (calando nel caso di un aumento dei tassi di interesse e aumentando nel caso di un calo dei tassi) e non sarà più uguale al valore nominale. Tuttavia, alla scadenza il valore stimato dovrà nuovamente essere identico al valore nominale, rispecchiando il fatto che a questo punto l'attività della banca a fronte dell'emittente delle obbligazioni o del debitore del credito è immediatamente rimborsabile al valore nominale (di parità). Quest'evoluzione del valore di un'obbligazione o di un credito nell'arco della sua vita è anche definita movimento di "spinta alla parità" (*pull to par*).

Tali principi sono illustrati nel grafico sotto riportato, che mostra l'effetto nel tempo sul conto economico della banca di uno spostamento verso il basso di 100 punti base della curva dei rendimenti espresso come percentuale del capitale e delle riserve della banca. L'effetto è raffigurato su base incrementale, il che significa che è mostrata solamente la differenza nel conto economico tra un regime basato sul *fair value* e il corrente modello contabile. Va rilevato che, a causa della valutazione LOCOM del corrente modello contabile applicata ai titoli del portafoglio bancario, il grafico che rappresenta il caso di un aumento dei tassi di interesse non è solo semplicemente un'immagine speculare del grafico rappresentante un calo dei tassi.

Il grafico illustra che con lo spostamento della curva dei rendimenti verso il basso di 100 punti base, il *fair value* del portafoglio di obbligazioni e crediti aumenterebbe; in un regime basato sul *fair value* tale aumento sarebbe imputato al conto economico della banca sotto forma di profitto. Nell'attuale sistema contabile il portafoglio rimarrebbe al suo precedente valore contabile (uguale al valore nominale) e non ci sarebbe pertanto alcun effetto sul conto economico. Se non ci fossero shock aggiuntivi, nel tempo l'aumento di valore del regime basato sul *fair value* sarebbe nuovamente trasferito sotto forma di costi nel conto economico, poiché alla scadenza il *fair value* delle obbligazioni e dei crediti tenderebbe necessariamente alla parità. Il grafico mostra inoltre che, mentre il calo dei tassi di interesse avrebbe un forte impatto immediato, il

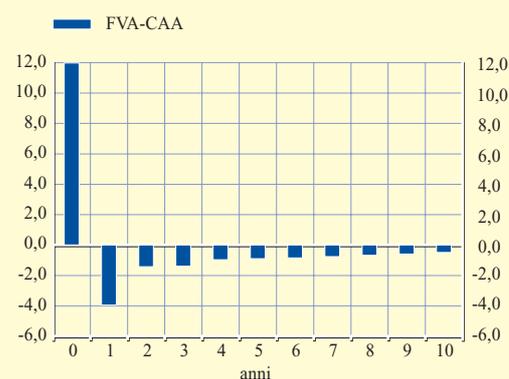
conseguente movimento di segno opposto nel tempo sarebbe più graduale. Con il principio del *fair value* tutte queste variazioni di valore sarebbero interamente rispecchiate nel conto economico, mentre con il corrente sistema contabile le obbligazioni e i crediti rimarrebbero al loro valore nominale.

Per concludere, all'accensione e alla scadenza degli strumenti il principio del *fair value* e il corrente sistema contabile hanno lo stesso effetto sui bilanci di una banca, ma nel periodo che intercorre tra accensione e scadenza il principio del *fair value* determinerà maggiore volatilità, il che sembra essere in contrasto con le intenzioni per cui vengono detenuti gli strumenti.

value dovrà essere calcolato sulla base di modelli (*marking to model*), i quali potrebbero dare risultati molto diversi per strumenti con caratteristiche di rischio comparabili. La validità del valore risultante da questo criterio dipende dalla qualità del modello e dei dati utilizzati come input. Spesso per stimare i parametri dei modelli è impiegata una prospettiva temporale troppo breve, e sia gli operatori di mercato che gli organi di vigilanza concordano sul fatto che gli attuali modelli di valutazione hanno bisogno di essere ulteriormente sviluppati. Inoltre, dato che le istituzioni possono utilizzare modelli differenti con ipotesi significativamente diverse, i *fair values* e i conseguenti effetti sul conto economico possono non essere comparabili fra banche diverse, e ciò è in contrasto con uno degli obiettivi del principio del *fair value*. Per i revisori esterni sarà particolarmente difficile verificare se i *fair values* ottenuti mediante l'utilizzo di modelli sono affidabili⁶⁾.

Infine, va menzionata la questione del proprio rischio di credito o del rischio derivante dalle obbligazioni emesse dalla stessa banca. In un regime basato sul *fair value* un deterioramento del proprio merito creditizio determinerebbe un calo del valore delle obbligazioni emesse, riducendo così il *fair value* delle passività. Se il valore delle attività rimanesse invariato, ciò determinerebbe simultaneamente un aumento

Principio del fair value (FVA) – Principio del costo (CAA) espresso in percentuale del capitale e riserve
Traslazione verso il basso della curva dei tassi per 100 punti percentuali



del patrimonio aziendale, calcolato come differenza tra il *fair value* delle attività e quello delle passività. Tale miglioramento nella posizione di solvibilità risultante da un deterioramento del proprio merito creditizio è contrario a quanto ci si attenderebbe e decisamente controverso, specie dal punto di vista della vigilanza. Potrebbe costituire un importante motivo per cui gli organi di vigilanza potrebbero non accettare che gli IAS siano interamente rispecchiati nei calcoli dei requisiti patrimoniali obbligatori.

4 L'IMPATTO DEL (NUOVO) MODELLO CONTABILE SULLE BANCHE

L'IMPATTO SUI BILANCI DELLE BANCHE

Gli shock che colpiscono l'economia si manifestano diversamente nei bilanci delle banche a seconda del modello contabile vigente. Per comprendere meglio l'impatto sulla stabilità finanziaria, sono qui presentati alcuni scenari particolarmente rilevanti per il settore bancario sia nell'ambito dell'attuale modello contabile che del principio del *fair value*. Tali scenari sono: un deterioramento significativo della qualità creditizia, una variazione inattesa dei tassi di interesse,

6) Ci sono anche importanti problemi riguardanti le statistiche, ma questo problema esula dallo scopo del presente articolo.

una crisi del mercato immobiliare e una brusca variazione delle quotazioni azionarie.

Il *primo scenario* analizzato è quello di un *deterioramento della qualità creditizia*. Il deterioramento della qualità creditizia di un'attività finanziaria, quale un credito o un'obbligazione, si rifletterà in una riduzione dei flussi di cassa attesi. Se il *fair value* dello strumento dovesse essere calcolato attualizzando i flussi di cassa attesi, esso diminuirebbe parallelamente al deterioramento della qualità creditizia. Nell'ambito delle attuali regole contabili, invece, il valore dell'attività viene corretto di norma soltanto attraverso una svalutazione (o accantonamento) specifica quando l'attività è "deteriorata" o *non-performing*. In tal caso, prima che il valore venga corretto nei bilanci deve spesso verificarsi un certo "evento reale" che rispecchi un deterioramento della qualità, come un'inadempienza o un ritardo nei pagamenti degli interessi.

Nell'ambito dell'attuale modello contabile il comportamento della banca in materia di valutazione dei crediti sarà pertanto cruciale. Se le valutazioni vengono effettuate in modo perfettamente lungimirante e rispecchiando qualsiasi variazione dei flussi di cassa attesi, gli effetti contabili relativi al rischio di credito saranno identici sia nell'ambito del corrente modello contabile che nel regime basato sul *fair value*. Tuttavia, le attuali normative contabili e fiscali costituiscono un importante ostacolo per le svalutazioni operate in chiave prospettiva (*forward-looking provisioning*). Al fine di limitare la possibilità del management di manipolare i risultati di bilancio, nella maggior parte dei paesi le normative tendono a definire in maniera ristretta i termini "attività deteriorate" o "crediti non-performing". La svalutazione è consentita unicamente quando si sono già materializzate perdite specifiche o quando vi sono indicazioni che queste si materializzeranno presto. Di conseguenza, le svalutazioni per le perdite su prestiti sono effettuate in predominanza a posteriori.

Un altro importante elemento nel dibattito che contrappone il vigente modello contabile al principio del *fair value* è il modo in cui le ban-

che stimano i propri flussi di cassa futuri. Un parametro cruciale in questo caso è la cosiddetta "probabilità di insolvenza" o la probabilità che un certo debitore divenga insolvente nell'arco di un dato intervallo temporale. Gli studi condotti sui sistemi di valutazione del rischio di credito delle banche hanno dimostrato che, di regola, le probabilità di insolvenza e i rating associati sono stimati in maniera puntuale con un orizzonte temporale breve, in genere un anno; pochissime banche utilizzano un orizzonte temporale più lungo nella propria valutazione dei rischi prendendo in considerazione la performance media attesa di un mutuatario nel corso di un ciclo economico. Se per la valutazione dei flussi di cassa attesi si dovessero utilizzare le stime basate su un orizzonte temporale breve i risultati dovrebbero essere rivisti abbastanza spesso e ciò porterebbe a una maggiore volatilità nei bilanci.

Il *secondo scenario* si incentra su una *variazione inattesa dei tassi di interesse*. Se non si prendono in considerazione gli strumenti derivati, nel regime basato sul *fair value* una variazione dei tassi di interesse avrà un impatto molto diverso sul valore contabile degli strumenti inclusi nel portafoglio bancario rispetto al modello contabile vigente. Un aumento dei tassi di interesse determinerebbe un più basso valore economico di tali strumenti a causa di una diminuzione del valore attuale dei flussi di cassa attesi. Inversamente, un calo dei tassi di interesse determinerebbe un aumento del valore economico.

Nell'ambito del principio del *fair value* queste variazioni di valore saranno sempre registrate nei bilanci, per la natura stessa di tale principio contabile. Per contro, nell'ambito del modello attuale le variazioni di valore derivanti dalla volatilità dei tassi di interesse, per quanto riguarda i crediti, non saranno rilevate. Per i titoli immobilizzati la registrazione avverrà unicamente nel caso di un aumento dei tassi di interesse, allorché il portafoglio sia valutato secondo il criterio del LOCOM. Quest'ultimo, tuttavia, non riconoscerà gli aumenti di valore latenti derivanti da una diminuzione dei tassi di interesse. Di conseguenza, le variazioni dei tassi di interesse

saranno trattate in modo asimmetrico, il che non succederebbe nell'ambito del principio del *fair value*. In un contesto di tassi di interesse in forte calo è pertanto probabile che le banche che applicano la valutazione LOCOM abbiano ampie riserve occulte nei propri bilanci.

Il *terzo scenario* è una tipica *crisi del mercato immobiliare*, che in ampia misura può essere una combinazione dei due scenari precedenti, ossia un'accresciuta fragilità dei mutuatari e un aumento dei tassi di interesse. Tale scenario, osservato ad esempio durante la crisi bancaria svedese agli inizi degli anni novanta, è particolarmente rilevante in quanto una crisi nel mercato degli immobili commerciali va spesso di pari passo con una crisi bancaria. In aggiunta, i mutui costituiscono una quota rilevante dell'attività al dettaglio delle banche e le istituzioni specializzate in mutui svolgono un ruolo importante in diversi paesi europei.

Una crisi immobiliare può influire sui flussi di cassa attesi delle banche dai mutuatari non solo attraverso un deterioramento della loro intrinseca capacità di rimborso, ma anche tramite più bassi valori della garanzia immobiliare, se i debitori si rendono inadempienti. In questo scenario, l'evoluzione sia dei flussi di cassa attesi (che rispecchiano il rischio di credito) che del tasso di sconto (che riflette il rischio di tasso di interesse) porterebbe a una riduzione dei valori delle attività. Quest'effetto congiunto sarebbe pienamente rispecchiato nei bilanci con il principio del *fair value*, determinando probabilmente un'erosione sostanziale dei patrimoni bancari. Nell'ambito dell'attuale modello contabile, e senza considerare le specifiche decisioni di accantonamento della banca, il peggioramento della qualità creditizia non avrebbe un impatto fino al deterioramento delle attività; anche all'effettivo verificarsi del deterioramento, l'impatto sarebbe sostanzialmente minore a quello registrato in un regime basato sul *fair value*, dato che l'effetto di tasso di interesse sul portafoglio prestiti non sarebbe rilevato.

L'*ultimo scenario* è una *brusca variazione delle quotazioni azionarie*. Di regola, il modello con-

tabile vigente applica la valutazione LOCOM alle azioni del portafoglio bancario, mentre nell'ambito del principio del *fair value* sia i rialzi che i cali delle quotazioni vengono pienamente rispecchiati nei bilanci. Una differenza di rilievo tra i due sistemi contabili emergerà pertanto nel caso di una brusca variazione al rialzo delle quotazioni azionarie. Sebbene per molte banche europee le azioni rappresentino una parte relativamente modesta delle loro attività totali, ampi aumenti dei corsi quali quelli registrati nell'ultimo periodo di esuberanza dei mercati azionari hanno nondimeno buone probabilità di esercitare un impatto sostanziale sui bilanci in un regime basato sul *fair value*. Per contro, nel corrente sistema contabile tali aumenti porterebbero a un accumulo di più ampie riserve occulte. Fintantoché le quotazioni azionarie restano al di sopra dei prezzi di acquisizione iniziali, qualsiasi successivo calo dei corsi potrebbe essere assorbito dalle riserve occulte, mentre con il principio del *fair value* i cali sarebbero pienamente rispecchiati nel conto economico.

Questi quattro scenari illustrano che la più ampia applicazione del principio del *fair value* determinerebbe probabilmente un'accresciuta volatilità nei conti economici delle banche, in quanto le variazioni delle condizioni economiche sono riflesse più rapidamente nei bilanci. In aggiunta, mentre nel vigente sistema contabile questo processo è in ampia misura asimmetrico, dato che di regola gli aumenti di valore risultanti dalle migliorate condizioni economiche non sono rilevati, in un regime contabile basato sul *fair value* il processo è simmetrico. L'accresciuta volatilità potrebbe essere sostanziale e potrebbe avere un impatto sul comportamento delle banche, il che solleverebbe a sua volta una serie di preoccupazioni per la stabilità finanziaria.

IL POTENZIALE IMPATTO SUL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE

Sebbene in un mondo caratterizzato da nessuna asimmetria e da mercati finanziari che funzionano efficientemente il regime contabile dovrebbe in linea di principio non avere un impatto sul

comportamento degli operatori economici, la realtà mostra che le regole contabili hanno di fatto la capacità di influire sul comportamento delle imprese. L'accresciuta volatilità risultante, nel regime basato sul *fair value*, dal più stretto legame fra i bilanci delle banche, le loro posizioni di rischio e le condizioni economiche prevalenti potrebbe pertanto portare a variazioni nel comportamento delle banche, ad esempio influenzando le loro decisioni economiche o le loro tecniche di gestione dei rischi. Più in generale, potrebbe influenzare il ruolo delle banche nel processo di trasformazione delle scadenze e il loro contributo all'ordinato funzionamento nel tempo del mercato del risparmio e degli investimenti all'interno dell'economia.

In un regime basato sul *fair value* la più tempestiva imputazione dei rischi, come un calo delle quotazioni azionarie o un deterioramento della qualità creditizia, può portare a una maggiore trasparenza rispetto al modello contabile attuale. Analogamente, le transazioni che non sono prezzate a condizioni di mercato dovrebbero in linea di massima essere più facili da individuare. Alcuni esempi includono la riduzione dei prezzi rispetto ai concorrenti per guadagnare quote di mercato o l'utilizzo di sussidi incrociati, in cui un'impresa fa affidamento sui profitti derivanti dalle sue varie operazioni per finanziare le sue pratiche predatorie in altri mercati. L'accresciuta trasparenza può a sua volta migliorare la disciplina esercitata sulle banche dal mercato o dagli organi di vigilanza, così che i problemi vengono evidenziati in maniera più tempestiva e le azioni correttive sono intraprese prima.

Tuttavia, la più tempestiva rilevazione dei rischi nel regime contabile basato sul *fair value* potrebbe aumentare la prociclicità dell'offerta di credito bancario e determinare cicli economici più pronunciati. In questo caso la prociclicità fa riferimento al fenomeno per cui l'attività creditizia delle banche tende a seguire lo stesso andamento dell'economia reale, con una crescita del credito in una fase positiva del ciclo e restrizioni in una fase congiunturale negativa. Ciò solleva una serie di preoccupazioni. Possibili conseguenze potrebbero essere distorsioni

nell'allocazione delle risorse e un comportamento degli investitori non ottimale, poiché in una svolta economica positiva potrebbero essere finanziati progetti insostenibili, mentre in una fase congiunturale negativa anche progetti molto promettenti potrebbero essere respinti. In aggiunta, il rischio sistemico potrebbe aumentare; ne è un esempio l'alimentazione di una bolla delle attività durante le fasi positive tramite condizioni di credito abbondanti e più elevati valori delle garanzie. Il successivo scoppio della bolla potrebbe determinare una crisi bancaria o un calo significativo dell'offerta di credito (*credit crunch*).

È noto che a causa di una varietà di fattori, tra cui le prassi operative, il comportamento creditizio delle banche è per sua stessa natura prociclico. Tuttavia, è importante che le normative finanziarie, tra cui le regole contabili o i requisiti patrimoniali, non accrescano indebitamente tale caratteristica. Nel regime contabile basato sul *fair value* i profitti non realizzati dovuti ad aumenti delle quotazioni azionarie o a un miglioramento della qualità creditizia durante una congiuntura positiva alimenterebbero immediatamente il conto economico e i fondi propri di una banca, fornendo perciò le basi per un'ulteriore espansione del credito. Nel caso di una fase congiunturale negativa si verificherebbe l'opposto, e ciò potrebbe rendere più profonda la svolta negativa o prolungarla. Se alla congiuntura negativa si associassero tassi di interesse più bassi quest'evoluzione potrebbe essere controbilanciata almeno in parte, grazie ai maggiori profitti derivanti dalla rivalutazione delle attività esistenti con un tasso di interesse fisso.

Il principio del *fair value* potrebbe non soltanto avere un impatto sul livello dell'attività creditizia delle banche, ma anche sulla composizione relativa dei loro bilanci. Nel regime basato sul *fair value* le banche potrebbero volere assumere meno rischi nell'intento di ridurre la volatilità dei bilanci. Tale risultato può essere ottenuto sia assumendo meno rischi in fase di erogazione o liberandosi dal rischio successivamente, attraverso attività quali la copertura o la carto-

larizzazione. In tal modo il ruolo delle banche quali intermediari finanziari potrebbe cambiare e i rischi che queste normalmente si assumono potrebbero essere trasferiti ad altri operatori economici. In linea di massima, la conseguente riduzione della concentrazione dei rischi potrebbe essere positiva in termini di stabilità finanziaria, purché gli operatori che assumono il rischio lo valutino adeguatamente.

Dall'altro lato, questo processo di trasferimento dei rischi potrebbe di fatto ridurre la gamma dei prodotti o la loro disponibilità per la clientela e pertanto ridurre il benessere sociale. Le banche potrebbero, ad esempio, essere riluttanti a concedere prestiti a tasso fisso o a lungo termine per timore che nei bilanci appaia il rischio di tasso di interesse oppure a causa dei costi associati alle operazioni di copertura o di trasferimento del rischio. Inoltre, i debitori dal merito di credito potenzialmente più volatile, quali le piccole e medie imprese o le nuove società, potrebbero avere difficoltà a ottenere accesso al credito bancario o potrebbero ottenerne accesso soltanto a condizioni più rigide.

Infine, l'introduzione del principio del *fair value* potrebbe influire sul modo in cui le banche accumulano margini finanziari sotto forma di capitale o riserve. Un'accresciuta volatilità nei bilanci aumenta la probabilità che vengano superate le soglie per certi coefficienti finanziari. Alcuni esempi sono i coefficienti minimi di solvibilità o i coefficienti utilizzati per determinare azioni quali il rimborso anticipato obbligatorio di un prestito o un declassamento del rating. Al fine di evitare l'attivazione di tali soglie da parte di inattese variazioni di valore, nell'ambito del regime basato sul principio del *fair value* la banca potrebbe volere accumulare margini finanziari più ampi. Un altro importante aspetto a tale riguardo è la reazione degli azionisti. Se in periodi positivi gli aumenti del valore delle attività sono immediatamente riflessi nel conto economico, le banche potrebbero subire pressioni dagli azionisti a distribuire più dividendi, pressioni a cui sarebbe difficile resistere in condizioni economiche favorevoli. Tuttavia, nel lungo periodo un tale comportamento potrebbe

influire negativamente sulla resilienza finanziaria complessiva delle banche.

5 CONCLUSIONI

Il passaggio dall'attuale modello contabile al principio del *fair value* può veramente essere definito come un cambiamento di paradigma, in quanto le valutazioni contabili retrospettive, basate sui concetti della prudenza e dell'affidabilità, lasciano il posto a valutazioni basate sui valori economici correnti. Questo spostamento fondamentale spiega il dibattito spesso acceso e controverso in merito ai pro e ai contro dei due modelli contabili. Il principio del *fair value* può avere conseguenze positive, tra cui il fatto di rappresentare meglio la realtà economica. Dall'altro lato, esistono seri dubbi su quanto affidabili sarebbero le stime del *fair value* per strumenti non negoziati su un mercato attivo e liquido, quali la gran parte dei crediti bancari. Le differenze nell'affidabilità dei metodi di valutazione tra le varie banche potrebbero inoltre mettere a repentaglio la comparabilità e la trasparenza dei bilanci. La comparabilità può essere particolarmente intaccata se le banche hanno l'opzione di fare scelte diverse quanto alle attività e alle passività da misurare al *fair value*.

Più in generale, è ancora ben poco chiaro come esattamente una più ampia applicazione del principio del *fair value* influenzerebbe il comportamento delle banche. Scenari economici differenti particolarmente rilevanti per le banche, come quelli discussi in questo articolo, possono avere un impatto diverso nell'ambito del regime basato sul *fair value*, determinando per lo più un'accresciuta volatilità dei bilanci. Per gli strumenti che sono detenuti fino alla scadenza, come nel caso della maggior parte dei crediti bancari, ciò è in contrasto con l'intenzione per cui tali strumenti sono detenuti. Una maggiore volatilità può avere un impatto sul modo in cui le banche gestiscono i rischi o sulla loro propensione ad assumere rischi, il che potrebbe a sua volta avere un effetto sulla loro funzione di intermediazione e sul modo in cui rischi tradizionalmente assunti dalle banche

vengono ridistribuiti ad altri operatori economici. Infine, permangono serie preoccupazioni relativamente alla possibilità che il principio del *fair value* accresca la prociclicità dell'offerta di credito bancario e riduca la capacità delle banche di reagire ad andamenti avversi nell'economia.

In considerazione del fatto che l'affidabilità delle stime del *fair value* è ancora limitata e visti i possibili effetti negativi di tale principio contabile sulla stabilità del sistema finanziario si rendono necessarie una certa cautela e ulteriori analisi prima di passare a un più ampio utilizzo del principio del *fair value* da parte delle banche.

GLOSSARIO

Comitato di regolamentazione contabile (*Accounting Regulatory Committee – ARC*): comitato composto da rappresentanti degli Stati membri della UE e presieduto dalla Commissione europea. Il comitato ha una funzione normativa e offre pareri sulle proposte della Commissione per l'adozione di standard contabili internazionali.

Copertura (*hedging*): la designazione di uno o più strumenti di copertura (principalmente strumenti derivati, quali contratti *forward*, contratti *future* o *swap*) affinché la variazione del loro *fair value* controbilanci, interamente o parzialmente, la variazione del *fair value* o dei flussi di cassa di uno strumento coperto (ad esempio, obbligazioni, crediti o depositi).

Costo storico (*historical cost*): ai fini contabili, la quantità di contante o valori assimilabili pagata per acquisire attività, oppure il *fair value* del corrispettivo erogato per acquistare l'attività al momento della sua acquisizione. Per le passività, l'ammontare del corrispettivo ricevuto per assumere l'obbligazione.

European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG): gruppo del settore privato composto da utilizzatori e redattori dei conti, rappresentanti della professione contabile e organismi contabili nazionali. Fornisce consigli tecnici sull'utilizzo degli IAS in Europa.

Exposure Draft (ED): il testo di una proposta di standard contabile internazionale, con un invito da parte dello IASB a inviare commenti e a rispondere a determinate domande.

Fair value: il valore al quale un'attività può essere scambiata, o una passività regolata, fra controparti bene informate e non soggette a costrizioni, in una transazione basata sulla reciproca indipendenza (*arm's length transaction*). In pratica, il *fair value* è spesso uguale al valore di mercato o è stimato per mezzo di un modello.

IAS 32: standard contabile internazionale relativo all'informativa sugli strumenti finanziari e alla loro presentazione.

IAS 39: standard contabile internazionale relativo alla rilevazione e alla valutazione degli strumenti finanziari.

International Accounting Standards Board (IASB): organismo internazionale che emana standard contabili internazionali, indipendente e finanziato privatamente.

International Accounting Standards Committee (IASC): organo che ha preceduto lo IASB (periodo 1973-2001).

Joint Working Group of Standard Setters (JWG): gruppo di lavoro composto da rappresentanti dello IASB e da diversi organi nazionali di fissazione degli standard contabili incaricato di affrontare questioni di interesse comune come la valutazione di strumenti finanziari.

Portafoglio bancario (*banking book*): il portafoglio di una banca formato da strumenti finanziari che sono in linea di principio detenuti fino alla scadenza o a fini di investimento a più lungo termine.

Portafoglio di negoziazione (*trading book*): portafoglio di una banca formato da strumenti finanziari che vengono detenuti a fini di negoziazione a breve termine.

Riserve occulte (*hidden reserves*): la differenza positiva fra il valore economico o di mercato di un'attività e il suo valore contabile, che non è riflessa nei bilanci.

Standard contabile internazionale (*International Accounting Standard – IAS*): standard contabile adottato dallo IASB.

Strumento finanziario (*financial instrument*): ai fini contabili, qualsiasi contratto che dà origine sia a un'attività finanziaria di un'impresa che a una passività finanziaria o a uno strumento azionario di un'altra impresa.

Valutazione al minor valore fra il costo di acquisizione e il prezzo corrente di mercato (*lower of cost or market – LOCOM*): regola di valutazione, spesso applicata ai titoli del portafoglio bancario, in base a cui l'attività è valutata al costo di acquisizione o al prezzo di mercato nel caso in cui quest'ultimo è inferiore.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

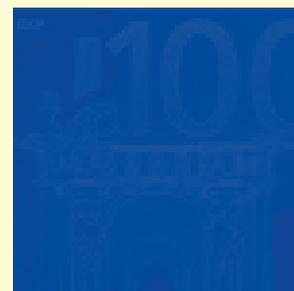


TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2	Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3	Statistiche monetarie	S12
2.4	Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5	Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6	Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7	Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8	Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9	Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10	Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1	Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2	Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3	Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4	Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29

4 MERCATI FINANZIARI

4.1	Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	S31
4.2	Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente	S32
4.3	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro	S34
4.4	Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S36
4.5	Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro	S38
4.6	Tassi d'interesse del mercato monetario	S40
4.7	Rendimenti dei titoli di Stato	S41
4.8	Indici del mercato azionario	S42

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1	IAPC, altri prezzi e costi	S43
5.2	Produzione e domanda	S46
5.3	Mercato del lavoro	S50

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

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S54
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	S60
7.3	Commercio di beni	S61
7.4	Posizione patrimoniale verso l'estero	S63
7.5	Riserve ufficiali	S65
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S66
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S67
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri paesi europei	S68
9.2	Stati Uniti e Giappone	S69
	LISTA DELLE FIGURE	S71
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

Segni convenzionali nelle tavole

“_”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 ⁹
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1,2)}	M3 ^{1,2)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,2	3,32	4,92
2003	11,1	8,0	8,0	-	5,0	.	2,33	4,16
2003 1° trim.	10,1	7,1	7,6	-	5,0	17,3	2,69	4,16
2° trim.	11,4	8,3	8,5	-	4,6	20,5	2,37	3,96
3° trim.	11,5	8,5	8,3	-	4,9	22,3	2,14	4,16
4° trim.	11,3	7,9	7,6	-	5,3	.	2,15	4,36
2003 ago.	11,8	8,6	8,3	8,2	5,0	22,5	2,14	4,20
set.	11,2	8,2	7,6	8,0	4,9	21,8	2,15	4,23
ott.	12,3	8,2	8,1	7,7	5,1	22,5	2,14	4,31
nov.	10,7	7,6	7,4	7,6	5,6	21,5	2,16	4,44
dic.	10,6	7,5	7,1	.	5,4	.	2,15	4,36
2004 gen.	.	.	.	.	.	.	2,09	4,26

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	2,3	-0,1	3,5	0,9	-0,5	81,4	0,4	8,4
2003	2,1	1,6	.	.	.	80,9	.	8,8
2003 1° trim.	2,3	2,4	3,1	0,7	0,8	81,1	0,0	8,7
2° trim.	1,9	1,5	3,2	0,1	-0,7	80,8	0,1	8,8
3° trim.	2,0	1,2	2,9	0,3	0,0	81,0	0,1	8,8
4° trim.	2,0	1,1	.	.	.	81,0	.	8,8
2003 ago.	2,1	1,3	-	-	-0,2	-	-	8,8
set.	2,2	1,1	-	-	-0,9	-	-	8,8
ott.	2,0	0,9	-	-	1,5	81,2	-	8,8
nov.	2,2	1,4	-	-	1,2	-	-	8,8
dic.	2,0	1,0	-	-	.	-	-	8,8
2004 gen.	2,0	.	-	-	.	80,7	-	.

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 ristretto (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2002	77,9	130,6	-41,5	103,4	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	.	.	.	.	306,9	99,9	103,6	1,1312
2003 1° trim.	4,4	16,6	-0,9	7,0	339,1	96,6	99,8	1,0731
2° trim.	-5,4	23,4	3,5	57,4	326,1	101,0	104,7	1,1372
3° trim.	16,2	37,3	-12,4	-68,4	332,9	100,2	103,9	1,1248
4° trim.	.	.	.	.	306,9	101,8	106,0	1,1890
2003 ago.	5,4	10,4	-3,4	-35,3	346,8	99,9	103,6	1,1139
set.	6,9	11,5	-4,8	14,2	332,9	99,5	103,3	1,1222
ott.	10,4	14,5	-10,6	26,7	332,4	101,0	104,8	1,1692
nov.	5,5	9,2	6,5	-4,3	321,9	100,9	104,9	1,1702
dic.	.	.	.	.	306,9	103,7	108,1	1,2286
2004 gen.	.	.	.	.	.	104,7	109,3	1,2613

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

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

- 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 transazioni mensili destagionalizzate.
- 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.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	9 gennaio 2004	16 gennaio 2004	23 gennaio 2004	30 gennaio 2004
Oro e crediti in oro	130.344	130.344	130.344	130.344
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	176.437	177.954	176.341	178.264
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	18.385	17.646	18.059	17.122
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	6.532	7.507	7.693	7.588
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	270.399	269.042	279.606	279.024
Operazioni di rifinanziamento principali	225.001	224.001	229.001	224.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45.000	45.000	45.000	55.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	366	24	5.587	5
Crediti connessi a scarti di garanzia	32	17	18	19
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	954	1.150	854	1.067
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	62.044	62.204	63.069	63.627
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	42.687	42.672	42.673	42.674
Altre attività	104.169	104.085	104.641	104.682
Attività totali	811.951	812.604	823.280	824.392

2. Passività

	9 gennaio 2004	16 gennaio 2004	23 gennaio 2004	30 gennaio 2004
Banconote in circolazione	425.220	419.162	415.127	415.623
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	133.708	135.107	134.694	132.129
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	133.606	135.053	134.323	132.115
Depositi overnight	102	54	371	13
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	256	256	256	256
Certificati di debito	1.054	1.054	1.054	1.054
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	38.761	42.872	57.443	60.077
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.520	9.568	10.803	9.595
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	481	393	411	410
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	12.452	13.419	12.594	13.516
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.757	5.757	5.757	5.757
Altre passività	53.572	53.845	53.969	54.802
Rivalutazioni	69.141	69.141	69.141	69.141
Capitale e riserve	62.029	62.030	62.031	62.032
Passività totali	811.951	812.604	823.280	824.392

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
			Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	
Operazioni di rifinanziamento principali						
2003 8 ott.	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
25	135.867	117.000	2,00	2,04	2,05	15
5 nov.	125.765	84.000	2,00	2,04	2,05	14
11	126.830	118.000	2,00	2,03	2,04	15
19	113.354	99.000	2,00	2,00	2,02	14
26	126.291	126.291	2,00	2,00	2,02	14
3 dic.	137.154	121.000	2,00	2,00	2,03	14
10	129.319	116.000	2,00	2,00	2,01	13
17	128.410	123.000	2,00	2,00	2,02	13
23	154.382	108.000	2,00	2,05	2,08	14
30	166.862	145.000	2,00	2,02	2,09	15
2004 6 gen.	118.344	80.000	2,00	2,02	2,04	15
14	166.033	144.000	2,00	2,00	2,02	14
21	101.083	85.000	2,00	2,00	2,01	14
28	165.044	139.000	2,00	2,01	2,02	14
4 feb.	112.763	76.000	2,00	2,01	2,02	14
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
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
27 nov.	25.402	15.000	-	2,12	2,13	91
18 dic.	24.988	15.000	-	2,12	2,14	105
2004 29 gen.	47.117	25.000	-	2,03	2,04	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2000 5 gen. ⁵⁾	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1
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 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 1.3.2.
- 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%.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva del 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
2001	10.910,1	6.226,1	389,7	1.315,2	605,1	2.374,0	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003 1° trim.	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5	
2° trim.	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9	
2003 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.	11.396,7	6.173,3	405,1	1.433,2	791,7	2.593,3	
ott.	11.497,0	6.194,8	420,2	1.445,3	814,0	2.622,7	
nov.	11.559,6	6.241,2	423,0	1.451,5	813,2	2.630,7	
dic. ^(p)	11.537,7	6.284,9	412,8	1.458,3	759,0	2.622,8	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2001	126,4	127,4	1,0	0,0	3,30
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003 1° trim.	128,9	129,6	0,7	0,0	2,67
2° trim.	131,2	131,9	0,6	0,0	2,34
3° trim.	131,3	132,0	0,6	0,0	2,07
2003 23 ott.	131,2	131,9	0,6	0,0	2,05
23 nov.	131,0	131,8	0,7	0,0	2,03
23 dic.	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 23 gen.	132,8	133,6	0,9	0,0	2,02
9 mar. ^(p)	133,4	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
2002	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 1° trim.	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
2° trim.	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
3° trim.	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
2003 23 ott.	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5
23 nov.	321,8	205,8	45,0	0,1	0,0	0,3	0,0	399,4	43,4	-2,2	131,8	531,4
23 dic.	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 23 gen. ^(p)	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2001	998,6	412,7	25,7	0,6	386,4	107,0	101,8	1,3	3,8	-	13,8	399,0	11,9	54,3
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,5	86,0	0,8	7,6	-	13,2	374,1	11,9	132,9
2003 1° trim.	1.015,4	411,8	24,1	0,6	387,0	105,4	95,1	0,8	9,5	-	12,5	349,3	11,9	124,5
2° trim.	1.074,6	469,3	23,7	0,6	445,0	114,2	103,1	1,1	10,0	-	12,4	334,4	12,0	132,3
2003 lug.	1.048,8	437,3	23,7	0,7	412,9	115,3	104,6	1,1	9,6	-	12,5	338,1	12,2	133,4
ago.	1.063,8	437,4	23,7	0,7	413,0	117,4	106,4	1,0	10,0	-	12,5	354,1	12,2	130,1
set.	1.089,0	462,5	23,7	0,6	438,1	121,6	110,4	1,1	10,1	-	12,4	341,8	12,3	138,4
ott.	1.081,4	449,6	23,7	0,6	425,2	122,9	111,5	1,2	10,2	-	12,7	341,4	12,3	142,5
nov.	1.078,5	452,2	23,7	0,6	427,8	124,2	112,7	1,2	10,4	-	12,9	332,4	12,3	144,4
dic. ^(p)	1.086,0	471,3	22,6	0,6	448,0	134,0	122,0	1,2	10,8	-	12,8	317,5	12,6	137,8
IFM escluso l'Eurosistema														
2001	18.226,3	11.134,7	822,0	6.518,7	3.794,0	2.535,9	1.122,9	1.077,4	335,6	38,5	810,8	2.408,8	168,1	1.129,5
2002	18.857,9	11.611,4	812,6	6.781,0	4.017,8	2.671,5	1.170,4	1.135,0	366,2	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003 1° trim.	19.184,0	11.732,8	804,8	6.853,8	4.074,2	2.830,6	1.234,7	1.210,0	385,9	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,7
2° trim.	19.530,2	11.881,0	794,2	6.943,6	4.143,2	2.886,6	1.242,1	1.239,4	405,1	69,0	853,4	2.624,1	157,9	1.058,1
2003 lug.	19.504,2	11.870,1	802,2	6.963,9	4.104,0	2.912,5	1.259,7	1.251,1	401,7	68,4	883,6	2.604,6	158,2	1.006,8
ago.	19.508,0	11.902,3	796,3	6.976,1	4.129,9	2.906,3	1.258,5	1.243,4	404,3	69,6	887,1	2.575,8	158,2	1.008,8
set.	19.571,5	11.949,6	797,4	6.996,5	4.155,7	2.929,0	1.255,9	1.262,6	410,5	69,4	881,1	2.546,7	158,6	1.037,2
ott.	19.609,9	11.921,9	797,3	7.025,0	4.099,6	2.959,0	1.266,2	1.274,7	418,2	71,2	880,4	2.610,7	158,4	1.008,3
nov.	19.808,5	12.049,7	806,8	7.072,0	4.170,9	2.987,8	1.273,1	1.291,9	422,9	71,6	890,1	2.622,3	158,5	1.028,4
dic. ^(p)	19.793,8	12.118,0	819,4	7.094,8	4.203,7	2.951,0	1.276,1	1.252,4	422,5	67,3	895,5	2.566,1	159,9	1.036,1

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Obbligazioni ¹⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2001	998,6	285,9	391,9	35,1	14,4	342,4	-	4,6	209,8	35,6	70,8
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003 1° trim.	1.015,4	365,4	345,8	50,7	16,2	279,0	-	2,7	149,5	28,7	123,3
2° trim.	1.074,6	391,4	379,4	52,6	18,9	307,9	-	2,6	143,1	29,8	128,3
2003 lug.	1.048,8	403,5	334,4	52,3	16,0	266,1	-	2,6	145,2	31,9	131,1
ago.	1.063,8	404,1	335,8	49,7	15,8	270,3	-	2,6	157,9	32,7	130,6
set.	1.089,0	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,1	32,4	134,4
ott.	1.081,4	412,3	345,6	35,0	18,5	292,1	-	2,6	150,5	32,0	138,4
nov.	1.078,5	419,2	343,1	48,3	20,5	274,3	-	1,6	146,3	28,0	140,2
dic. ^(p)	1.086,0	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	140,1	27,5	142,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2001	18.226,3	0,0	9.696,6	103,9	5.763,1	3.829,6	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9
2002	18.857,9	0,0	10.197,6	106,9	5.954,1	4.136,6	532,9	2.992,8	1.108,7	2.594,1	1.431,8
2003 1° trim.	19.184,0	0,0	10.317,0	125,5	5.995,1	4.196,3	617,6	3.045,7	1.115,8	2.665,5	1.422,4
2° trim.	19.530,2	0,0	10.540,6	147,6	6.096,1	4.296,9	640,0	3.083,3	1.126,3	2.641,8	1.498,1
2003 lug.	19.504,2	0,0	10.497,3	120,7	6.124,2	4.252,4	653,9	3.116,3	1.132,9	2.649,6	1.454,2
ago.	19.508,0	0,0	10.509,3	113,3	6.127,3	4.268,6	657,3	3.127,2	1.135,4	2.647,2	1.431,6
set.	19.571,5	0,0	10.565,6	128,9	6.128,0	4.308,7	646,2	3.128,5	1.142,5	2.606,6	1.482,1
ott.	19.609,9	0,0	10.531,5	130,8	6.158,1	4.242,5	653,4	3.172,3	1.142,9	2.657,0	1.452,9
nov.	19.808,5	0,0	10.665,8	132,1	6.203,6	4.330,1	656,3	3.188,0	1.147,5	2.655,9	1.495,0
dic. ^(p)	19.793,8	0,0	10.767,9	132,4	6.271,9	4.363,6	649,0	3.167,3	1.147,3	2.609,3	1.452,9

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro ¹⁾	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2001	13.576,7	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
2002	13.931,2	7.618,4	836,8	6.781,6	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003 1° trim.	14.124,7	7.683,3	828,9	6.854,4	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.894,2	172,7	1.116,0
2° trim.	14.383,3	7.762,1	817,9	6.944,2	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.958,5	169,9	1.150,0
2003 lug.	14.377,8	7.790,5	825,9	6.964,6	1.758,5	1.355,7	402,8	617,6	2.942,7	170,4	1.098,1
ago.	14.370,3	7.796,7	820,0	6.976,8	1.755,2	1.349,9	405,3	620,6	2.929,9	170,4	1.097,4
set.	14.412,8	7.818,3	821,1	6.997,1	1.784,6	1.373,0	411,6	616,6	2.888,5	170,8	1.134,0
ott.	14.498,8	7.846,6	821,0	7.025,6	1.805,6	1.386,2	419,4	613,9	2.952,1	170,7	1.109,8
nov.	14.613,7	7.903,2	830,5	7.072,7	1.828,6	1.404,5	424,1	623,7	2.954,7	170,8	1.132,8
dic. ^(p)	14.537,7	7.937,5	842,1	7.095,5	1.798,1	1.374,4	423,7	624,6	2.883,6	172,5	1.121,5
Transazioni											
2001	906,6	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,8
2002	601,3	299,2	-9,8	309,0	75,9	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003 1° trim.	221,0	87,2	-0,3	87,5	63,0	46,4	16,6	0,2	90,3	-3,6	-16,7
2° trim.	323,4	98,3	-8,6	106,9	52,0	37,9	14,1	21,2	122,1	-2,5	32,2
2003 lug.	-50,3	27,9	8,0	19,9	10,4	12,8	-2,4	-2,1	-32,3	0,4	-54,6
ago.	-74,3	-0,1	-6,2	6,1	-3,2	-5,0	1,8	2,2	-70,5	0,0	-2,6
set.	126,8	32,9	1,5	31,4	32,0	24,7	7,3	-4,5	31,3	0,4	34,9
ott.	80,8	29,0	-0,1	29,1	26,2	18,2	8,0	-4,1	51,3	0,0	-21,6
nov.	156,6	62,8	9,7	53,0	19,2	13,7	5,5	9,0	44,1	-0,1	21,6
dic. ^(p)	-1,2	44,4	11,9	32,5	-29,0	-30,0	1,0	1,3	-12,0	1,6	-7,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni Centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ¹⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2001	13.576,7	239,7	139,0	5.777,6	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,7	470,5	1.818,4	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003 1° trim.	14.124,7	327,2	176,2	6.011,3	550,8	1.804,3	1.001,0	2.694,2	1.545,7	14,1
2° trim.	14.383,3	351,0	200,3	6.115,0	571,0	1.833,7	997,7	2.671,6	1.626,4	16,5
2003 lug.	14.377,8	361,5	173,0	6.140,2	585,5	1.849,6	999,7	2.681,5	1.585,3	1,6
ago.	14.370,3	362,7	163,0	6.143,2	587,7	1.861,3	1.014,3	2.679,9	1.562,3	-4,0
set.	14.412,8	364,8	183,9	6.145,4	576,8	1.865,1	1.016,5	2.639,0	1.616,5	4,6
ott.	14.498,8	371,3	165,8	6.176,7	582,3	1.898,6	1.014,2	2.689,0	1.591,2	9,8
nov.	14.613,7	379,2	180,4	6.224,1	584,7	1.906,1	1.014,4	2.683,9	1.635,3	5,7
dic. ^(p)	14.537,7	398,1	153,7	6.288,8	581,7	1.882,0	1.003,7	2.636,9	1.595,2	-2,3
Transazioni										
2001	906,6	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	81,2	338,4	79,9	-33,5
2002	601,3	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,1	39,2	75,8	-39,0	32,7
2003 1° trim.	221,0	7,7	32,8	50,8	35,8	24,9	2,6	59,6	-4,5	11,3
2° trim.	323,4	23,8	24,1	110,8	19,7	36,8	0,7	25,9	78,9	2,6
2003 lug.	-50,3	11,1	-24,6	-8,4	10,3	14,4	9,8	6,6	-56,5	-12,9
ago.	-74,3	1,2	-10,0	-2,6	2,1	0,7	6,7	-39,1	-28,0	-5,3
set.	126,8	2,1	20,9	9,9	-8,8	22,5	7,3	11,6	53,3	7,9
ott.	80,8	6,4	-18,0	30,2	5,7	30,1	2,4	40,0	-23,3	7,3
nov.	156,6	7,9	14,6	50,9	-4,3	17,0	4,1	26,1	42,7	-2,4
dic. ^(p)	-1,2	19,0	-26,7	72,0	-2,7	-8,2	-2,2	1,1	-39,6	-13,9

Fonte: BCE.

- 1) A decorrere dalla fine di novembre 2000, i saldi derivanti dal funzionamento del sistema TARGET vengono compensati con frequenza giornaliera per novazione. Pertanto, le posizioni bilaterali di ciascuna banca centrale nazionale nei confronti della BCE e delle altre banche centrali nazionali sono state sostituite da una singola posizione bilaterale netta nei confronti della BCE. Per le posizioni lorde di fine mese nel 1999 e nei mesi da gennaio a ottobre 2000, cfr. le note corrispondenti nei Bollettini di febbraio 2000 e di dicembre 2000.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli di debito con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie

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

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

					M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ²⁾
	M2		M3-M2	Prestiti							
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2001	2.222,3	2.395,9	4.618,2	789,8	5.408,0	-	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	48,8
2002	2.439,3	2.474,3	4.913,6	854,5	5.768,1	-	3.994,1	2.073,3	7.724,3	6.781,0	176,0
2003 1° trim.	2.484,3	2.518,7	5.003,0	857,8	5.860,7	-	4.005,5	2.120,9	7.788,0	6.846,9	227,3
2° trim.	2.528,0	2.560,9	5.088,9	887,8	5.976,7	-	4.031,2	2.143,2	7.913,3	6.913,5	287,7
2003 lug.	2.552,8	2.573,0	5.125,7	901,4	6.027,1	-	4.065,5	2.183,5	7.981,7	6.954,9	264,6
ago.	2.585,4	2.575,1	5.160,5	892,4	6.052,9	-	4.110,7	2.184,6	8.035,2	7.004,7	243,5
set.	2.597,0	2.571,9	5.168,9	889,3	6.058,2	-	4.109,1	2.204,6	8.049,4	7.007,4	227,9
ott.	2.640,5	2.574,4	5.214,9	914,4	6.129,3	-	4.136,4	2.219,0	8.081,2	7.039,8	238,0
nov.	2.632,0	2.583,2	5.215,2	917,5	6.132,7	-	4.162,4	2.235,4	8.150,6	7.087,6	233,7
dic. ^(p)	2.647,6	2.577,9	5.225,5	917,0	6.142,5	-	4.140,5	2.235,2	8.148,0	7.096,6	210,2
Transazioni											
2001	121,4	158,3	279,7	118,5	398,3	-	178,2	2,5	467,0	377,4	-9,0
2002	214,6	88,4	303,0	68,7	371,7	-	187,8	37,7	346,7	313,0	165,3
2003 1° trim.	69,2	46,5	115,7	-8,0	107,7	-	30,0	17,0	81,6	80,6	94,6
2° trim.	59,3	45,7	105,0	27,1	132,1	-	40,3	25,2	130,8	83,6	69,7
2003 lug.	26,5	11,7	38,1	11,1	49,2	-	38,3	39,8	43,1	40,9	-36,3
ago.	30,6	-0,2	30,4	-9,1	21,3	-	25,1	1,7	45,8	43,7	-41,1
set.	14,8	-0,9	13,9	-0,4	13,5	-	23,8	22,0	25,8	13,7	4,5
ott.	43,1	1,9	45,0	25,2	70,1	-	28,8	19,4	31,2	33,0	7,7
nov.	-6,7	10,9	4,3	-4,1	0,2	-	39,2	12,0	75,4	53,8	5,9
dic. ^(p)	18,1	-2,3	15,7	-0,6	15,1	-	4,8	0,3	8,9	18,8	-12,5
Variazioni percentuali											
2001 dic.	5,9	7,1	6,5	17,6	8,0	7,9	4,8	0,1	6,7	6,1	-9,0
2002 dic.	9,7	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	165,3
2003 mar.	11,7	4,7	8,0	8,0	8,0	8,3	4,4	1,7	4,8	4,7	228,7
giu.	11,4	5,7	8,4	8,7	8,5	8,6	5,1	3,7	5,2	4,6	247,5
2003 lug.	11,5	5,9	8,6	9,4	8,7	8,5	5,3	4,9	5,6	4,9	208,8
ago.	11,8	5,6	8,6	6,3	8,3	8,2	5,3	5,1	5,6	5,0	161,1
set.	11,2	5,2	8,2	4,5	7,6	8,0	5,4	5,6	5,5	4,9	163,2
ott.	12,3	4,4	8,2	7,6	8,1	7,7	5,8	6,7	5,5	5,1	142,9
nov.	10,7	4,7	7,6	6,1	7,4	7,6	6,1	7,1	6,0	5,6	124,9
dic. ^(p)	10,6	4,6	7,5	4,8	7,1	-	5,8	6,6	5,7	5,4	92,5

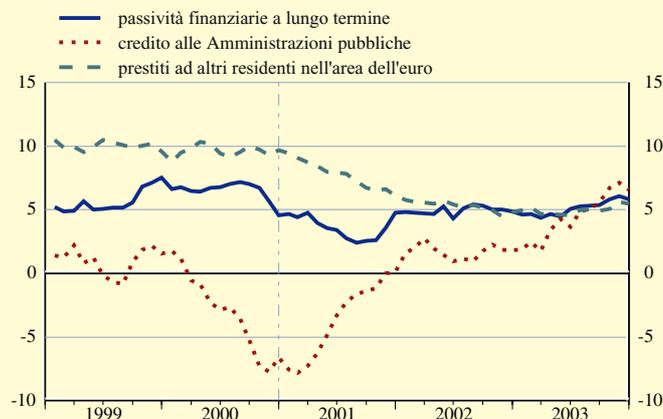
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 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 fino a due anni.
- I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie

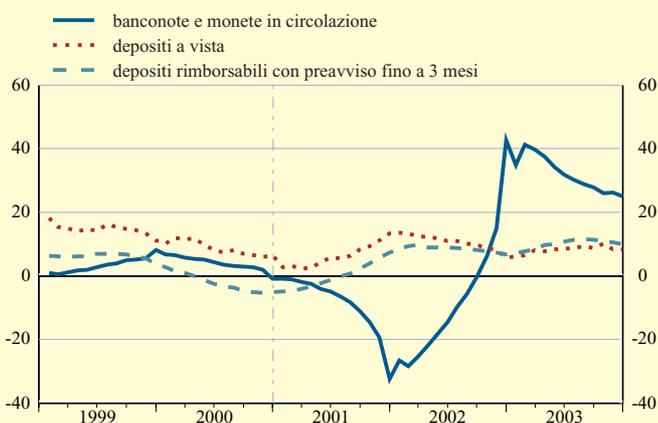
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2001	233,4	1.988,9	1.089,9	1.306,0	231,5	412,4	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.106,2	1.079,5	1.394,9	239,9	486,9	127,7	1.697,1	103,7	1.186,9	1.006,4
2003 1° trim.	331,9	2.152,3	1.071,6	1.447,1	209,4	549,1	99,4	1.702,8	100,2	1.203,3	999,2
2° trim.	347,1	2.180,9	1.074,2	1.486,7	220,9	569,2	97,6	1.730,8	96,2	1.211,1	993,1
2003 lug.	355,2	2.197,6	1.067,9	1.505,1	227,3	582,8	91,2	1.754,7	94,0	1.220,4	996,4
ago.	359,6	2.225,8	1.058,8	1.516,3	222,4	581,2	88,9	1.774,1	92,1	1.228,9	1.015,6
set.	366,9	2.230,1	1.051,4	1.520,5	215,6	582,0	91,7	1.773,3	90,9	1.231,1	1.013,9
ott.	371,7	2.268,7	1.046,3	1.528,1	225,4	587,5	101,6	1.794,6	91,2	1.236,5	1.014,2
nov.	379,7	2.252,3	1.047,2	1.536,0	227,7	588,7	101,0	1.801,3	90,7	1.247,5	1.022,9
dic. (p)	388,7	2.258,9	1.043,3	1.534,6	220,1	601,8	95,0	1.794,1	90,5	1.252,7	1.003,2
Transazioni											
2001	-112,5	233,9	69,3	88,9	26,8	93,8	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	81,3
2002	99,6	115,0	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,0	117,9	-10,0	41,0	39,0
2003 1° trim.	20,9	48,2	-5,9	52,5	-21,7	17,4	-3,7	20,2	-3,5	12,4	0,9
2° trim.	15,2	44,1	5,9	39,9	11,6	19,7	-4,2	37,7	-4,0	8,7	-2,1
2003 lug.	8,7	17,8	-6,6	18,3	6,7	9,4	-5,0	21,0	-2,2	8,4	11,0
ago.	4,4	26,1	-11,2	11,0	-5,0	-1,7	-2,3	8,4	-1,9	7,3	11,3
set.	7,3	7,6	-5,4	4,5	-5,7	2,9	2,4	18,3	-1,2	3,2	3,4
ott.	4,8	38,2	-5,6	7,5	9,8	5,7	9,7	18,2	0,3	5,4	5,0
nov.	8,0	-14,6	2,8	8,1	1,3	-5,5	0,2	15,5	-0,4	11,6	12,6
dic. (p)	9,1	9,0	-1,2	-1,1	-7,6	13,4	-6,4	9,2	-0,2	6,9	-11,1
Variazioni percentuali											
2001 dic.	-32,4	13,5	6,8	7,3	12,5	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002 dic.	42,7	5,8	0,0	6,8	4,2	17,4	-9,4	7,3	-8,8	3,5	4,0
2003 mar.	39,7	8,1	0,0	8,5	0,9	16,5	-11,3	6,6	-8,2	4,0	2,5
giu.	31,9	8,6	-0,5	10,7	-0,9	19,3	-13,7	7,2	-10,7	3,9	4,6
2003 lug.	30,3	8,8	-1,0	11,4	1,6	18,1	-12,4	7,5	-12,6	4,3	4,5
ago.	28,8	9,4	-1,9	11,6	-2,8	15,4	-15,4	7,5	-14,3	4,8	4,3
set.	27,8	8,9	-2,5	11,4	-6,7	14,4	-15,5	8,0	-15,2	4,8	4,0
ott.	26,1	10,3	-4,0	11,0	-0,3	15,0	-8,4	8,7	-14,4	5,1	4,1
nov.	26,3	8,4	-3,0	10,7	1,5	10,8	-6,4	8,8	-13,7	5,4	4,3
dic. (p)	25,0	8,4	-2,5	10,1	-4,7	11,6	-9,6	8,9	-12,7	5,4	3,1

F3 Componenti degli aggregati monetari

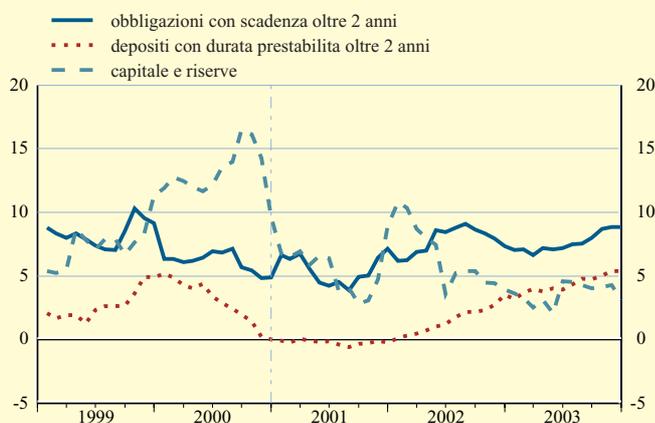
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

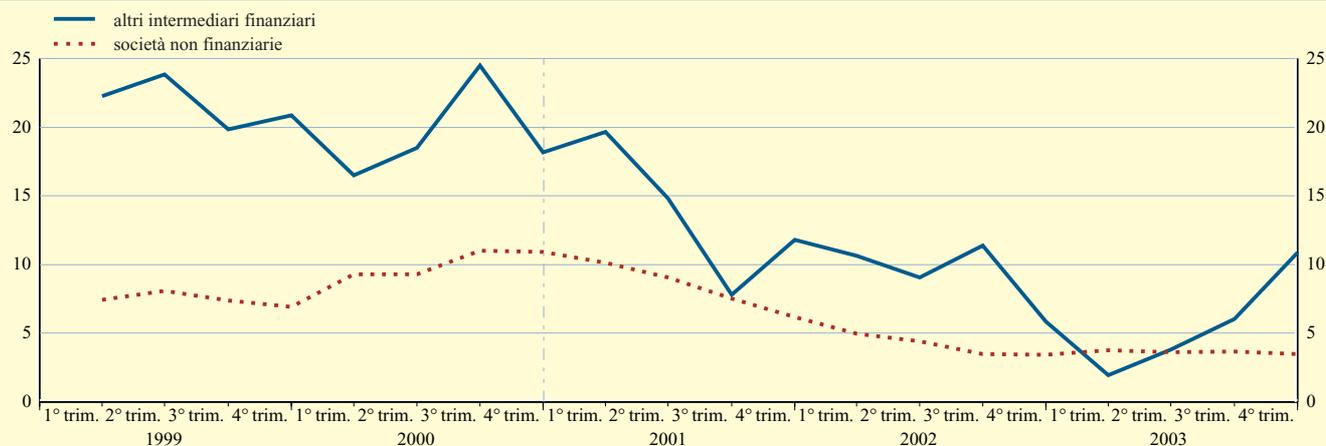
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2001	34,9	24,8	434,4	276,0	2.903,3	1.019,0	489,8	1.394,5
2002	33,0	19,7	453,9	288,0	2.972,3	980,8	514,3	1.477,2
2003 1° trim.	42,4	30,0	470,6	301,0	2.990,9	991,6	512,4	1.486,9
2° trim.	44,8	31,3	478,2	304,4	3.016,5	1.000,2	508,4	1.507,9
2003 lug.	48,7	32,8	472,0	292,7	3.015,3	987,0	514,3	1.514,1
ago.	44,1	28,2	470,8	289,4	3.021,4	978,5	519,7	1.523,2
set.	44,3	28,3	478,3	295,0	3.017,3	973,2	518,8	1.525,3
ott.	49,8	33,8	479,7	294,2	3.020,2	962,5	522,6	1.535,0
nov.	49,1	33,1	497,1	313,8	3.035,7	966,2	525,3	1.544,2
dic. ^(p)	35,9	22,4	502,8	313,9	3.042,3	959,8	528,6	1.553,8
Transazioni								
2001	3,6	3,0	46,4	27,7	167,7	18,4	55,6	93,6
2002	-4,4	-5,3	25,5	18,2	99,8	-25,9	31,0	94,7
2003 1° trim.	11,3	10,3	9,4	5,1	31,9	13,6	2,1	16,2
2° trim.	2,6	1,4	10,1	5,1	35,9	12,5	-2,7	26,1
2003 lug.	3,9	1,5	-6,9	-12,3	-1,1	-12,8	5,6	6,1
ago.	-4,7	-4,6	-3,1	-4,4	2,7	-9,7	4,9	7,5
set.	0,4	0,1	11,3	8,0	1,0	-3,5	-0,4	4,9
ott.	5,5	5,5	1,2	-1,0	2,7	-10,7	3,7	9,7
nov.	-0,9	-0,9	18,9	20,4	18,8	5,1	2,8	10,8
dic. ^(p)	-13,1	-10,6	9,7	2,6	10,4	-4,1	3,4	11,0
Variazioni percentuali								
2001 dic.	11,3	13,6	11,8	11,0	6,2	2,0	12,8	7,2
2002 dic.	-11,1	-21,2	5,9	6,6	3,4	-2,6	6,3	6,8
2003 mar.	7,2	5,3	1,9	-2,3	3,7	-1,0	5,8	6,4
giu.	4,7	2,9	3,8	0,0	3,6	0,5	2,4	6,2
set.	10,4	-5,9	6,0	2,3	3,6	-0,9	4,4	6,4
2002 dic. ^(p)	13,9	14,1	10,9	7,8	3,5	-1,0	3,8	6,3

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

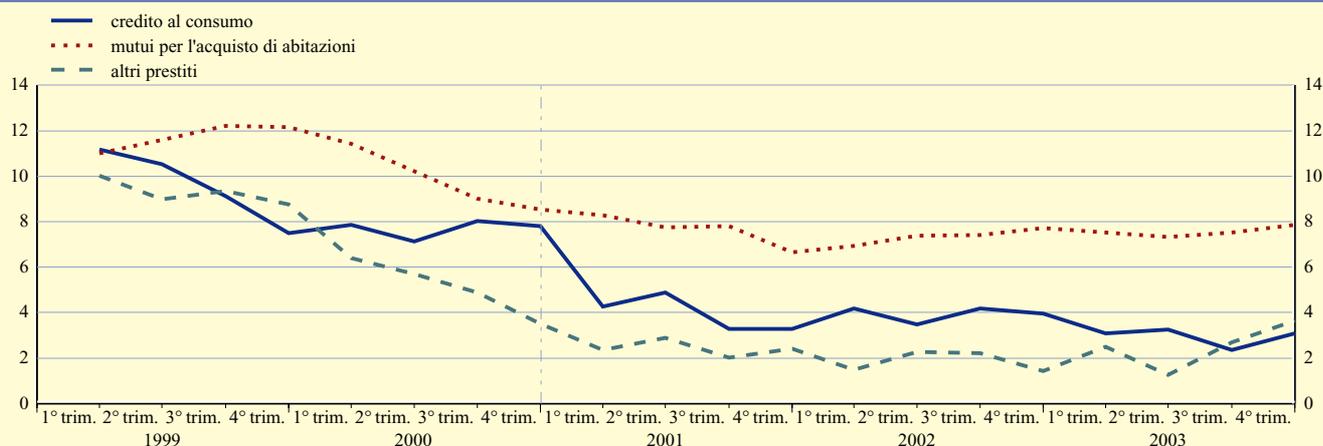
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2001	3.146,1	497,1	102,5	170,4	224,2	2.020,6	22,7	61,0	1.937,0	628,3	152,8	105,3	370,3
2002	3.321,7	517,0	105,1	178,3	233,6	2.181,9	23,3	65,8	2.092,8	622,8	153,9	99,7	369,2
2003 1° trim.	3.349,9	492,6	111,3	176,6	204,7	2.218,3	16,1	68,1	2.134,1	639,0	144,9	94,9	399,2
2° trim.	3.404,1	500,2	114,8	179,2	206,1	2.259,0	16,6	68,5	2.173,9	644,9	145,2	92,6	407,0
2003 lug.	3.427,9	501,6	113,0	180,4	208,3	2.281,7	16,3	69,3	2.196,1	644,6	140,8	93,1	410,7
ago.	3.439,8	485,7	108,1	178,1	199,5	2.296,4	16,5	69,7	2.210,3	657,7	141,7	94,1	421,8
set.	3.456,6	476,4	109,6	178,4	188,5	2.306,3	16,9	70,1	2.219,3	673,9	144,3	97,0	432,6
ott.	3.475,3	480,1	110,4	179,4	190,3	2.325,0	16,7	70,9	2.237,3	670,3	141,8	96,7	431,9
nov.	3.490,1	478,6	107,5	180,6	190,6	2.335,8	15,9	70,8	2.249,2	675,7	144,3	96,3	435,1
dic. ^(p)	3.513,8	483,5	110,8	181,9	190,8	2.354,0	16,2	67,0	2.270,8	676,3	144,9	96,3	435,1
Transazioni													
2001	156,3	15,9	-0,3	3,6	12,6	125,2	0,3	-1,8	126,7	15,2	-2,0	3,0	14,2
2002	184,7	19,7	6,1	4,8	8,7	156,2	0,7	2,8	152,7	8,9	-1,8	1,8	8,9
2003 1° trim.	35,2	-5,0	6,2	-3,2	-8,1	36,8	-7,1	2,5	41,3	3,4	-6,5	-2,3	12,2
2° trim.	58,2	7,8	1,7	4,5	1,6	44,0	0,4	-0,2	43,8	6,4	2,8	-2,9	6,4
2003 lug.	24,0	2,7	-1,9	1,5	3,2	22,3	-0,2	0,8	21,7	-1,0	-3,9	0,1	2,8
ago.	11,2	-3,0	-1,5	-0,9	-0,5	14,3	0,2	0,4	13,7	-0,1	-2,6	-0,4	2,9
set.	18,7	3,5	2,5	1,6	-0,6	11,6	0,4	0,4	10,8	3,6	2,1	1,5	0,0
ott.	19,6	3,2	0,8	1,0	1,4	18,3	-0,2	0,9	17,7	-1,9	-2,6	-0,3	0,9
nov.	16,4	-1,1	-2,9	1,3	0,4	11,5	-0,7	-0,2	12,4	6,1	2,8	-0,3	3,6
dic. ^(p)	25,6	6,3	3,5	1,4	1,4	18,1	0,4	-3,8	21,5	1,2	1,1	0,0	0,1
Variazioni percentuali													
2001 dic.	5,2	3,3	-0,6	2,2	6,0	6,6	1,5	-2,8	7,0	2,4	-1,3	2,9	3,9
2002 dic.	5,9	3,9	5,9	2,8	3,9	7,7	2,9	4,6	7,9	1,4	-1,2	1,8	2,4
2003 mar.	5,8	3,1	17,0	0,3	-0,7	7,5	-29,5	9,2	7,9	2,5	-4,3	-0,3	6,2
giu.	5,5	3,3	15,6	2,5	-1,5	7,3	-29,4	8,9	7,7	1,3	-6,9	-5,9	6,7
set.	5,8	2,3	12,4	2,6	-2,2	7,5	-30,1	11,3	7,8	2,7	-6,0	-1,5	7,3
2002 dic. ^(p)	6,3	3,1	8,1	4,1	-0,2	7,8	-35,5	0,1	8,6	3,6	-4,5	-4,5	9,1

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

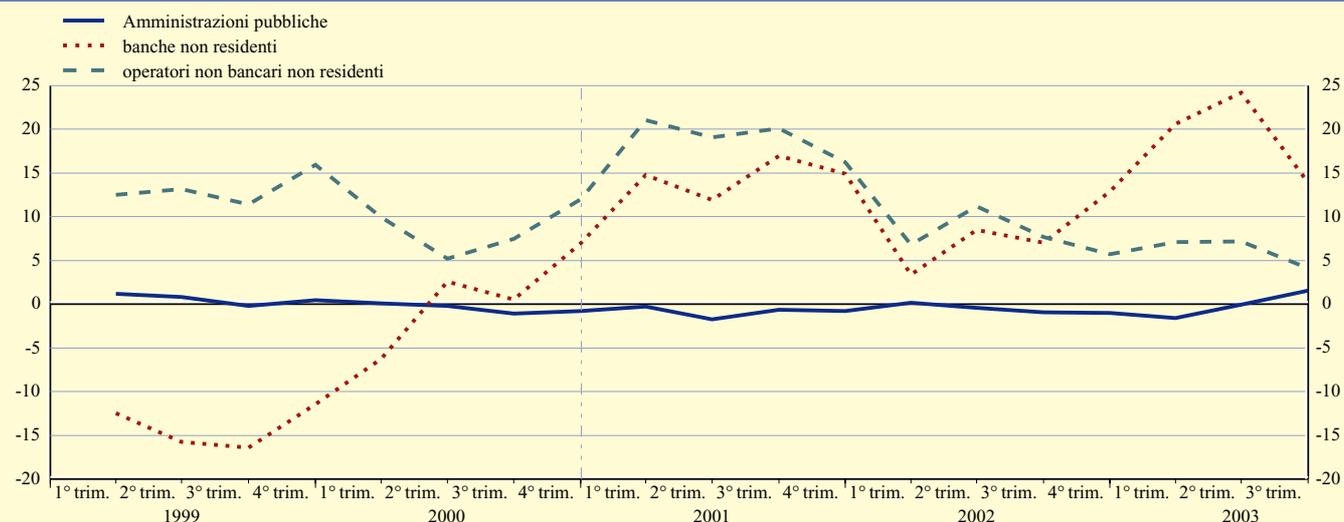
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni Pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2001	822,0	146,0	298,3	362,9	14,8	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	812,6	132,3	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 1° trim.	804,8	134,3	267,2	379,0	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
2° trim.	794,2	126,4	263,5	375,4	28,3	1.833,1	1.242,2	590,9	59,2	531,7
3° trim. ^(p)	797,4	128,4	262,3	375,8	30,4	1.740,7	1.160,9	579,9	59,1	520,7
Transazioni										
2001	-6,2	-18,3	1,1	9,9	1,3	224,8	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-8,3	-12,2	-21,1	19,9	4,9	169,3	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 1° trim.	-0,2	0,5	-10,2	4,8	4,1	66,8	43,8	22,9	-5,5	28,5
2° trim.	-8,2	-7,5	-3,8	-1,6	4,5	105,9	93,1	12,8	0,3	12,5
3° trim. ^(p)	3,3	2,1	-1,1	0,4	2,1	-87,4	-79,8	-7,6	-0,1	-7,5
Variazioni percentuali										
2001 dic.	-0,8	-11,2	0,4	2,8	9,7	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 dic.	-1,0	-8,4	-7,1	5,5	33,2	10,4	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 mar.	-1,6	-13,9	-9,2	7,1	60,3	15,7	20,6	7,1	-13,9	9,9
giu.	0,0	-9,3	-6,3	5,3	57,4	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
set. ^(p)	1,6	-3,5	-4,4	5,0	49,4	10,4	13,9	4,1	-11,5	6,1

F7 Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

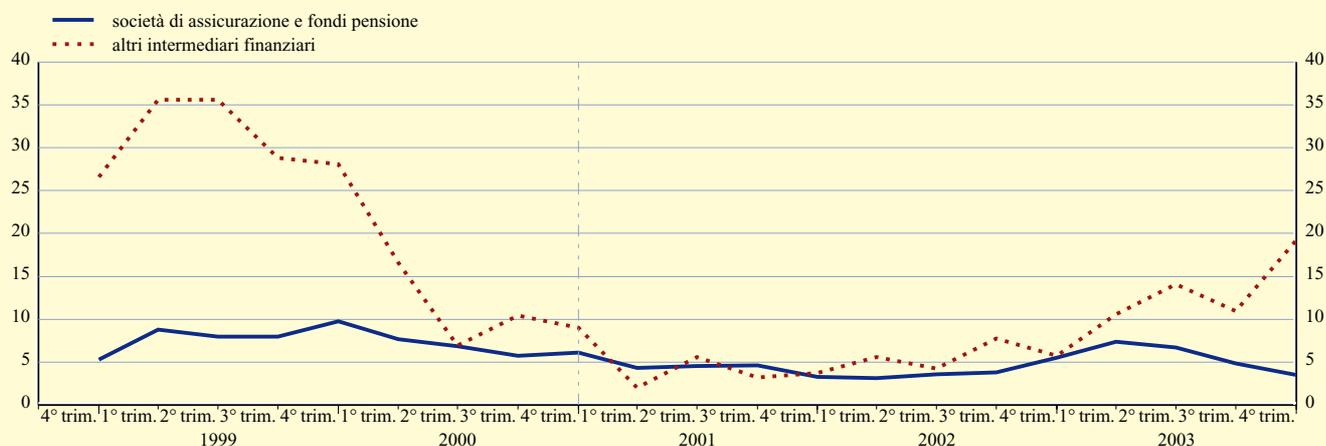
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2001	495,4	48,0	-	-	-	-	16,4	464,5	156,5	-	-	-	-	85,3
2002	522,8	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003 1° trim.	535,6	59,6	39,2	414,8	3,0	0,6	18,3	526,4	165,4	133,5	119,6	8,1	0,1	99,6
2° trim.	537,6	62,1	38,1	412,1	2,6	0,3	22,3	546,6	176,6	132,6	129,8	9,5	0,1	98,0
2003 lug.	535,6	53,6	39,6	418,5	2,8	0,3	20,8	541,4	167,3	131,7	128,2	9,5	0,1	104,6
ago.	534,9	49,6	40,2	423,0	2,9	0,3	19,0	539,2	163,5	132,1	129,8	8,9	0,1	104,9
set.	532,4	55,7	33,0	422,1	2,7	0,3	18,6	540,2	172,9	125,2	129,2	9,2	0,1	103,5
ott.	533,8	50,9	37,8	423,6	2,9	0,3	18,3	555,7	170,8	127,7	130,5	10,0	0,1	116,5
nov.	533,3	50,4	36,7	423,8	2,8	0,3	19,3	562,2	172,0	129,5	134,2	9,7	0,1	116,6
dic. ^(p)	542,6	57,9	41,8	420,8	2,6	0,3	19,1	558,7	175,8	129,7	138,6	10,0	0,1	104,5
Transazioni														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,4	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 1° trim.	12,3	3,9	-6,7	14,6	0,3	-0,1	0,5	42,2	13,4	8,4	18,9	1,7	0,0	11,0
2° trim.	2,3	2,7	-1,0	-2,9	-0,4	0,0	3,9	22,6	12,2	-0,2	10,8	1,5	0,0	-1,6
2003 lug.	-2,2	-8,5	1,4	6,2	0,2	0,0	-1,5	-5,1	-9,4	-0,9	-1,7	0,0	0,0	7,0
ago.	-2,0	-4,2	0,5	3,6	0,1	0,0	-2,0	-4,3	-4,9	0,3	0,7	-0,7	0,0	0,3
set.	-2,4	6,2	-7,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,4	2,2	10,6	-7,5	0,2	0,4	0,0	-1,5
ott.	1,4	-4,8	4,8	1,6	0,2	0,0	-0,3	15,2	-2,2	2,5	1,2	0,8	0,0	13,0
nov.	-0,2	-0,4	-1,0	0,2	-0,1	0,0	1,1	8,1	1,8	2,1	4,2	-0,2	0,0	0,1
dic. ^(p)	9,6	7,6	5,3	-3,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,5	4,7	0,8	5,8	0,4	0,0	-12,1
Variazioni percentuali														
2001 dic.	3,3	18,7	-	-	-	-	-5,1	3,7	2,3	-	-	-	-	14,0
2002 dic.	5,5	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 mar.	7,3	36,1	-	-	-	-	3,3	10,5	5,6	-	-	-	-	17,7
giu.	6,7	29,0	-	-	-	-	17,4	14,1	9,1	-	-	-	-	16,3
set.	4,9	11,5	-	-	-	-	27,8	10,9	11,1	-	-	-	-	8,8
2003 dic. ^(p)	3,5	4,2	-8,3	4,8	-4,2	-12,5	3,5	19,2	17,2	4,2	39,9	60,7	-	17,1

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

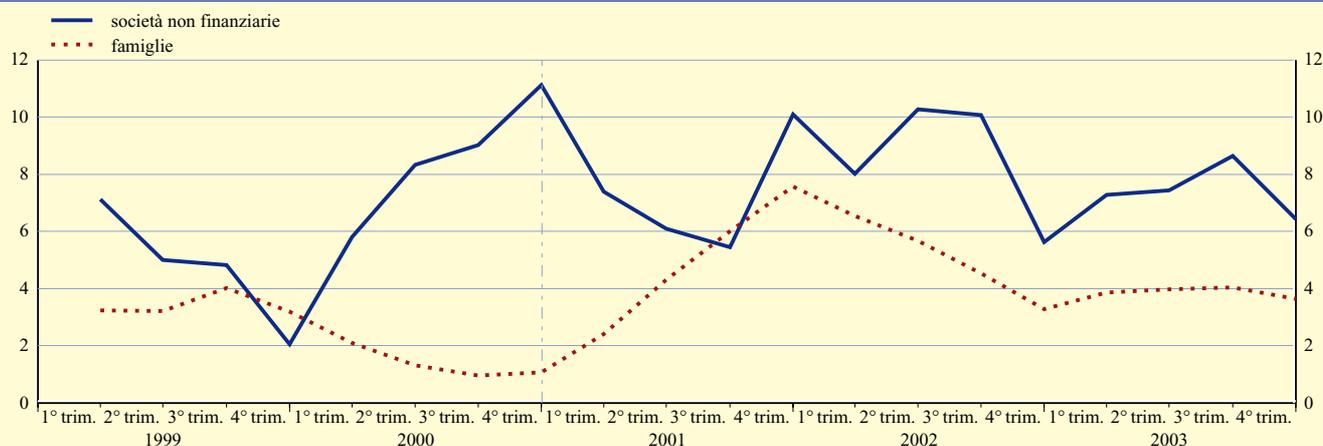
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2001	974,2	575,3	-	-	-	-	36,2	3.679,3	1.097,2	-	-	-	-	76,6
2002	989,6	595,5	-	-	-	-	34,7	3.806,1	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003 1° trim.	960,4	560,2	271,0	61,8	34,0	1,1	32,3	3.834,3	1.182,1	580,2	586,7	1.316,0	98,6	70,6
2° trim.	1.001,1	593,8	279,1	61,0	36,0	1,4	29,8	3.867,6	1.222,9	562,8	585,5	1.341,4	93,0	61,9
2003 lug.	996,6	584,2	284,3	62,0	36,1	1,4	28,6	3.909,2	1.257,1	561,1	586,1	1.351,5	90,9	62,5
ago.	1.004,7	581,0	291,5	64,9	36,6	1,4	29,3	3.910,8	1.256,6	559,6	586,5	1.357,7	89,3	60,9
set.	1.018,6	603,3	282,1	65,7	36,4	1,5	29,5	3.901,7	1.257,4	555,1	586,7	1.357,6	88,6	56,3
ott.	1.027,5	601,4	290,6	66,8	36,9	1,5	30,3	3.905,6	1.260,7	552,0	587,9	1.360,3	88,7	56,0
nov.	1.043,9	616,3	289,1	70,1	37,6	1,5	29,3	3.928,6	1.283,5	547,7	587,8	1.365,1	88,9	55,6
dic. ^(p)	1.055,0	632,9	282,1	70,4	38,1	1,5	30,0	3.976,6	1.296,8	545,7	601,1	1.390,2	89,9	52,9
Transazioni														
2001	89,9	69,6	-	-	-	-	7,4	258,5	139,7	-	-	-	-	7,0
2002	53,9	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,4	65,4	-	-	-	-	-1,9
2003 1° trim.	-27,1	-34,3	37,9	-44,3	4,5	0,3	-2,4	26,2	9,6	-42,5	26,0	41,5	-5,0	-4,1
2° trim.	43,4	34,7	9,2	-0,2	2,0	0,0	-2,4	35,0	41,1	-16,2	-1,2	25,5	-5,5	-8,7
2003 lug.	-5,3	-10,4	5,0	1,2	0,1	0,0	-1,2	9,1	2,7	-1,9	-0,1	10,0	-2,1	0,6
ago.	6,6	-3,9	6,4	2,7	0,5	0,0	0,9	0,2	-0,8	-2,5	0,4	6,1	-1,6	-1,6
set.	18,4	24,0	-7,8	0,8	-0,1	0,1	1,5	-7,4	1,1	-3,6	0,5	0,0	-0,7	-4,7
ott.	8,5	-2,1	8,3	1,1	0,4	0,0	0,8	3,6	3,3	-3,4	1,1	2,7	0,1	-0,3
nov.	17,1	15,8	-0,7	3,3	0,8	0,0	-2,1	24,0	23,0	-3,6	0,0	4,9	0,2	-0,4
dic. ^(p)	13,6	17,8	-6,0	0,5	0,6	0,0	0,7	49,5	13,7	-1,0	13,4	25,2	1,0	-2,7
Variazioni percentuali														
2001 dic.	10,1	13,6	-	-	-	-	25,8	7,6	14,5	-	-	-	-	12,9
2002 dic.	5,6	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 mar.	7,3	8,1	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
giu.	7,4	8,0	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
set.	8,6	8,7	-	-	-	-	-14,8	4,0	8,2	-	-	-	-	-28,2
2003 dic. ^(p)	6,4	7,0	22,4	-32,8	29,7	50,0	-12,4	3,6	7,9	-12,0	7,1	9,1	-13,2	-29,2

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

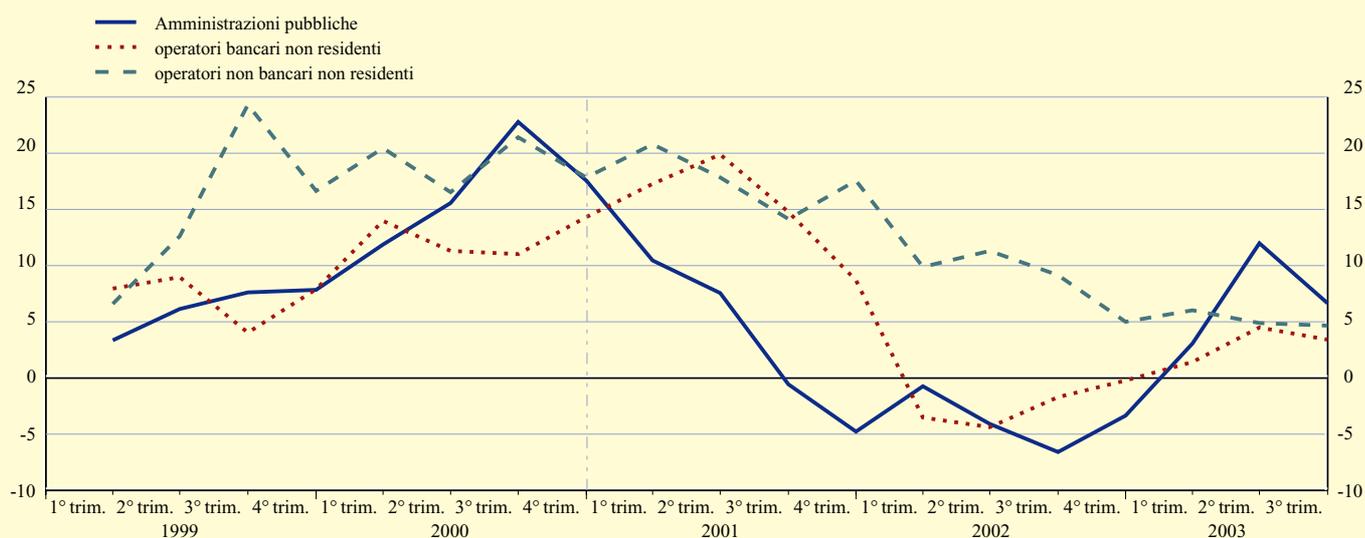
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 1° trim.	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,1	1.587,9	704,1	97,8	606,3
2° trim.	290,9	147,6	34,2	64,5	44,5	2.274,5	1.580,6	693,9	94,5	599,3
3° trim. ^(p)	264,1	128,9	32,2	64,3	38,7	2.257,1	1.556,9	700,1	93,5	606,7
Transazioni										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,5	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,4	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,3	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 1° trim.	8,6	11,6	0,4	-3,7	0,4	61,6	30,2	31,4	0,5	31,0
2° trim.	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,1	27,2	2,9	-3,3	6,2
3° trim. ^(p)	-23,4	-16,0	-2,0	-0,3	-5,0	-5,6	-13,4	7,8	-1,1	8,8
Variazioni percentuali										
2001 dic.	-4,8	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	11,1	8,7	17,6	12,2	18,5
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 mar.	3,1	13,0	3,7	2,1	-16,9	2,8	1,4	6,0	-0,1	7,0
giu.	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,6	5,8
set. ^(p)	6,7	18,9	-5,8	0,8	-5,4	3,8	3,4	4,7	-7,7	6,8

F10 Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

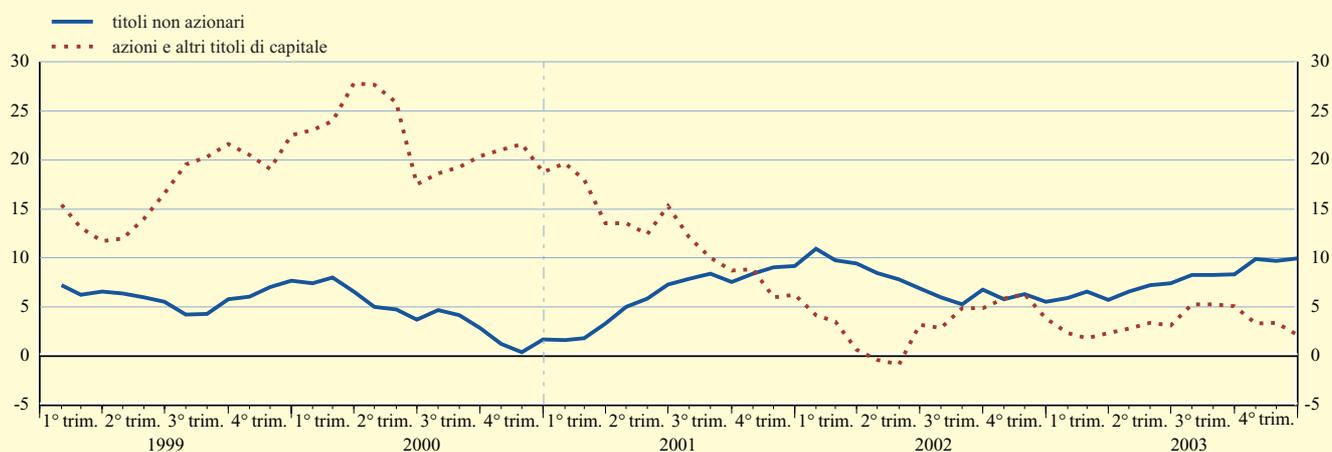
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2001	3.076,9	1.068,7	54,2	1.059,8	17,6	319,8	15,8	541,0	972,4	251,9	559,0	161,6
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003 1° trim.	3.426,4	1.173,3	61,4	1.192,3	17,7	366,9	19,0	595,8	999,4	259,2	559,1	181,0
2° trim.	3.501,5	1.182,6	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
2003 lug.	3.537,3	1.199,4	60,3	1.234,4	16,7	382,5	19,2	624,9	1.062,4	274,0	609,6	178,9
ago.	3.542,1	1.199,3	59,2	1.226,3	17,1	384,8	19,5	635,8	1.070,1	274,5	612,6	183,0
set.	3.553,7	1.198,2	57,7	1.245,9	16,7	391,3	19,2	624,7	1.060,7	272,6	608,6	179,6
ott.	3.595,4	1.207,1	59,0	1.258,4	16,2	398,9	19,2	636,4	1.062,6	274,7	605,7	182,1
nov.	3.626,8	1.214,2	58,9	1.275,7	16,1	403,9	19,0	639,0	1.069,5	274,9	615,2	179,4
dic. ^(p)	3.579,4	1.219,0	57,1	1.236,8	15,6	403,7	18,8	628,4	1.069,5	279,3	616,2	174,0
Transazioni												
2001	258,3	82,4	-4,1	13,1	-4,9	63,0	-0,1	108,9	57,0	10,3	29,6	17,0
2002	171,0	48,0	-0,9	41,0	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003 1° trim.	131,2	41,8	4,0	36,1	1,5	16,4	0,2	31,2	-0,1	-3,0	0,7	2,3
2° trim.	87,7	16,5	-0,4	30,9	-0,7	13,9	0,2	27,2	19,7	5,8	21,0	-7,1
2003 lug.	31,4	15,4	0,5	9,9	0,4	-3,2	0,8	7,6	3,9	3,3	-2,2	2,9
ago.	-8,1	0,3	-2,6	-6,7	-0,3	2,3	-0,4	-0,7	6,4	0,6	2,2	3,6
set.	31,9	-1,0	0,2	20,8	0,3	6,7	0,5	4,5	-9,3	-2,0	-4,6	-2,7
ott.	44,5	10,0	0,8	16,8	-0,6	7,9	0,0	9,6	-1,8	1,2	-4,2	1,2
nov.	38,2	6,7	1,0	11,9	0,4	5,1	0,4	12,7	6,6	-0,6	9,0	-1,8
dic. ^(p)	-31,0	4,2	-0,3	-38,9	-0,1	0,4	0,6	3,2	-4,5	0,0	1,3	-5,8
Variazioni percentuali												
2001 dic.	9,2	8,2	-7,1	1,2	-23,4	25,0	-0,4	25,4	6,3	4,2	5,7	12,0
2002 dic.	5,6	4,5	-2,5	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 mar.	5,7	4,3	-3,4	3,2	7,5	9,9	25,4	12,0	2,3	1,0	2,3	4,7
giu.	7,4	4,3	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,9	16,3	3,1	-0,1	5,8	-0,5
2003 lug.	8,3	5,8	-8,2	6,0	6,9	14,6	22,5	15,9	5,3	3,2	7,6	1,1
ago.	8,2	6,4	-11,8	5,8	5,5	16,4	19,7	14,4	5,3	4,0	6,2	4,3
set.	8,3	6,0	-8,3	6,6	8,4	15,3	18,5	13,9	5,1	3,3	6,3	3,9
ott.	9,9	6,8	3,9	8,4	5,4	16,8	11,2	16,1	3,3	3,1	3,6	2,8
nov.	9,7	5,9	1,7	9,0	8,9	17,1	12,9	15,4	3,4	2,6	4,7	0,3
dic. ^(p)	9,9	8,3	7,0	7,0	5,9	14,1	11,3	17,1	2,1	2,0	4,1	-4,1

F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-
2002	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	-1,0	-	-	-
2003 1° trim.	-1,2	-0,6	-0,1	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,0	-2,7	-1,2	-0,1	-1,5
2° trim.	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-1,2	-0,3	0,0	-0,9
2003 lug.	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
ago.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-0,3
set.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,3
ott.	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
nov.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4
dic. ^(p)	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,4	0,0	-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		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2001	-10,6	-0,8	-5,4	-4,4	-1,0	-	-
2002	-9,2	-1,8	-2,7	-4,7	-7,2	-	-
2003 1° trim.	-7,5	-4,1	-0,6	-2,8	-0,1	0,0	-0,1
2° trim.	-2,3	-1,2	-0,1	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1
2003 lug.	-0,7	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
ago.	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
set.	-1,0	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
ott.	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
nov.	-1,0	-0,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
dic. ^(p)	-1,7	-0,9	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	14,1	-0,6	0,2	9,8	0,1	5,9	0,1	-1,5	7,3	1,1	7,6	-1,3
2002	35,1	9,8	0,6	11,0	-0,1	5,1	0,2	8,3	-6,8	-4,7	0,7	-2,7
2003 1° trim.	6,4	-1,8	-0,1	10,3	0,0	-1,4	0,2	-0,9	-6,8	-1,1	-7,2	1,5
2° trim.	-0,3	-1,3	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,8	8,9	2,2	6,0	0,7
2003 lug.	-0,1	0,5	0,0	-0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	4,0	4,5	-1,2	0,7
ago.	-1,1	-0,3	0,2	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,4	1,4	-0,1	0,8	0,6
set.	-0,9	0,0	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	0,0	0,5	-0,8
ott.	-3,4	-0,2	0,0	-3,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	3,7	0,9	1,5	1,4
nov.	-1,5	0,4	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,5	-0,9
dic. ^(p)	-0,4	0,5	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,8	2,2	2,2	-0,3	0,4

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti dell'area dell'euro														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,0	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 1° trim.	4.196,3	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,7	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2° trim.	4.296,9	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.243,3	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
3° trim. ^(p)	4.308,7	91,0	9,0	5,6	0,5	1,4	0,9	6.256,9	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
Non residenti dell'area dell'euro														
2001	1.696,9	36,5	63,5	46,5	2,9	4,4	7,0	703,2	43,7	56,3	40,9	2,4	2,6	8,0
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003 1° trim.	1.587,9	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,1	51,7	48,3	32,0	2,5	1,9	8,9
2° trim.	1.580,6	45,9	54,1	37,4	1,7	4,2	8,0	693,9	52,1	47,9	32,3	2,2	1,9	8,8
3° trim. ^(p)	1.556,9	46,4	53,6	35,8	1,7	4,1	9,0	700,1	52,8	47,2	30,5	2,4	2,2	9,1

2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2001	3.030,2	85,1	14,9	8,2	2,2	1,4	2,2
2002	3.139,0	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 1° trim.	3.197,3	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
2° trim.	3.228,8	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
3° trim.	3.263,9	85,3	14,7	8,2	1,6	1,7	2,1

Fonte: BCE.

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

2) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

3) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ¹⁾
(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

3. Prestiti

	IFM ²⁾								Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Residenti nell'area dell'euro															
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	-	7.340,7	95,4	4,6	2,5	0,7	1,1	0,4	
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003 1° trim.	4.074,2	-	-	-	-	-	-	7.658,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2° trim.	4.143,2	-	-	-	-	-	-	7.737,8	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
3° trim. ^(p)	4.155,7	-	-	-	-	-	-	7.793,9	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3	
Non residenti nell'area dell'euro															
2001	1.095,6	41,3	58,7	37,9	4,0	3,4	8,4	608,7	33,1	66,9	51,9	1,9	4,2	6,1	
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6	
2003 1° trim.	1.173,0	50,6	49,4	30,6	4,3	2,7	8,6	594,0	38,2	61,8	46,7	1,9	4,6	5,6	
2° trim.	1.242,2	50,8	49,2	30,8	4,8	2,4	7,9	590,9	39,3	60,7	46,2	1,5	4,2	5,7	
3° trim. ^(p)	1.160,9	50,0	50,0	30,4	5,2	2,4	8,8	579,9	37,7	62,3	46,5	2,1	4,4	6,3	

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ²⁾								Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Emessi da residenti nell'area dell'euro															
2001	1.122,9	95,2	4,8	3,3	0,8	0,2	1,3	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2	
2002	1.170,4	95,9	4,1	2,1	0,6	0,2	2,0	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4	
2003 1° trim.	1.234,7	95,0	5,0	1,7	0,6	0,2	1,0	1.595,9	97,7	2,3	1,3	0,6	0,1	0,2	
2° trim.	1.242,1	95,2	4,8	1,7	0,6	0,3	1,0	1.644,5	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2	
3° trim. ^(p)	1.255,9	95,4	4,6	1,6	0,5	0,3	1,1	1.673,1	97,9	2,1	1,1	0,7	0,1	0,2	
Emessi da non residenti nell'area dell'euro															
2001	233,0	34,4	65,6	49,6	1,8	1,2	10,2	308,0	41,3	58,7	44,1	5,9	0,8	4,7	
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6	
2003 1° trim.	256,6	39,8	60,2	36,3	3,7	3,4	12,0	339,2	43,2	56,8	36,5	9,1	0,7	5,9	
2° trim.	259,1	42,2	57,8	34,4	3,4	2,5	13,6	355,4	44,2	55,8	35,4	8,5	0,7	6,0	
3° trim. ^(p)	262,7	42,9	57,1	32,5	3,5	2,8	14,5	360,2	44,6	55,4	34,4	8,9	0,7	5,5	

Fonte: BCE.

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

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2002 2° trim.	3.034,1	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,4
3° trim.	2.846,2	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	102,9
4° trim.	2.862,4	242,1	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6
2003 1° trim.	2.748,8	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2
2° trim.	2.959,5	232,5	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,3
3° trim. ^(p)	3.083,0	248,3	1.404,8	65,2	1.339,6	931,3	234,3	125,3	138,9

2. Passività

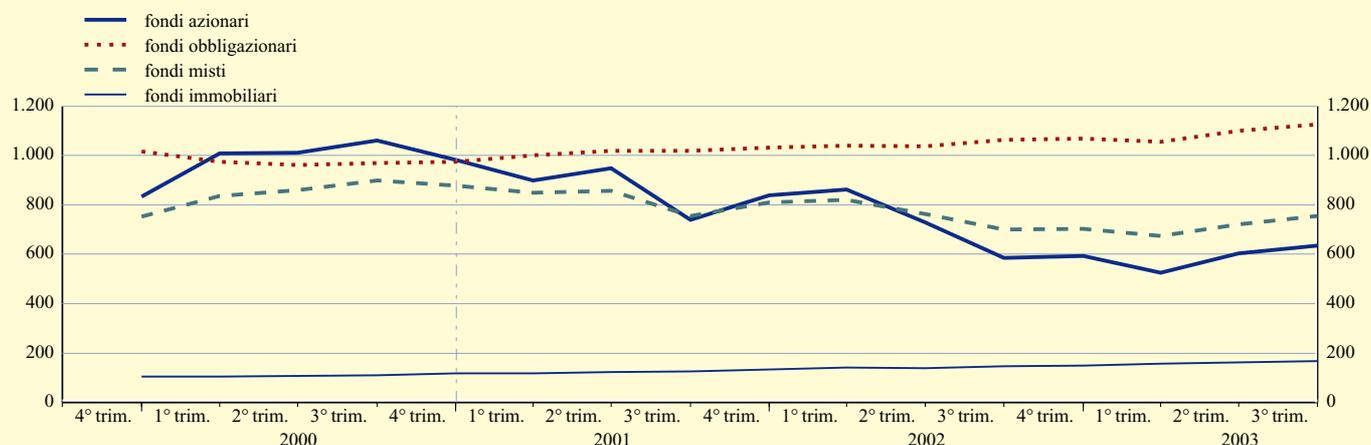
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
4° trim.	2.862,4	40,2	2.745,2	76,9
2003 1° trim.	2.748,8	41,1	2.629,3	78,5
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim. ^(p)	3.083,0	43,2	2.915,1	124,7

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

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8	
2002 2° trim.	3.034,1	728,7	1.037,1	762,6	139,2	366,5	2.262,1	772,0	
3° trim.	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2	
4° trim.	2.862,4	593,9	1.068,2	701,6	149,5	349,2	2.089,5	772,9	
2003 1° trim.	2.748,8	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4	
2° trim.	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,5	374,4	2.140,4	819,1	
3° trim. ^(p)	3.083,0	635,4	1.127,0	754,2	166,6	399,7	2.248,0	835,0	

F12 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. I dati si riferiscono ai paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
Fondi azionari									
2002 2° trim.	728,7	34,0	27,4	4,0	23,4	630,0	22,2	-	15,0
3° trim.	585,2	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	-	14,1
4° trim.	593,9	26,6	28,0	3,1	24,9	506,0	18,4	-	14,9
2003 1° trim.	525,9	24,5	30,2	2,8	27,5	438,6	16,5	-	16,1
2° trim.	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
3° trim. ^(p)	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
Fondi obbligazionari									
2002 2° trim.	1.037,1	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	-	34,9
3° trim.	1.063,3	78,3	902,1	37,2	865,0	32,7	11,6	-	38,5
4° trim.	1.068,2	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	-	37,2
2003 1° trim.	1.054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
2° trim.	1.099,5	82,4	927,8	33,0	894,8	31,1	20,9	-	37,3
3° trim. ^(p)	1.127,0	93,6	934,6	30,7	904,0	29,2	21,7	-	47,9
Fondi misti									
2002 2° trim.	762,6	54,2	286,9	20,6	266,3	298,8	94,6	2,1	26,0
3° trim.	699,9	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7
4° trim.	701,6	53,9	295,0	21,3	273,7	232,9	87,7	3,4	28,6
2003 1° trim.	675,3	50,4	300,8	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
2° trim.	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
3° trim. ^(p)	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
Fondi immobiliari									
2002 2° trim.	139,2	13,5	9,8	0,6	9,2	0,9	3,9	105,1	6,0
3° trim.	145,6	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2
4° trim.	149,5	11,0	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	114,5	6,9
2003 1° trim.	155,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	117,1	6,6
2° trim.	161,5	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
3° trim. ^(p)	166,6	16,1	8,9	0,6	8,4	0,8	9,5	124,3	6,9

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari 3	Azioni e altri titoli di capitale 4	Quote di fondi d'investimento 5	Capitale fisso 6	Altre attività 7
2002 2° trim.	2.262,1	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,0
3° trim.	2.092,0	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,2
4° trim.	2.089,5	190,9	904,8	663,2	153,1	107,7	69,8
2003 1° trim.	1.977,5	165,5	882,6	599,9	155,1	103,2	71,1
2° trim.	2.140,4	181,5	912,3	691,7	168,3	104,3	82,3
3° trim. ^(p)	2.248,0	198,9	927,5	736,5	176,6	107,9	100,5
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2002 2° trim.	772,0	43,6	396,9	237,7	48,5	11,9	33,5
3° trim.	754,2	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7
4° trim.	772,9	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8
2003 1° trim.	771,4	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1
2° trim.	819,1	51,0	470,4	189,2	56,1	16,5	36,0
3° trim. ^(p)	835,0	49,4	477,3	194,8	57,7	17,4	38,4

Fonte: BCE.

3

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale		Banconote, monete e depositi							Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro	
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrations centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002 1° trim.	15.141,2	5.360,8	236,7	4.774,3	1.692,3	1.604,8	1.358,1	119,1	157,5	192,3	301,7
2° trim.	14.811,9	5.438,1	261,2	4.827,6	1.759,9	1.593,8	1.356,2	117,6	155,0	194,3	278,1
3° trim.	14.346,9	5.448,4	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	196,1	289,0
4° trim.	14.623,3	5.607,9	309,2	4.951,7	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	210,7	293,2
2003 1° trim.	14.588,5	5.635,1	295,2	4.948,2	1.816,7	1.572,4	1.453,0	106,1	176,2	215,4	323,7
2° trim.	15.049,2	5.751,2	319,1	5.029,8	1.899,2	1.560,8	1.475,1	94,7	200,3	202,1	329,6
Transazioni											
2002 1° trim.	165,8	-9,8	8,5	-40,2	-53,2	-4,1	14,8	2,3	19,0	2,9	2,7
2° trim.	169,5	97,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	2,1	-10,0
3° trim.	155,7	7,2	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	1,8	9,1
4° trim.	187,3	169,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 1° trim.	174,9	41,9	7,7	-3,3	-28,4	-10,6	41,5	-5,7	32,8	4,8	32,1
2° trim.	228,4	136,2	23,8	86,0	84,0	-8,6	22,0	-11,4	24,1	2,4	11,4
Variazioni percentuali											
2002 1° trim.	4,7	4,7	-26,2	6,7	13,3	0,3	7,0	5,8	5,1	14,0	9,0
2° trim.	4,6	4,7	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	13,8	3,3
3° trim.	4,9	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	14,0	5,3
4° trim.	4,5	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	11,3	4,0
2003 1° trim.	4,5	5,9	33,9	4,3	7,4	-0,3	7,2	-10,6	5,1	12,0	13,7
2° trim.	5,0	6,5	30,4	4,5	7,7	-0,9	8,8	-19,0	22,3	12,1	22,5
Titoli non azionari											
Azioni ²⁾											
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	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Consistenze											
2002 1° trim.	1.935,6	266,8	1.668,9	4.442,6	2.590,3	1.852,2	290,6	3.402,2	3.070,9	331,4	
2° trim.	1.933,2	224,7	1.708,5	4.018,3	2.266,1	1.752,3	292,8	3.422,3	3.087,3	335,0	
3° trim.	2.023,3	251,2	1.772,0	3.426,6	1.713,6	1.713,0	309,3	3.448,7	3.111,0	337,7	
4° trim.	2.023,4	244,9	1.778,4	3.472,7	1.782,0	1.690,7	303,6	3.519,3	3.175,3	344,0	
2003 1° trim.	2.037,9	243,5	1.794,4	3.339,3	1.625,3	1.713,9	381,9	3.576,3	3.228,0	348,3	
2° trim.	2.006,6	221,5	1.785,1	3.644,1	1.841,2	1.802,8	387,3	3.647,2	3.296,0	351,2	
Transazioni											
2002 1° trim.	67,7	36,1	31,6	43,8	1,5	42,3	26,5	64,1	55,3	8,8	
2° trim.	-11,2	-42,4	31,1	33,7	19,6	14,1	-1,6	49,7	45,7	3,9	
3° trim.	46,1	27,5	18,6	54,9	30,9	24,0	13,7	47,4	43,5	3,9	
4° trim.	-18,9	-15,6	-3,2	-21,4	-21,8	0,4	-8,4	58,2	56,6	1,6	
2003 1° trim.	-1,8	-4,5	2,8	71,4	10,5	60,9	29,1	63,3	57,8	5,5	
2° trim.	-33,0	-22,1	-10,9	71,5	38,7	32,9	3,3	53,6	48,9	4,7	
Variazioni percentuali											
2002 1° trim.	5,4	-7,7	7,8	2,8	1,2	5,4	21,0	6,9	7,0	6,3	
2° trim.	4,9	-12,0	7,5	2,8	0,9	5,7	18,1	6,7	6,7	6,3	
3° trim.	5,8	1,3	6,4	3,3	1,4	5,9	16,5	6,6	6,7	5,9	
4° trim.	4,4	2,4	4,7	2,5	1,2	4,4	11,7	6,5	6,6	5,6	
2003 1° trim.	0,7	-13,1	3,0	3,1	1,5	5,4	11,3	6,4	6,6	4,5	
2° trim.	-0,4	-6,5	0,4	4,4	2,6	6,7	12,9	6,5	6,7	4,7	

Fonte: BCE.

1) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311 nel SEC95) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123 nel SEC95) e società di assicurazione e fondi pensione (S125 nel SEC95).

2) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ¹⁾					
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2002 1° trim.	16.240,6	7.810,2	6.960,5	901,5	53,4	848,2	3.501,2	1.222,0	2.279,3	3.407,4	277,2	3.130,2	279,4
2° trim.	15.924,6	7.904,2	7.017,6	874,7	53,4	821,3	3.546,5	1.206,7	2.339,8	3.483,0	287,7	3.195,2	247,3
3° trim.	15.364,9	7.949,2	7.053,0	867,0	54,7	812,3	3.553,7	1.188,7	2.365,0	3.528,4	283,8	3.244,6	241,7
4° trim.	15.609,3	8.061,1	7.131,4	880,0	60,6	819,4	3.593,8	1.172,5	2.421,2	3.587,4	286,5	3.300,9	242,6
2003 1° trim.	15.555,7	8.113,2	7.170,0	871,6	68,3	803,3	3.622,5	1.188,7	2.433,8	3.619,2	276,4	3.342,7	256,9
2° trim.	16.112,1	8.214,8	7.238,5	859,1	69,6	789,5	3.669,6	1.212,6	2.457,0	3.686,2	280,8	3.405,4	254,1
Transazioni													
2002 1° trim.	178,2	59,7	61,9	0,9	3,4	-2,5	19,8	-7,1	26,9	39,0	-4,9	43,9	9,7
2° trim.	187,4	113,2	83,0	-25,3	0,1	-25,4	63,8	-3,8	67,5	74,8	10,7	64,1	-18,0
3° trim.	110,0	42,9	34,3	-8,0	1,3	-9,2	2,3	-17,7	20,0	48,5	-3,9	52,4	-7,1
4° trim.	143,9	122,2	95,5	13,4	5,9	7,6	46,1	-11,1	57,3	62,6	3,6	59,0	7,5
2003 1° trim.	247,1	81,6	66,2	-0,6	8,0	-8,6	42,5	15,7	26,7	39,7	-7,6	47,4	6,6
2° trim.	239,1	116,2	85,4	-10,3	3,3	-13,6	56,0	29,6	26,4	70,4	4,9	65,5	2,4
Variazioni percentuali													
2002 1° trim.	4,5	5,0	4,5	0,4	26,3	-0,9	5,5	-1,9	10,0	5,8	-0,6	6,4	3,6
2° trim.	4,2	5,0	4,4	-0,6	26,7	-2,0	5,3	-3,7	10,6	6,3	1,0	6,8	-9,1
3° trim.	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,9	8,0	6,5	1,2	7,0	-4,5
4° trim.	3,8	4,4	4,0	-2,1	21,2	-3,5	3,8	-3,2	7,6	6,7	1,9	7,1	-2,9
2003 1° trim.	4,2	4,6	4,0	-2,3	28,6	-4,2	4,4	-1,4	7,5	6,6	1,0	7,1	-3,9
2° trim.	4,6	4,6	4,0	-0,6	34,5	-2,9	4,1	1,4	5,6	6,4	-1,0	7,0	3,8
Titoli non azionari emessi da:													
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie			
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2002 1° trim.	4.433,3	3.907,8	446,6	3.461,2	525,5	144,7	380,8	3.551,9	189,2	256,0			
2° trim.	4.529,8	4.008,8	481,6	3.527,2	521,0	130,0	391,0	3.040,1	191,3	259,3			
3° trim.	4.666,4	4.130,6	479,9	3.650,7	535,9	137,0	398,8	2.293,2	193,0	263,1			
4° trim.	4.677,0	4.134,7	480,0	3.654,7	542,3	143,8	398,5	2.398,1	207,5	265,7			
2003 1° trim.	4.836,3	4.265,7	529,9	3.735,8	570,5	165,9	404,6	2.124,7	212,4	269,1			
2° trim.	4.957,1	4.364,6	563,6	3.800,9	592,5	163,5	429,0	2.466,1	201,6	272,5			
Transazioni													
2002 1° trim.	102,9	94,1	21,7	72,4	8,9	5,2	3,7	9,3	2,9	3,3			
2° trim.	61,3	62,1	33,9	28,2	-0,8	-14,5	13,7	7,5	2,1	3,3			
3° trim.	56,2	46,2	-0,9	47,1	10,0	7,1	2,9	5,5	1,7	3,8			
4° trim.	3,0	-0,6	-8,4	7,8	3,6	6,7	-3,1	1,7	14,5	2,5			
2003 1° trim.	157,4	128,8	50,0	78,8	28,6	22,1	6,6	-0,2	4,9	3,4			
2° trim.	101,0	82,0	33,8	48,1	19,0	-2,3	21,3	16,2	2,4	3,4			
Variazioni percentuali													
2002 1° trim.	5,8	4,6	4,5	4,6	16,2	27,2	12,5	1,7	13,9	4,6			
2° trim.	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,6	11,8	0,9	14,1	4,7			
3° trim.	5,2	5,0	7,3	4,7	7,1	-2,1	10,7	1,2	14,1	4,9			
4° trim.	5,1	5,2	10,6	4,5	4,2	3,2	4,5	0,7	11,4	5,2			
2003 1° trim.	6,3	6,0	16,7	4,7	7,9	14,8	5,3	0,4	12,2	5,1			
2° trim.	7,0	6,4	15,5	5,2	11,7	25,8	7,1	0,8	12,3	5,1			

Fonte: BCE.

1) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro				Operazioni pronti contro termine	Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2002 1° trim.	3.554,3	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	325,2	59,5	265,7	1.251,6	52,5	1.199,1
2° trim.	3.438,1	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.241,9	40,5	1.201,4
3° trim.	3.363,4	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.301,3	51,5	1.249,9
4° trim.	3.460,2	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.345,4	54,1	1.291,3
2003 1° trim.	3.480,2	535,6	59,6	454,0	3,7	18,3	342,5	71,8	270,8	1.397,3	63,7	1.333,6
2° trim.	3.621,4	537,6	62,1	450,3	3,0	22,3	346,0	72,9	273,1	1.424,7	58,9	1.365,9
	Transazioni											
2002 1° trim.	95,8	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	3,2	1,2	2,0	53,8	8,1	45,7
2° trim.	22,7	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,9	-12,3	5,4
3° trim.	55,0	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	39,0	9,7	29,3
4° trim.	67,7	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	33,0	2,2	30,7
2003 1° trim.	93,4	12,3	3,9	7,8	0,2	0,5	8,8	3,8	5,0	56,7	10,5	46,2
2° trim.	40,8	2,3	2,7	-3,9	-0,4	3,9	6,6	3,7	2,9	14,3	-5,0	19,3
	Variazioni percentuali											
2002 1° trim.	8,1	3,1	15,5	2,3	13,6	-5,8	3,9	11,9	2,3	10,6	27,2	10,0
2° trim.	7,1	3,6	17,0	2,0	-5,0	12,2	4,6	19,0	1,8	7,3	-28,6	9,1
3° trim.	7,8	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,8	21,8	1,4	9,6	-2,6	10,2
4° trim.	7,1	5,5	16,3	4,2	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,0	17,4	9,7
2003 1° trim.	6,7	7,3	36,2	4,7	-8,0	3,3	5,7	20,2	2,4	9,7	19,3	9,3
2° trim.	7,5	6,7	28,9	3,9	-10,8	17,4	5,9	17,5	3,0	11,5	43,1	10,4

	Principali attività finanziarie						Principali passività						
	Totale	Azioni ¹⁾		Quote di fondi comuni monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
		Azioni quotate	Quote di fondi comuni				Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
	Consistenze												
2002 1° trim.	1.382,7	765,7	617,0	47,5	96,3	3.554,3	52,5	38,9	10,4	257,0	3.234,4	2.742,5	491,9
2° trim.	1.263,3	672,4	590,9	50,1	97,2	3.545,4	55,9	42,5	10,7	226,5	3.252,3	2.754,8	497,5
3° trim.	1.123,0	562,7	560,3	48,7	98,5	3.472,7	56,4	42,1	10,8	127,2	3.278,4	2.774,8	503,5
4° trim.	1.155,7	583,8	571,9	55,2	99,4	3.508,9	43,4	33,0	10,9	113,3	3.341,3	2.835,3	506,1
2003 1° trim.	1.103,8	534,5	569,3	57,1	101,0	3.572,0	55,8	42,4	11,1	103,3	3.401,8	2.889,0	512,8
2° trim.	1.210,6	604,6	606,1	61,6	102,5	3.678,0	58,1	44,8	11,3	136,5	3.472,0	2.954,0	518,1
	Transazioni												
2002 1° trim.	31,4	16,1	15,3	1,6	4,3	69,7	3,7	3,9	0,2	0,2	65,6	50,5	15,1
2° trim.	17,9	5,4	12,4	2,5	1,0	50,5	2,9	3,3	0,4	0,2	47,1	41,7	5,4
3° trim.	11,1	7,6	3,4	-1,4	1,3	43,0	-2,0	-2,5	0,1	0,0	44,9	39,0	5,9
4° trim.	14,2	-3,5	17,7	6,5	0,9	44,5	-11,5	-9,2	0,1	0,5	55,4	53,0	2,5
2003 1° trim.	14,0	1,8	12,2	1,9	1,6	79,5	14,2	11,3	0,0	0,2	65,0	57,1	8,0
2° trim.	16,3	1,6	14,6	4,4	1,4	58,7	2,5	2,6	0,2	2,7	53,3	46,4	7,0
	Variazioni percentuali												
2002 1° trim.	8,0	7,7	8,3	4,8	19,5	7,0	4,3	7,5	19,1	1,2	7,6	7,3	9,3
2° trim.	8,0	6,7	9,7	7,3	19,3	6,9	9,4	17,3	15,3	1,6	7,3	7,0	9,6
3° trim.	7,8	5,7	10,3	6,0	18,2	6,7	2,3	5,9	14,2	0,4	7,2	6,9	9,3
4° trim.	5,7	3,6	8,1	20,2	8,1	5,9	-14,4	-12,6	8,1	0,4	6,6	6,7	6,1
2003 1° trim.	4,1	1,5	7,4	20,2	4,9	6,1	6,7	7,5	5,8	0,4	6,6	7,0	4,4
2° trim.	4,4	1,1	8,1	22,9	5,4	6,4	5,6	5,0	4,3	1,5	6,7	7,1	4,7

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2.398,9	11,0	422,7	357,6	522,9	844,7	215,9	24,1
1999	449,6	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,3	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,3
2000	487,8	1.391,2	-913,1	26,4	-16,6	2.801,7	1,3	349,6	267,9	809,1	1.126,4	252,9	-5,5
2001	465,8	1.444,8	-973,6	-7,3	1,9	2.580,5	-0,5	575,8	430,2	730,3	630,8	243,1	-29,3
2002	409,1	1.429,3	-1.011,4	-10,1	1,2	2.154,3	0,9	581,3	329,8	519,1	485,1	227,0	11,1

	Variazione della ricchezza netta ⁴⁾				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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	2.324,7	648,4	323,0	482,4	649,3	221,5
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	3.013,7	929,1	502,9	759,7	557,5	264,5
2000	514,8	1.419,4	-913,1	8,5	2.774,6	532,3	415,9	851,1	722,3	253,0
2001	483,5	1.449,4	-973,6	7,7	2.562,7	661,4	492,3	608,3	550,1	250,7
2002	497,3	1.496,2	-1.011,4	12,4	2.066,1	528,9	451,9	467,8	376,4	241,1

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	424,5	45,7	-9,9	96,3	203,1	149,2	569,2	470,7	22,8	252,8	184,4
1999	213,6	684,2	-489,0	604,4	26,9	88,9	169,1	299,1	109,0	548,0	709,0	47,2	423,3	222,0
2000	309,4	748,6	-521,5	831,6	71,8	88,8	193,0	457,7	86,2	561,3	1.054,7	61,6	559,6	425,5
2001	215,7	771,8	-554,5	626,9	101,2	40,1	142,1	246,5	85,0	581,2	757,5	102,4	324,0	319,6
2002	180,3	758,3	-574,5	368,1	19,2	15,6	46,7	264,7	122,6	630,0	425,8	21,7	204,9	185,4

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	3.789,9	17,1
1997	165,9	377,9	-213,1	425,7	70,4	-19,0	193,7	215,8	423,0	617,3	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	175,9	389,8	-218,0	443,5	96,3	-118,6	288,0	210,7	406,7	594,5	212,6	211,3	3.925,3	15,1
1999	187,8	419,0	-233,6	471,6	119,2	-24,1	189,7	247,6	391,7	582,6	267,6	266,1	4.089,0	14,2
2000	196,7	442,9	-242,8	419,3	65,6	42,0	114,1	247,0	394,2	597,4	221,8	220,1	4.277,8	14,0
2001	190,9	457,7	-263,9	402,5	175,3	86,6	59,4	223,7	424,0	653,5	169,4	167,5	4.576,1	14,3
2002	181,1	462,9	-276,7	488,0	219,7	66,1	-4,2	214,2	458,3	704,3	210,8	208,6	4.739,2	14,9

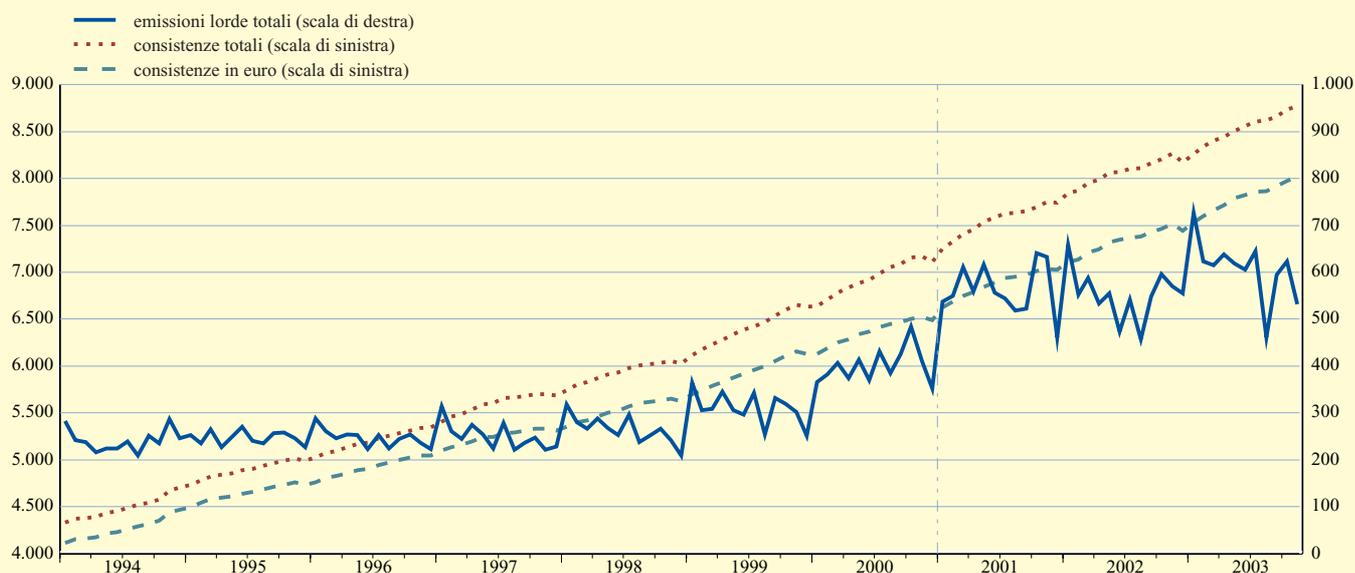
Fonte: BCE.

- 1) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.
- 2) Esclusi i prodotti finanziari derivati.
- 3) Prodotti finanziari derivati, altri conti attivi e passivi e discrepanza statistica.
- 4) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.
- 5) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 6) Risparmio lordo in percentuale del reddito disponibile.

MERCATI FINANZIARI

4.1 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione
 (miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2002 nov.	8.545,2	562,0	508,7	53,3	8.264,9	569,5	510,2	59,3	90,9	93,7	94,0	54,0
dic.	8.494,9	566,5	614,7	-48,2	8.167,9	555,4	631,6	-76,2	91,1	94,4	93,9	-68,8
2003 gen.	8.579,6	717,0	632,0	85,0	8.257,6	726,8	624,5	102,3	91,2	93,1	94,5	86,7
feb.	8.662,8	627,5	544,5	83,0	8.338,2	622,5	541,5	81,0	91,1	93,3	94,7	68,2
mar.	8.766,2	641,8	538,6	103,2	8.399,9	614,7	547,2	67,5	91,2	94,3	94,9	60,5
apr.	8.808,2	635,9	593,7	42,2	8.443,0	638,3	582,2	56,1	91,3	94,3	94,2	53,2
mag.	8.902,8	624,5	529,1	95,4	8.502,1	618,8	536,3	82,5	91,6	93,4	93,6	75,8
giu.	8.985,0	636,7	554,8	81,9	8.557,0	606,1	563,4	42,7	91,5	93,8	94,0	38,9
lug.	9.017,4	648,6	616,8	31,9	8.604,6	644,7	601,8	42,9	91,3	93,1	94,4	32,5
ago.	9.022,9	470,6	465,7	5,0	8.617,7	461,7	463,8	-2,2	91,2	93,9	92,7	4,0
set.	9.114,1	616,1	524,0	92,1	8.662,2	594,0	530,0	64,0	91,4	93,4	94,3	55,2
ott.	.	.	.	.	8.732,6	623,6	559,3	64,3	91,3	93,9	94,9	54,6
nov.	.	.	.	.	8.768,7	532,5	488,4	44,1	91,5	93,2	92,6	44,3
	A lungo termine											
2002 nov.	7.750,0	133,1	102,1	30,9	7.431,7	133,1	96,3	36,9	91,1	89,7	93,5	29,4
dic.	7.730,4	155,2	173,6	-18,4	7.381,5	148,6	179,5	-30,9	91,4	92,2	90,7	-25,9
2003 gen.	7.778,7	180,4	132,8	47,7	7.414,2	179,9	135,0	44,9	91,4	87,1	93,0	31,1
feb.	7.831,0	172,5	120,9	51,6	7.469,4	164,8	111,9	52,9	91,3	88,6	92,2	42,8
mar.	7.901,4	175,2	105,2	70,1	7.521,7	162,4	105,9	56,4	91,3	90,2	90,3	50,9
apr.	7.942,1	165,3	125,1	40,2	7.548,0	160,6	125,0	35,5	91,4	90,8	92,6	30,1
mag.	8.030,0	186,7	98,7	88,0	7.601,8	174,7	99,7	75,0	91,7	92,2	90,5	70,8
giu.	8.101,3	185,2	114,5	70,7	7.676,7	170,7	108,1	62,6	91,6	91,0	92,2	55,6
lug.	8.153,1	197,6	146,5	51,2	7.725,1	184,9	140,8	44,1	91,4	88,1	95,0	29,2
ago.	8.165,4	86,5	75,6	10,9	7.751,5	79,1	69,9	9,2	91,2	88,1	90,1	6,7
set.	8.242,9	180,1	102,0	78,1	7.803,1	172,5	101,9	70,6	91,4	91,6	90,2	66,1
ott.	.	.	.	.	7.852,3	163,2	119,1	44,1	91,3	92,2	94,7	37,6
nov.	.	.	.	.	7.886,1	133,4	89,3	44,0	91,5	89,7	87,9	41,1

F13 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro
 (miliardi di euro)


Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Totale delle emissioni di titoli non azionari in euro da parte di residenti e di non residenti nell'area dell'euro.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

1. Consistenze

(dati di fine periodo)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2002 nov.	8.264,9	3.188,1	531,9	540,6	3.827,0	177,2	90,9	85,5	80,9	87,1	97,2	95,7
dic.	8.167,9	3.139,7	561,4	535,9	3.751,9	179,0	91,1	85,6	83,2	87,3	97,3	95,8
2003 gen.	8.257,6	3.171,7	560,3	548,6	3.794,4	182,6	91,2	85,6	83,7	87,7	97,2	95,8
feb.	8.338,2	3.192,1	574,0	557,1	3.826,1	188,9	91,1	85,5	83,7	87,8	97,1	95,9
mar.	8.399,9	3.201,8	582,8	566,2	3.857,4	191,7	91,2	85,5	84,1	88,3	97,2	96,0
apr.	8.443,0	3.213,3	595,7	571,0	3.867,2	195,7	91,3	85,6	84,8	88,4	97,3	95,7
mag.	8.502,1	3.216,0	597,6	579,1	3.910,7	198,6	91,6	85,9	85,4	88,8	97,4	95,7
giu.	8.557,0	3.229,9	615,1	580,9	3.928,0	203,0	91,5	85,7	85,5	88,8	97,3	95,7
lug.	8.604,6	3.257,9	633,8	583,3	3.925,1	204,5	91,3	85,6	85,4	88,6	97,3	95,5
ago.	8.617,7	3.258,6	637,9	586,3	3.930,6	204,3	91,2	85,5	85,2	88,5	97,2	95,4
set.	8.662,2	3.264,2	646,1	577,9	3.965,0	209,0	91,4	85,4	86,2	88,7	97,4	95,5
ott.	8.732,6	3.305,3	656,6	581,3	3.976,9	212,5	91,3	85,2	86,5	88,6	97,4	95,5
nov.	8.768,7	3.326,2	665,2	580,9	3.979,5	216,8	91,5	85,3	86,8	88,8	97,5	95,6
	A lungo termine											
2002 nov.	7.431,7	2.803,1	524,3	446,2	3.484,3	173,7	91,1	86,3	80,6	85,3	97,0	95,9
dic.	7.381,5	2.778,9	554,0	445,7	3.427,6	175,3	91,4	86,6	83,0	85,8	97,1	96,0
2003 gen.	7.414,2	2.778,6	553,0	451,3	3.451,9	179,4	91,4	86,4	83,5	86,2	97,1	96,1
feb.	7.469,4	2.794,5	565,3	455,7	3.468,8	185,2	91,3	86,3	83,5	86,2	97,0	96,0
mar.	7.521,7	2.808,3	573,7	462,6	3.488,9	188,1	91,3	86,2	83,9	86,8	97,0	96,1
apr.	7.548,0	2.817,8	587,0	466,6	3.484,7	192,0	91,4	86,2	84,6	87,0	97,2	95,8
mag.	7.601,8	2.824,4	589,2	472,5	3.521,2	194,6	91,7	86,6	85,2	87,3	97,3	95,9
giu.	7.676,7	2.850,2	606,4	480,1	3.540,9	199,0	91,6	86,2	85,4	87,5	97,2	95,9
lug.	7.725,1	2.880,7	625,0	482,4	3.537,0	200,0	91,4	86,0	85,2	87,3	97,2	95,7
ago.	7.751,5	2.896,5	629,2	485,2	3.540,2	200,4	91,2	85,7	85,0	87,2	97,1	95,5
set.	7.803,1	2.907,5	638,0	480,5	3.571,5	205,5	91,4	85,7	86,0	87,5	97,2	95,7
ott.	7.852,3	2.939,6	648,5	481,7	3.573,3	209,1	91,3	85,5	86,3	87,4	97,3	95,7
nov.	7.886,1	2.952,2	657,0	484,1	3.579,4	213,4	91,5	85,7	86,7	87,7	97,4	95,8

FI4 Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente

(miliardi di euro, consistenze di fine periodo, valori nominali)



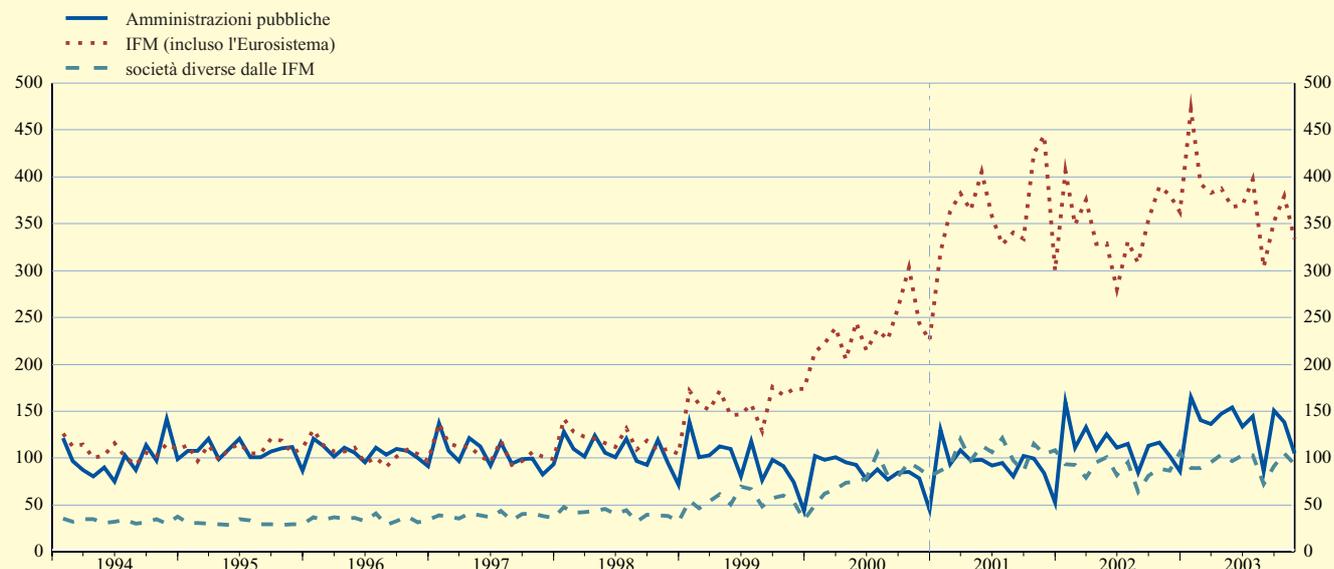
Fonte: BCE.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

2. Emissioni lorde
(transazioni nel mese)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2002 nov.	569,5	380,5	21,2	65,3	96,6	5,9	93,7	92,3	92,0	94,6	99,0	98,3
dic.	555,4	362,5	50,2	56,5	79,4	6,7	94,4	92,9	95,9	96,1	99,1	94,4
2003 gen.	726,8	472,2	11,7	77,7	156,3	8,9	93,1	91,9	90,5	96,4	95,5	92,7
feb.	622,5	392,3	20,9	68,7	131,8	8,8	93,3	92,6	81,5	95,5	95,9	95,4
mar.	614,7	382,7	20,8	74,8	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
apr.	638,3	387,3	22,7	81,0	140,9	6,5	94,3	92,7	94,9	96,4	97,5	86,3
mag.	618,8	367,6	14,8	82,0	148,5	5,9	93,4	92,2	84,3	94,6	96,8	90,5
giu.	606,1	370,0	23,6	79,1	125,2	8,2	93,8	91,9	96,1	97,0	96,8	94,9
lug.	644,7	397,1	26,6	76,6	138,6	5,8	93,1	92,2	83,2	94,5	96,9	91,2
ago.	461,7	303,6	8,7	63,7	82,3	3,4	93,9	92,4	91,8	96,6	97,7	93,1
set.	594,0	351,9	22,1	69,4	140,7	9,9	93,4	90,4	98,7	96,5	98,5	96,5
ott.	623,6	379,7	19,6	85,7	130,7	7,9	93,9	91,7	95,4	96,8	98,1	95,1
nov.	532,5	333,7	20,5	73,3	97,4	7,6	93,2	92,0	85,7	96,3	96,2	98,2
	A lungo termine											
2002 nov.	133,1	58,7	18,0	4,9	48,0	3,6	89,7	81,9	90,5	71,1	100,0	99,8
dic.	148,6	54,3	47,3	8,5	34,4	4,1	92,2	84,0	95,6	93,1	100,0	91,8
2003 gen.	179,9	75,0	7,9	10,0	80,2	6,8	87,1	77,8	86,1	89,1	95,1	93,0
feb.	164,8	65,7	17,5	9,3	65,7	6,6	88,6	84,3	77,9	93,1	94,2	96,5
mar.	162,4	65,4	18,2	10,6	64,4	3,8	90,2	82,1	85,8	98,3	97,9	99,0
apr.	160,6	62,2	19,9	8,4	65,7	4,5	90,8	81,5	94,2	85,2	100,0	81,9
mag.	174,7	61,6	11,8	12,9	85,0	3,5	92,2	87,8	80,3	84,6	98,2	91,8
giu.	170,7	68,7	20,2	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,5	99,0	97,5	95,2
lug.	184,9	74,2	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	79,7	97,0	87,5
ago.	79,1	44,7	6,2	3,6	23,0	1,6	88,1	82,3	88,5	98,8	97,2	91,3
set.	172,5	64,9	19,0	2,8	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	97,2	99,0	98,8
ott.	163,2	74,0	16,6	8,4	58,9	5,4	92,2	84,8	95,9	92,6	100,0	96,2
nov.	133,4	60,8	17,5	8,5	40,9	5,6	89,7	87,1	84,7	93,7	93,5	99,6

F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente
(miliardi di euro, transazioni nel periodo, valori nominali)



Fonte: BCE.

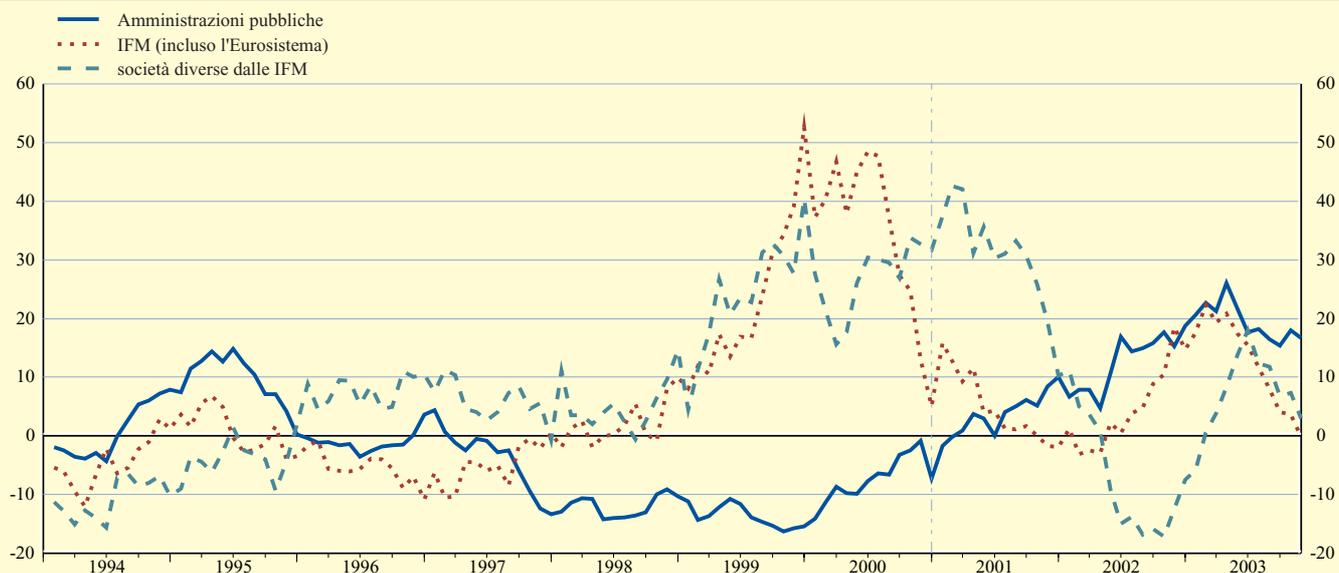
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Totale									A breve termine				
	Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM	
	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Tutte le valute														
2002 nov.	7,2	107,3	6,6	13,6	26,1	3,1	6,1	5,2	28,1	12,4	119,4	18,6	-12,5	26,7
dic.	6,3	106,3	5,4	13,8	25,4	3,5	5,0	4,1	28,0	12,9	112,9	14,7	-7,4	52,1
2003 gen.	6,4	107,6	5,6	13,9	24,5	4,6	5,0	4,1	28,6	15,2	121,2	17,6	-5,9	16,0
feb.	7,0	108,7	5,8	15,7	26,5	6,1	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,6	29,8
mar.	6,7	109,6	4,9	17,3	27,4	8,2	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,2
apr.	6,9	110,3	5,1	17,8	27,5	9,0	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,3	20,0
mag.	6,8	111,4	4,5	17,2	24,8	10,2	5,8	4,9	27,5	18,8	130,9	17,4	13,7	30,9
giu.	6,9	111,9	4,4	19,1	27,5	11,2	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,0	29,0
lug.	7,0	112,5	4,9	19,1	28,5	10,2	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
ago.	6,8	112,5	4,7	19,3	28,2	10,9	5,1	4,4	21,0	12,2	126,2	8,0	11,8	18,6
set.	6,9	113,3	4,7	18,6	28,7	8,9	5,7	4,9	23,2	9,4	125,2	4,0	6,8	17,0
ott.	7,2	114,1	5,5	19,1	29,0	9,5	5,4	4,6	21,3	10,3	128,1	3,6	7,3	14,3
nov.	6,9	114,7	5,3	18,4	27,8	9,2	5,2	4,4	22,8	7,3	128,2	-0,1	3,0	9,7
Euro														
2002 nov.	6,8	106,9	5,3	15,1	30,7	3,4	6,1	5,3	28,0	12,4	120,8	20,4	-13,7	25,0
dic.	6,0	106,0	4,2	16,1	31,0	4,1	5,0	4,1	27,7	13,8	113,8	16,6	-8,4	50,0
2003 gen.	6,0	107,2	4,4	16,2	30,2	5,0	4,9	4,0	28,0	16,0	122,9	20,5	-6,7	14,3
feb.	6,5	108,2	4,4	17,7	31,7	6,4	5,4	4,3	33,1	20,0	127,0	25,8	-0,5	28,2
mar.	6,3	109,0	3,5	19,5	32,4	9,0	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,7	26,5
apr.	6,5	109,8	3,8	20,4	33,1	9,8	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,3
mag.	6,5	110,9	3,4	20,0	30,4	11,2	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,0
giu.	6,6	111,4	3,1	22,5	34,1	12,5	5,4	4,5	27,0	18,2	130,5	18,7	17,5	29,2
lug.	6,7	111,9	3,8	22,2	34,8	11,2	5,2	4,5	20,4	16,8	131,0	16,1	12,1	22,9
ago.	6,5	111,9	3,7	22,5	34,7	11,9	4,9	4,2	19,5	14,9	130,6	13,7	11,0	18,6
set.	6,6	112,7	3,3	21,8	35,6	9,7	5,5	4,8	21,7	11,5	128,8	8,7	6,0	16,9
ott.	6,9	113,5	4,1	22,5	36,3	10,2	5,3	4,6	20,8	12,6	131,5	7,9	6,9	14,6
nov.	6,7	114,1	4,1	21,5	34,2	9,9	5,1	4,3	22,2	9,3	132,1	3,0	2,3	9,4

FI6 Titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle consistenze di fine periodo in valori nominali)



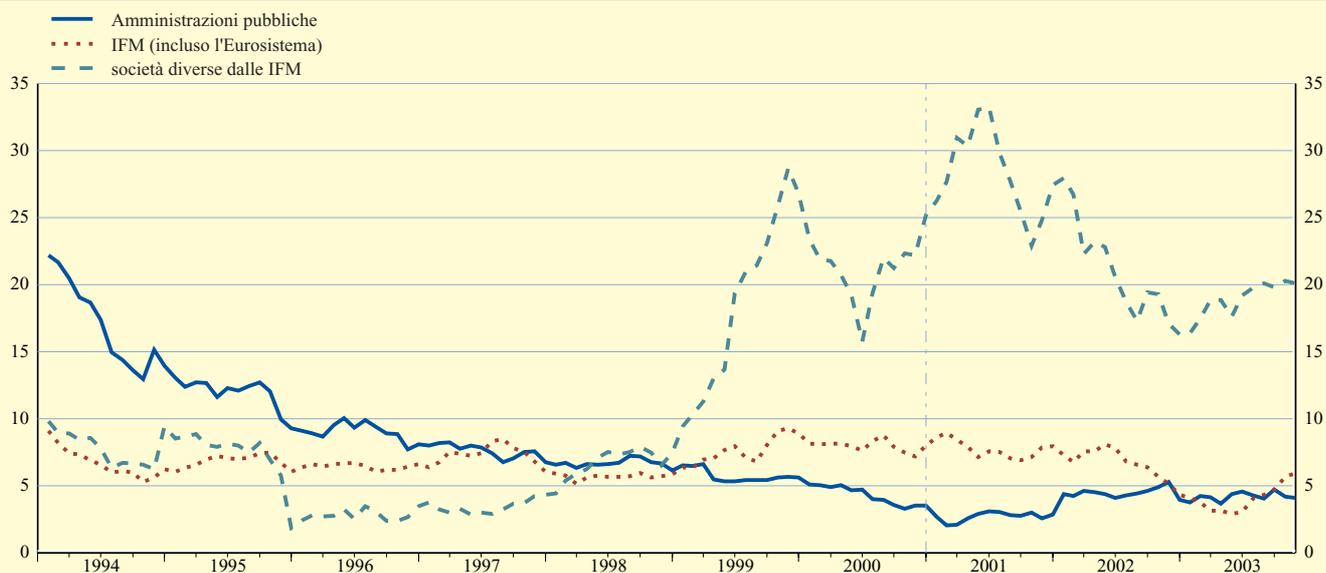
Fonte: BCE.

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

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

A breve termine				A lungo termine										
Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale			IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			
Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)	Totale		Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche		
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27		
Tutte le valute														
-14,6	15,3	15,6	-5,3	6,7	106,1	5,1	17,1	26,1	7,8	5,3	4,3	29,1	2002 nov.	
-10,4	18,7	19,3	-14,3	5,6	105,6	4,4	16,3	25,1	6,8	3,9	2,9	29,4	dic.	
-7,2	20,6	21,1	-15,2	5,5	106,3	4,1	16,4	24,6	7,4	3,8	2,7	29,8	2003 gen.	
-1,3	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,7	17,5	26,4	7,8	4,2	3,0	34,6	feb.	
2,1	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,1	18,8	27,4	9,6	4,1	3,0	32,4	mar.	
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,4	3,2	18,9	27,6	9,3	3,7	2,5	30,9	apr.	
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,6	24,7	9,7	4,4	3,3	27,7	mag.	
17,1	17,7	17,7	18,7	5,9	110,3	3,1	19,2	27,5	10,1	4,6	3,5	28,5	giu.	
11,5	18,2	18,2	18,9	6,2	111,0	4,0	19,8	28,6	9,9	4,3	3,4	22,0	lug.	
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,3	20,1	28,3	10,9	4,1	3,2	21,4	ago.	
6,0	15,4	15,4	14,5	6,7	112,1	4,7	19,8	28,9	9,5	4,7	3,8	23,4	set.	
6,8	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,7	5,7	20,3	29,2	10,1	4,2	3,3	21,8	ott.	
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	6,0	20,1	28,1	10,7	4,1	3,1	23,3	nov.	
Euro														
-15,9	15,6	15,9	-14,0	6,2	105,6	3,7	19,8	30,8	9,3	5,3	4,3	29,1	2002 nov.	
-11,4	19,6	20,3	-23,4	5,2	105,2	2,9	19,6	30,8	8,2	3,8	2,8	29,3	dic.	
-8,1	20,5	21,1	-27,0	5,0	105,7	2,6	19,6	30,5	8,7	3,6	2,5	29,5	2003 gen.	
-2,5	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,3	31,8	8,8	4,0	2,7	34,2	feb.	
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,9	32,6	11,1	3,9	2,8	31,8	mar.	
6,4	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,1	33,4	10,6	3,5	2,4	29,7	apr.	
12,6	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,8	30,5	10,8	4,1	3,1	26,5	mag.	
16,5	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	23,1	34,1	11,6	4,3	3,2	27,3	giu.	
11,2	18,7	18,7	14,4	5,6	110,1	2,4	23,4	35,0	11,2	4,0	3,2	20,5	lug.	
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,2	2,5	23,9	35,0	12,3	3,7	3,0	19,9	ago.	
5,1	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	23,7	35,9	10,8	4,5	3,7	21,9	set.	
6,3	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,7	24,4	36,7	11,1	4,0	3,2	21,2	ott.	
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,4	112,4	4,3	23,9	34,7	11,8	4,0	3,1	22,7	nov.	

F17 Titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle consistenze di fine periodo in valori nominali)



Fonte: BCE.

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

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

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

1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 nov.	4.520,7	99,8	1,8	587,7	1,3	512,1	1,5	3.421,0	2,0
dic.	4.656,4	100,0	1,5	617,3	0,6	511,1	1,5	3.528,0	1,7
2002 gen.	4.575,2	100,0	1,4	623,9	0,5	518,8	1,5	3.432,5	1,5
feb.	4.545,6	100,2	1,6	622,5	0,6	509,8	1,6	3.413,4	1,8
mar.	4.753,9	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.551,9	1,7
apr.	4.570,2	100,3	1,5	678,1	0,3	517,4	1,6	3.374,7	1,8
mag.	4.432,4	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.281,3	1,0
giu.	4.118,3	100,5	1,1	614,9	0,8	463,4	1,5	3.040,1	1,0
lug.	3.710,7	100,6	0,9	515,7	1,0	395,4	0,4	2.799,6	1,0
ago.	3.520,2	100,6	1,0	521,7	0,7	371,0	0,4	2.627,5	1,1
set.	2.981,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,4	2.292,9	1,1
ott.	3.251,6	100,7	1,1	446,9	0,9	321,2	0,4	2.483,4	1,2
nov.	3.435,5	100,8	1,0	487,4	0,8	346,0	0,5	2.602,1	1,1
dic.	3.126,3	100,9	0,9	450,7	0,7	283,6	0,5	2.392,0	1,0
2003 gen.	2.987,3	100,8	0,9	425,8	0,6	261,1	0,6	2.300,4	0,9
feb.	2.894,8	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,2	2.198,7	0,7
mar.	2.772,9	100,9	0,6	413,0	0,6	236,2	0,2	2.123,7	0,6
apr.	3.122,7	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	2,1	2.359,5	1,1
mag.	3.155,5	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	2,1	2.387,4	1,1
giu.	3.268,9	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,9	2.464,1	1,1
lug.	3.379,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.520,6	1,0
ago.	3.426,7	101,8	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.594,7	1,0
set.	3.286,7	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.484,7	1,0
ott.	3.494,0	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.625,6	1,0
nov.	3.558,3	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	2,9	2.671,0	0,7

F18 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

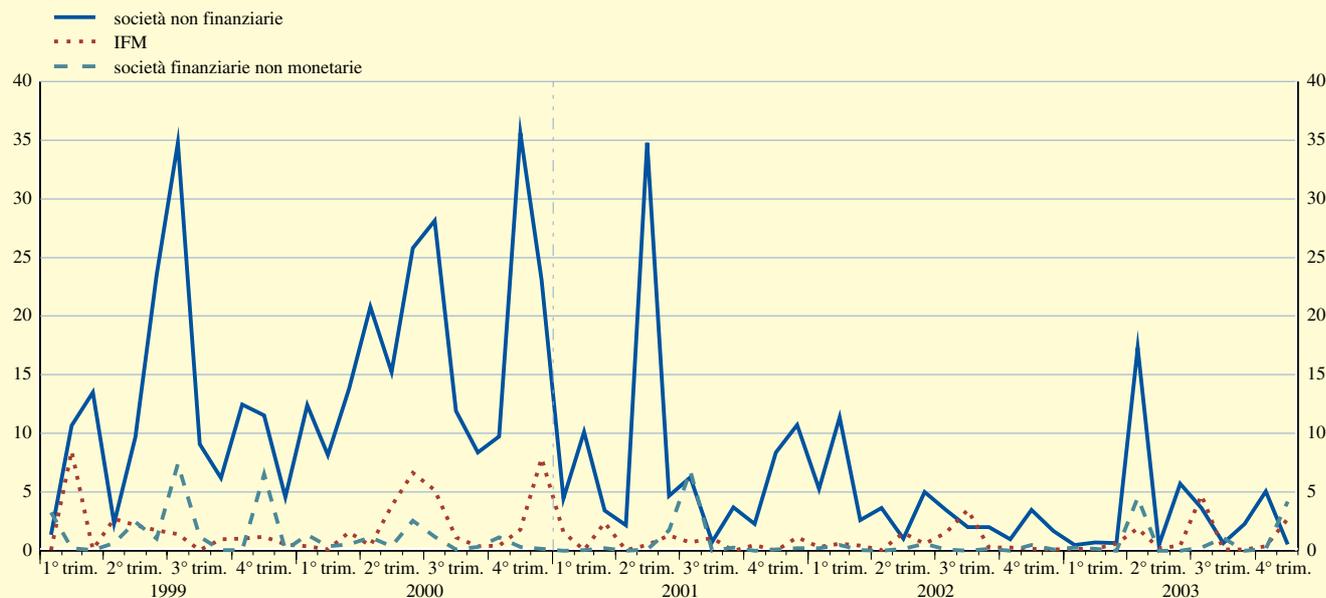
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001 nov.	8,5	2,8	5,7	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	8,4	2,7	5,7
dic.	12,0	2,8	9,2	1,1	0,0	1,1	0,2	0,0	0,2	10,7	2,7	8,0
2002 gen.	5,8	6,6	-0,8	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	5,3	6,6	-1,3
feb.	12,4	1,0	11,4	0,6	0,0	0,6	0,5	0,0	0,5	11,3	1,0	10,3
mar.	3,1	2,2	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
apr.	3,7	0,4	3,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,4
mag.	2,7	0,2	2,5	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,0	0,2	0,9
giu.	6,1	0,4	5,7	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,4	4,6
lug.	5,0	0,3	4,7	1,5	0,1	1,4	0,1	0,0	0,1	3,5	0,2	3,2
ago.	5,5	5,3	0,2	3,5	4,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
set.	2,4	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
ott.	1,2	0,1	1,1	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,9
nov.	4,1	0,7	3,4	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,5	0,3	3,1
dic.	1,9	0,5	1,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,4	1,3
2003 gen.	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
feb.	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
mar.	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
apr.	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,7	12,6
mag.	0,7	2,2	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,3
giu.	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
lug.	8,6	1,8	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
ago.	1,8	1,1	0,8	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	0,9	-0,3
set.	2,4	1,7	0,7	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,3	0,3	2,0
ott.	5,5	3,8	1,7	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	5,0	3,8	1,2
nov.	7,5	5,3	2,1	2,7	0,1	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,0	-4,4

F19 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

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

1. Tassi d'interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 gen.	0,89	2,57	2,80	3,23	2,33	3,27	1,18	2,71	3,45	4,30	2,69
feb.	0,91	2,44	2,67	2,92	2,32	3,23	1,20	2,63	2,91	3,73	2,68
mar.	0,87	2,34	2,55	2,76	2,28	3,19	1,15	2,50	2,49	3,41	2,57
apr.	0,84	2,25	2,56	2,82	2,29	3,14	1,12	2,43	2,37	3,29	2,48
mag.	0,84	2,23	2,39	2,65	2,23	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
giu.	0,76	2,00	2,22	2,62	2,21	3,01	1,00	2,10	2,18	3,04	2,14
lug.	0,68	1,91	2,11	2,34	2,12	2,93	0,88	2,02	2,14	2,73	2,03
ago.	0,68	1,91	2,13	2,53	1,97	2,88	0,89	2,03	2,28	3,55	1,97
set.	0,69	1,87	2,13	2,44	1,98	2,85	0,87	2,00	2,30	3,64	2,00
ott.	0,70	1,89	2,16	2,51	2,03	2,73	0,89	1,98	2,23	3,71	1,99
nov.	0,70	1,87	2,24	2,61	2,00	2,70	0,87	1,97	2,34	2,77	1,97

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 gen.	9,88	7,23	7,37	8,36	8,22	4,44	4,77	5,38	5,27	4,98	4,94	5,60	5,51
feb.	10,27	7,64	7,15	8,37	8,22	4,27	4,59	5,19	5,10	4,88	4,63	5,62	5,42
mar.	10,02	7,27	7,00	8,28	8,05	4,13	4,41	5,04	5,05	4,70	4,73	5,31	5,37
apr.	9,89	7,44	6,99	8,32	8,15	4,07	4,32	5,00	5,03	4,67	4,71	5,30	5,33
mag.	9,86	7,63	6,98	8,34	8,16	3,93	4,29	4,94	4,91	4,56	4,44	5,35	5,32
giu.	9,89	7,10	6,94	8,28	8,02	3,80	4,16	4,76	4,78	4,42	4,12	4,97	4,91
lug.	9,76	7,24	7,04	8,20	7,92	3,68	3,92	4,64	4,68	4,33	4,11	4,95	4,98
ago.	9,74	7,69	6,84	8,28	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
set.	9,75	7,40	6,89	8,04	8,01	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
ott.	9,72	7,18	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21
nov.	9,64	7,56	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,41	4,16	5,24	5,17

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		1	2	3	4	5	6	7
2003 gen.		6,20	4,88	5,26	5,06	3,70	3,80	4,63
feb.		6,14	4,74	5,07	5,10	3,62	4,02	4,55
mar.		6,05	4,54	5,03	5,11	3,56	3,86	4,46
apr.		5,85	4,57	4,89	5,04	3,49	3,69	4,58
mag.		5,82	4,47	4,86	4,96	3,40	3,57	4,36
giu.		5,68	4,20	4,60	4,89	3,14	3,39	4,18
lug.		5,56	4,15	4,59	4,73	3,07	3,14	4,00
ago.		5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,41	4,36
set.		5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,28
ott.		5,46	4,14	4,76	4,83	3,08	3,26	4,33
nov.		5,42	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,16

Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi d'interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi d'interesse sui depositi (consistenze)

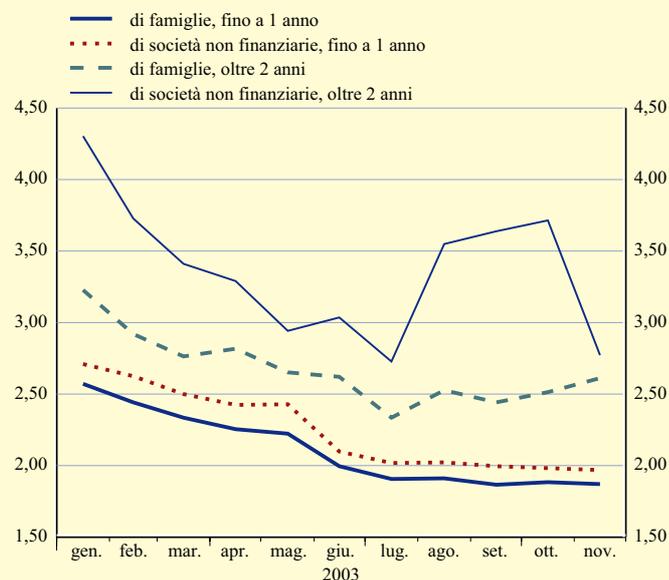
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
	1	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	6	fino a 2 anni	oltre 2 anni		8
2003 gen.	0,89	2,63	3,60	2,33	3,27	1,18	2,81	4,64	2,77
feb.	0,91	2,55	3,68	2,32	3,23	1,20	2,73	4,73	2,69
mar.	0,87	2,44	3,54	2,28	3,19	1,15	2,60	4,66	2,52
apr.	0,84	2,38	3,54	2,29	3,14	1,12	2,52	4,62	2,44
mag.	0,84	2,33	3,47	2,23	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
giu.	0,76	2,17	3,47	2,21	3,01	1,00	2,25	4,45	2,19
lug.	0,68	2,07	3,43	2,12	2,93	0,88	2,23	4,40	2,08
ago.	0,68	2,03	3,42	1,97	2,88	0,89	2,19	4,26	2,05
set.	0,69	2,00	3,44	1,98	2,85	0,87	2,23	4,33	2,04
ott.	0,70	.	.	2,03	2,73	0,89	.	.	.
nov.	0,70	.	.	2,00	2,70	0,87	.	.	.

5. Tassi d'interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2003 gen.	5,52	5,41	5,58	8,59	7,51	6,24	5,25	4,83	5,19
feb.	5,48	5,43	5,62	8,69	7,53	6,23	5,18	4,82	5,25
mar.	5,46	5,36	5,55	8,64	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
apr.	5,40	5,26	5,49	8,53	7,45	6,11	4,89	4,61	5,03
mag.	5,33	5,22	5,44	8,52	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
giu.	5,30	5,13	5,39	8,47	7,37	6,03	4,72	4,46	4,90
lug.	5,21	5,07	5,31	8,36	7,27	5,96	4,60	4,32	4,80
ago.	5,11	4,99	5,25	8,31	7,23	6,07	4,53	4,21	4,74
set.	5,05	4,95	5,24	8,33	7,26	6,00	4,55	4,19	4,75
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

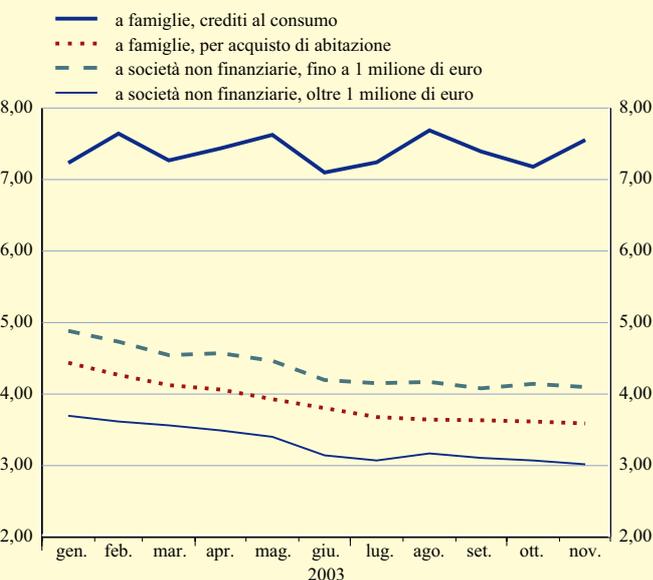
F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F21 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (EONIA)	Depositi a 1 mese (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (EURIBOR)	Depositi a 6 mesi (EURIBOR)	Depositi a 12 mesi (EURIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)	Depositi a 3 mesi (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2002 4° trim.	3,24	3,17	3,11	3,03	3,01	1,55	0,07
2003 1° trim.	2,77	2,75	2,69	2,60	2,55	1,33	0,06
2° trim.	2,44	2,43	2,37	2,29	2,25	1,24	0,06
3° trim.	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
4° trim.	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2003 gen.	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,37	0,06
feb.	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,34	0,06
mar.	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,29	0,06
apr.	2,56	2,58	2,54	2,47	2,45	1,30	0,06
mag.	2,56	2,52	2,41	2,32	2,26	1,28	0,06
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
nov.	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,17	0,06
dic.	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,17	0,06
2004 gen.	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,13	0,06

F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



F23 Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonti: Reuters e BCE.

1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

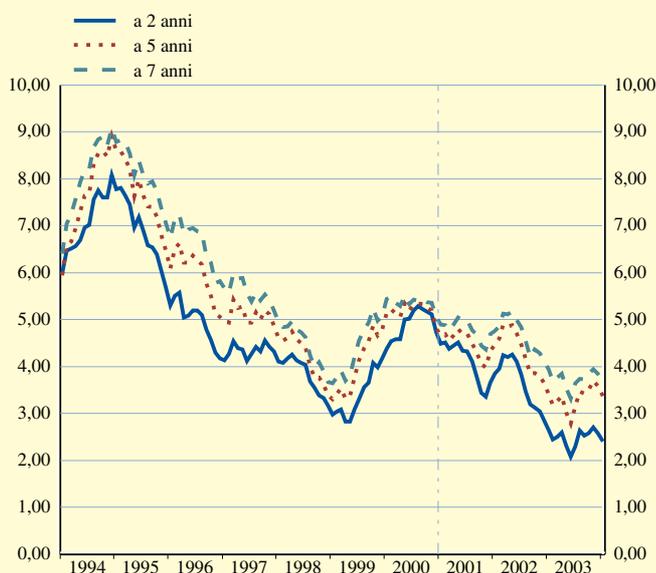
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,78	5,03	5,01	1,34
2002	3,67	3,94	4,35	4,70	4,92	4,59	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	1,00
2002 4° trim.	3,00	3,27	3,77	4,25	4,54	3,99	1,02
2003 1° trim.	2,53	2,71	3,29	3,80	4,16	3,91	0,80
2° trim.	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
3° trim.	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
4° trim.	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
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
nov.	2,70	2,99	3,70	3,94	4,44	4,29	1,38
dic.	2,58	2,88	3,59	3,85	4,36	4,26	1,35
2004 gen.	2,41	2,71	3,37	3,70	4,26	4,13	1,33

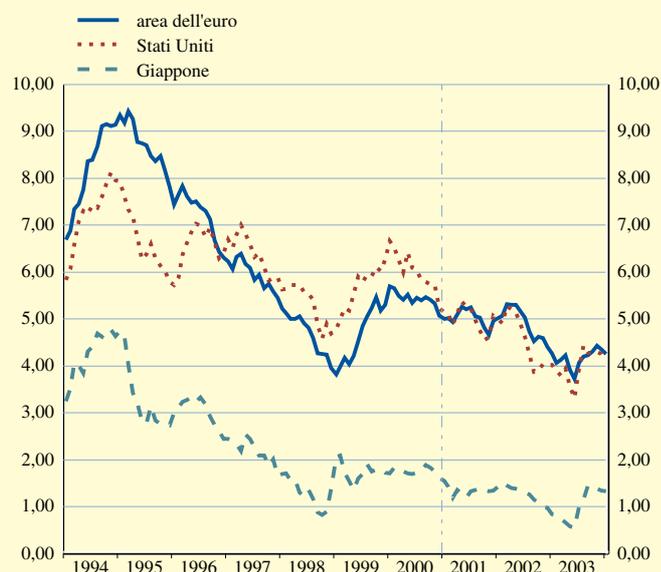
F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



F25 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



Fonte: BCE.

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

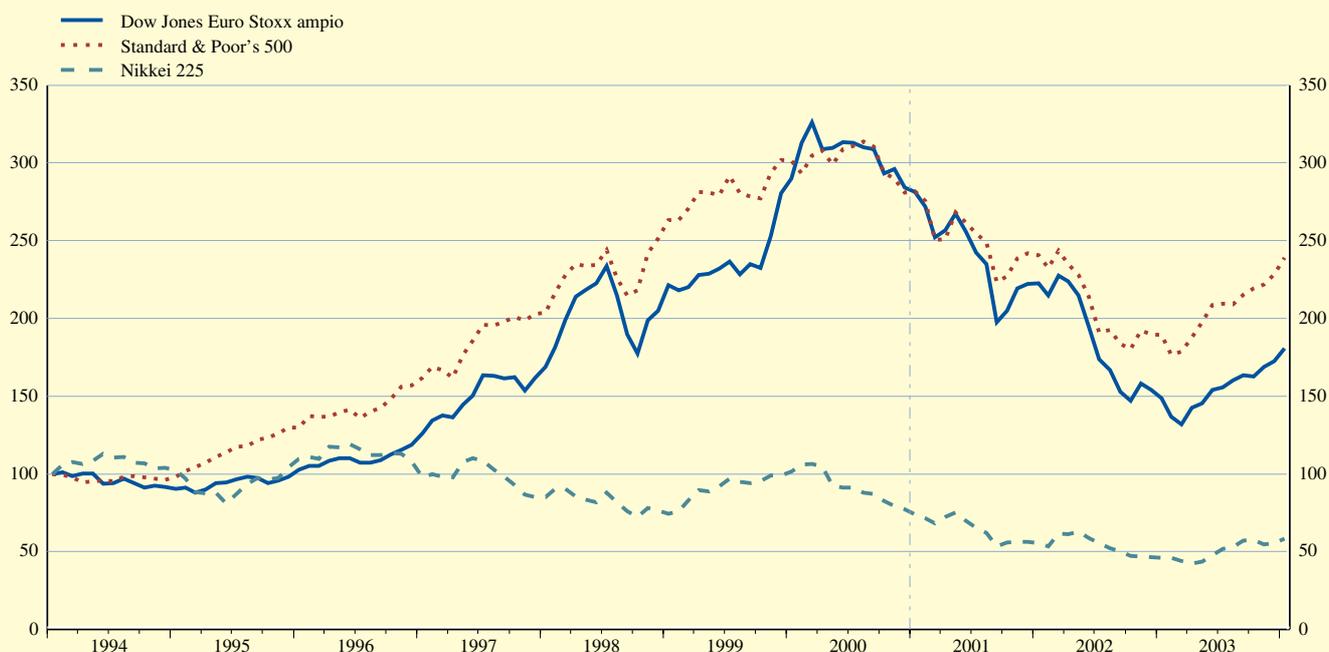
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici settoriali										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2003	213,3	2.404,5	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,1	210,7	337,5	304,4	964,8	9.312,9
2002 4° trim.	212,4	2.472,9	221,3	140,0	232,6	271,1	189,7	202,6	265,3	210,7	311,3	339,0	887,9	8.718,5
2003 1° trim.	193,0	2.211,6	191,7	122,6	201,7	249,5	174,4	188,6	235,0	197,9	310,7	287,8	859,7	8.424,7
2° trim.	204,4	2.341,5	198,3	126,8	204,2	255,2	189,9	199,3	260,5	208,7	330,1	303,9	937,8	8.304,5
3° trim.	221,8	2.512,4	225,2	144,6	212,9	265,9	210,0	225,0	286,0	216,1	347,6	304,4	1.000,3	10.066,4
4° trim.	233,0	2.613,9	233,7	155,2	219,1	266,5	221,9	240,2	317,8	219,5	360,4	320,0	1.056,7	10.413,8
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
nov.	233,9	2.618,1	237,5	156,8	222,1	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1.050,1	10.205,4
dic.	239,4	2.700,3	241,5	158,8	216,3	274,6	229,9	247,8	319,8	230,7	374,1	331,1	1.081,2	10.315,9
2004 gen.	250,6	2.839,1	250,3	164,8	222,0	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,6	10.876,4

F26 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale				Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	59,1	40,9	100,0	11,7	7,6	31,6	8,2	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2002 4° trim.	111,7	2,3	1,8	3,1	0,5	0,5	0,6	0,3	0,3	0,7
2003 1° trim.	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,7	0,1	4,4	0,6
2° trim.	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,7	0,3	0,3	-2,9	0,6
3° trim.	113,4	2,0	1,7	2,4	0,5	0,6	1,7	0,1	0,5	0,6
4° trim.	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,2	0,9	0,3	-0,2	0,6
2003 ago.	113,3	2,1	1,7	2,5	0,3	0,2	0,9	0,0	1,0	0,3
set.	113,7	2,2	1,8	2,5	0,3	0,2	1,4	0,2	-0,1	0,2
ott.	113,8	2,0	1,7	2,5	0,1	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2
nov.	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,2	0,2
dic.	114,2	2,0	1,8	2,3	0,0	0,2	-0,7	0,0	-0,1	0,1
2004 gen. ³⁾		2,0								

	Beni						Servizi					
	Alimentari (includere le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ²⁾	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,2	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2002 4° trim.	2,2	2,6	1,6	1,6	1,2	2,9	2,5	2,1	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	2,1	3,2	-0,8	3,0	3,7
2° trim.	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	2,1	3,0	-0,5	2,9	3,5
3° trim.	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	1,9	2,8	-0,4	2,6	3,2
4° trim.	3,7	3,8	3,7	0,9	0,7	1,6	2,2	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2003 ago.	3,1	3,0	3,3	1,0	0,6	2,7	2,3	1,9	2,8	-0,4	2,7	3,2
set.	3,6	3,2	4,2	1,0	0,8	1,6	2,4	2,0	3,1	-0,3	2,7	3,2
ott.	3,7	3,5	3,9	0,8	0,8	0,7	2,2	1,9	2,9	-0,8	2,7	3,4
nov.	4,0	3,9	4,0	1,0	0,7	2,2	2,2	1,9	2,8	-0,5	2,5	3,2
dic.	3,6	3,8	3,2	0,9	0,7	1,8	2,2	1,9	2,7	-0,7	2,3	3,2
2004 gen. ³⁾												

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli Euro11.
- 2) Con riferimento al 2003. A seguito di arrotondamenti i pesi attribuiti alle componenti possono non quadrare con il totale.
- 3) Stima basata su 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.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾		Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)	
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni ³⁾	Industria manifatturiera	Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici	Totale al netto dell'energia					
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
in perc. del totale ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	100,0	5,3	2,6	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	17,2	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,1	2,1	1,7	1,2	0,8	3,0	1,9	3,2	2,7	2,2	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	102,0	-0,1	0,4	-0,3	0,8	1,3	1,5	1,2	-2,0	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,6	1,6	0,8	0,8	0,4	1,1	0,5	1,2	4,1	.	1,0	-4,0	-4,5	25,1
2002 4° trim.	102,5	1,2	0,9	1,0	0,7	1,3	1,2	1,4	2,8	3,0	1,4	12,6	5,6	26,5
2003 1° trim.	103,9	2,4	1,1	1,6	0,2	1,4	0,8	1,5	7,6	2,2	2,2	9,1	-3,2	28,4
2° trim.	103,4	1,5	0,9	1,2	0,3	1,2	0,5	1,3	2,8	2,6	0,7	-13,7	-7,9	22,7
3° trim.	103,4	1,2	0,5	0,0	0,4	1,0	0,4	1,0	3,5	2,3	0,5	-6,5	-5,8	25,1
4° trim.	103,6	1,1	0,7	0,3	0,5	0,9	0,3	1,0	2,5	.	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2003 ago.	103,5	1,3	0,5	-0,1	0,4	0,9	0,3	1,0	4,5	-	0,5	-2,9	-5,2	26,5
set.	103,5	1,1	0,6	0,0	0,5	1,1	0,4	1,2	2,3	-	0,3	-11,8	-4,7	23,9
ott.	103,6	0,9	0,6	0,2	0,4	1,0	0,4	1,0	1,7	-	0,3	-8,2	-3,7	24,7
nov.	103,7	1,4	0,8	0,4	0,5	1,1	0,3	1,2	3,6	-	0,8	1,1	0,2	24,6
dic.	103,6	1,0	0,6	0,4	0,5	0,7	0,3	0,7	2,1	-	0,4	-5,0	-0,2	24,0
2004 gen.												-5,5	5,1	24,2

3. Costo orario del lavoro⁵⁾

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999	97,1	2,2	2,5	1,3	2,2	2,8	1,9	2,3
2000	100,0	3,0	3,3	2,2	3,3	3,3	2,8	2,2
2001	103,3	3,3	3,5	2,9	3,1	3,6	3,6	2,6
2002	106,9	3,5	3,3	3,8	3,2	3,5	3,6	2,7
2002 3° trim.	107,3	3,2	3,1	3,6	2,9	3,3	3,3	2,6
4° trim.	108,2	3,5	3,4	3,9	3,5	3,1	3,4	2,7
2003 1° trim.	108,9	3,1	2,9	3,7	3,1	3,0	2,6	2,7
2° trim.	109,7	3,2	3,1	3,7	3,8	3,9	3,2	2,4
3° trim.	110,5	2,9	2,8	3,1	3,2	3,2	2,7	2,5

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 12 e 13 (HWWA, Istituto per l'economia internazionale, Amburgo), della colonna 14 nella tavola 5.1.2 (Thomson Financial Datastream), della colonna 7 (elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat) e della colonna 8 (elaborazioni della BCE) nella tavola 5.1.3.

1) Si riferisce a prezzi espressi in euro.

2) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

3) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.

4) Nel 2000.

5) 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.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

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

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾								
1999	98,8	1,0	-3,1	0,7	1,3	-0,4	3,8	2,2
2000	100,0	1,2	1,5	-0,4	1,9	-0,5	4,5	1,5
2001	102,5	2,5	3,1	2,5	3,9	1,2	2,5	2,8
2002	104,7	2,1	1,6	0,6	3,2	1,8	2,2	3,6
2002 3° trim.	104,8	1,9	-1,4	0,4	2,9	1,4	2,0	3,8
4° trim.	105,5	1,5	5,1	-0,5	3,4	1,2	2,4	2,5
2003 1° trim.	106,3	2,0	3,9	0,6	4,4	1,9	2,6	2,0
2° trim.	107,1	2,7	7,9	2,3	4,4	3,0	3,2	1,7
3° trim.	107,3	2,4	6,6	1,2	2,8	2,4	2,3	2,3
Redditi per occupato								
1999	97,5	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	2,3
2000	100,0	2,6	2,9	3,1	2,4	1,4	3,1	2,4
2001	102,8	2,8	2,6	2,9	3,0	2,8	1,5	3,2
2002	105,4	2,6	2,9	2,9	3,1	2,5	1,9	2,6
2002 3° trim.	105,8	2,5	-0,5	3,1	2,7	2,4	1,9	2,6
4° trim.	106,4	2,5	3,9	3,2	2,7	2,6	2,2	1,9
2003 1° trim.	107,2	2,6	4,1	3,4	2,8	2,5	2,3	2,1
2° trim.	107,8	2,7	7,8	3,1	3,6	3,0	2,3	2,0
3° trim.	108,5	2,6	5,8	2,7	2,9	2,3	1,7	2,9
Produttività del lavoro²⁾								
1999	98,7	1,0	5,3	1,3	0,6	2,2	-2,2	0,1
2000	100,0	1,3	1,3	3,5	0,5	2,0	-1,3	0,9
2001	100,2	0,2	-0,5	0,3	-0,9	1,6	-1,0	0,4
2002	100,7	0,4	1,2	2,2	-0,1	0,7	-0,2	-0,9
2002 3° trim.	100,9	0,6	0,9	2,6	-0,2	1,0	-0,1	-1,2
4° trim.	100,9	0,9	-1,2	3,8	-0,7	1,3	-0,2	-0,6
2003 1° trim.	100,9	0,6	0,1	2,8	-1,6	0,7	-0,3	0,1
2° trim.	100,7	0,0	-0,1	0,9	-0,7	0,0	-0,9	0,3
3° trim.	101,1	0,2	-0,8	1,5	0,1	-0,2	-0,6	0,7

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999	98,6	1,1	1,2	1,1	2,0	0,9	-0,5	-0,3
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	4,7	8,3
2001	102,5	2,5	2,2	2,4	2,5	2,0	1,4	0,8
2002	104,9	2,4	2,1	2,8	1,9	1,8	-0,6	-1,7
2002 3° trim.	105,2	2,6	1,9	2,7	1,9	1,7	-0,2	-2,3
4° trim.	105,7	2,2	2,2	2,7	1,7	1,9	-0,2	-0,4
2003 1° trim.	106,3	2,0	2,0	2,3	1,8	1,4	0,3	0,3
2° trim.	106,9	2,2	1,8	1,7	1,8	1,3	-0,6	-1,7
3° trim.	107,6	2,3	2,0	1,7	2,6	1,5	-0,5	-1,3

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

- 1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.
- 2) Valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.
- 3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ¹⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
1999	6.268,2	6.177,0	3.589,7	1.247,5	1.319,1	20,7	91,2	2.077,8	1.986,6
2000	6.576,1	6.519,5	3.765,3	1.306,9	1.420,2	27,0	56,6	2.448,7	2.392,1
2001	6.844,2	6.730,5	3.922,6	1.371,4	1.444,8	-8,2	113,7	2.564,8	2.451,1
2002	7.070,8	6.887,5	4.034,9	1.435,7	1.429,3	-12,4	183,4	2.594,0	2.410,7
2002 3° trim.	1.776,5	1.726,8	1.013,3	361,4	356,4	-4,3	49,7	657,4	607,7
4° trim.	1.784,9	1.740,1	1.021,5	363,6	358,8	-3,8	44,8	657,3	612,5
2003 1° trim.	1.794,6	1.758,9	1.033,6	366,5	355,4	3,3	35,7	649,1	613,5
2° trim.	1.802,2	1.765,7	1.035,4	370,2	354,7	5,3	36,5	636,8	600,3
3° trim.	1.821,4	1.767,6	1.041,3	376,6	355,4	-5,6	53,8	651,0	597,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2002	100,0	97,4	57,1	20,3	20,2	-0,2	2,6	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 3° trim.	0,2	0,2	0,3	0,6	0,1	-	-	1,4	1,6
4° trim.	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	-	-	-0,2	0,6
2003 1° trim.	0,0	0,4	0,5	0,4	-1,2	-	-	-1,4	-0,5
2° trim.	-0,1	0,1	0,1	0,5	-0,6	-	-	-0,9	-0,3
3° trim.	0,4	-0,4	0,1	0,5	-0,3	-	-	2,0	-0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
1999	2,8	3,5	3,5	1,9	6,0	-	-	5,3	7,6
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,6	11,2
2001	1,6	1,0	1,8	2,4	-0,2	-	-	3,3	1,8
2002	0,9	0,2	0,1	2,8	-2,9	-	-	1,7	0,1
2002 3° trim.	1,0	0,4	0,0	3,1	-3,0	-	-	3,4	2,1
4° trim.	1,1	0,9	0,7	2,2	-1,9	-	-	4,1	3,8
2003 1° trim.	0,7	1,3	1,6	2,0	-2,3	-	-	2,5	4,2
2° trim.	0,1	1,0	1,3	1,7	-1,4	-	-	-1,1	1,3
3° trim.	0,3	0,3	1,1	1,6	-1,7	-	-	-0,5	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
1999	2,8	3,4	2,0	0,4	1,3	-0,2	-0,6	-	-
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	1,0	1,0	0,5	0,0	-0,5	0,6	-	-
2002	0,9	0,2	0,1	0,5	-0,6	0,2	0,6	-	-
2002 3° trim.	1,0	0,4	0,0	0,6	-0,6	0,4	0,6	-	-
4° trim.	1,1	0,9	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,2	-	-
2003 1° trim.	0,7	1,2	0,9	0,4	-0,5	0,4	-0,5	-	-
2° trim.	0,1	1,0	0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,9	-	-
3° trim.	0,3	0,3	0,6	0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Includo le acquisizioni nette di oggetti di valore.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 7.3.1.

5.2 Produzione e domanda
2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
1999	5.795,8	145,1	1.311,3	319,2	1.215,5	1.557,3	1.247,3	205,2	677,6
2000	6.084,0	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.651,4	1.299,6	212,6	704,6
2001	6.348,9	151,2	1.412,4	351,6	1.350,4	1.722,8	1.360,6	221,8	717,0
2002	6.555,9	149,6	1.428,9	362,3	1.385,4	1.803,4	1.426,2	227,0	742,0
2002 3° trim.	1.645,8	37,3	359,4	90,4	347,8	452,6	358,4	56,6	187,3
4° trim.	1.653,4	37,2	357,9	91,4	349,1	456,1	361,6	57,5	189,0
2003 1° trim.	1.661,0	37,5	359,7	91,7	347,7	459,7	364,6	57,7	191,3
2° trim.	1.668,5	38,1	355,4	92,8	351,1	464,2	367,0	58,5	192,2
3° trim.	1.687,5	38,7	359,8	93,9	353,4	469,4	372,3	58,8	192,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2002	100,0	2,3	21,8	5,5	21,1	27,5	21,8	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 3° trim.	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,4	0,1	0,2	1,2	1,1
4° trim.	0,0	-0,8	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,5	0,9	0,3
2003 1° trim.	0,0	-0,6	0,3	-0,8	-0,2	-0,1	0,4	0,2	-0,3
2° trim.	-0,1	-0,5	-0,9	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2
3° trim.	0,4	-0,6	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	1,7	0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
1999	2,7	2,8	1,0	2,4	4,4	3,3	2,0	4,2	4,6
2000	3,8	-0,3	4,0	2,4	5,2	4,4	2,5	7,1	1,9
2001	1,9	-1,2	0,7	-0,5	3,2	2,8	1,7	4,4	0,2
2002	1,0	-1,0	0,8	-1,0	1,1	2,1	0,6	-0,1	-1,0
2002 3° trim.	1,0	-1,2	1,3	-1,4	1,1	2,0	0,4	-0,3	-0,3
4° trim.	1,2	-3,2	2,0	-1,7	1,4	1,6	0,9	0,7	0,2
2003 1° trim.	0,8	-2,1	1,0	-2,3	0,8	1,1	1,3	2,1	0,7
2° trim.	0,1	-2,1	-1,0	-0,8	0,4	0,2	1,4	2,8	1,4
3° trim.	0,4	-2,5	-0,5	-0,5	0,5	0,5	1,6	3,2	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
1999	2,7	0,1	0,2	0,1	0,9	0,9	0,4	-	-
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,2	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,1	-	-
2002 3° trim.	1,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	0,1	-	-
4° trim.	1,2	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,2	-	-
2003 1° trim.	0,8	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,3	-	-
3° trim.	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-	-

Fonte: Eurostat.

1) L'uso di servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM) è trattato come un consumo intermedio che non viene allocato tra le diverse branche di attività.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Industria escluse le costruzioni											Costruzioni	Industria manifatturiera
	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici			
	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici			Beni di consumo							
			Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Totale	Durevoli	Non durevoli					
in perc. del totale ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	2,2	94,9	1,9	2,0	2,0	2,6	1,4	1,5	1,2	0,7	4,2	1,9	
2000	5,0	100,1	5,4	5,5	6,1	8,7	1,9	6,3	0,9	1,9	2,5	5,8	
2001	0,4	100,6	0,5	0,2	-0,6	1,7	0,4	-1,9	0,9	1,6	0,9	0,3	
2002	-0,5	100,0	-0,5	-0,8	0,4	-2,0	-0,4	-5,3	0,7	1,0	0,8	-0,7	
2002 3° trim.	0,1	100,4	0,2	-0,2	1,4	-1,1	-0,5	-4,1	0,4	1,8	0,6	0,1	
4° trim.	0,8	100,0	1,2	1,3	2,8	0,7	0,9	-4,0	1,8	-0,4	-0,7	1,4	
2003 1° trim.	0,4	100,2	0,8	0,4	1,3	1,0	-1,0	-5,3	-0,4	4,6	-2,6	0,5	
2° trim.	-0,6	99,9	-0,7	-1,3	-0,5	-1,8	-1,4	-6,5	-0,3	2,2	-0,4	-1,2	
3° trim.	-0,3	100,5	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,3	-4,7	1,1	2,2	-0,6	-0,3	
2003 giu.	-1,5	99,5	-1,5	-2,3	-0,8	-4,1	-1,3	-6,9	0,1	2,2	0,9	-1,9	
lug.	0,9	101,0	1,1	0,6	0,5	1,8	1,3	-3,5	2,3	1,3	2,1	0,9	
ago.	-0,5	100,4	-0,2	-0,9	0,8	-3,2	0,4	-5,4	1,2	3,3	0,3	-0,9	
set.	-1,3	100,1	-0,9	-1,2	-1,7	-1,0	-0,8	-5,4	-0,3	2,2	-3,6	-1,1	
ott.	.	101,4	1,5	1,3	1,5	2,5	-0,7	-2,8	-0,1	2,9	.	1,5	
nov.	.	101,5	1,2	1,6	1,6	3,3	-0,4	-4,4	-0,2	2,1	.	1,4	
	<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2003 giu.	0,0	-	0,1	-0,1	0,4	-1,1	0,8	0,5	1,0	2,1	1,2	0,0	
lug.	1,4	-	1,5	2,0	1,1	3,1	1,4	2,1	1,2	-0,5	1,5	2,0	
ago.	-0,8	-	-0,6	-0,7	0,2	-1,9	-0,6	-2,4	-0,4	1,0	-2,2	-0,9	
set.	-0,4	-	-0,3	-0,5	-0,9	0,6	-0,8	0,7	-0,9	-1,5	-2,2	-0,3	
ott.	.	-	1,4	1,7	1,5	2,1	0,3	0,8	0,3	1,8	.	1,6	
nov.	.	-	0,0	0,6	0,7	0,8	0,2	-0,8	0,2	-3,2	.	0,4	

4. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti				Prezzi costanti				Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
						Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,1	100,0	2,7	2,5	2,3	1,5	4,2	976	-1,8
2001	104,0	4,2	102,2	2,2	2,8	1,8	1,0	0,1	968	-0,8
2002	106,0	1,9	102,5	0,3	1,5	-0,2	-1,8	-1,7	926	-4,3
2003	.	.	.	.	.	.	.	.	910	-1,7
2002 4° trim.	106,9	1,8	103,0	0,5	2,3	-0,5	-1,6	-2,3	947	0,2
2003 1° trim.	107,9	2,7	103,4	1,3	3,0	0,7	-1,8	0,3	897	-2,6
2° trim.	107,5	1,7	103,1	1,1	2,1	-0,1	-1,9	0,2	891	-2,8
3° trim.	107,6	1,0	102,9	0,0	1,9	-1,7	-5,2	-0,9	929	1,4
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	924	-2,3
2003 lug.	107,8	1,5	103,2	0,2	1,8	-1,2	-3,2	-1,2	927	2,6
ago.	107,2	0,2	102,6	-0,7	1,7	-2,8	-8,1	-1,6	923	-0,9
set.	107,8	1,2	103,1	0,4	2,3	-1,1	-4,3	0,2	939	1,8
ott.	108,4	1,1	103,7	0,7	1,2	-0,2	-0,7	0,3	928	-0,1
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	933	0,1
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	910	-7,4

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 9 e 10 nella tavola 5.2.4 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2002.

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

5.2 Produzione e domanda

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (2000 = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2003	95,1	-10	-25	10	3	80,9	-18	-5	-21	38	-9
2002 4° trim.	95,3	-10	-23	10	4	81,5	-14	-3	-15	30	-8
2003 1° trim.	94,9	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2° trim.	94,8	-12	-27	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
3° trim.	95,0	-11	-27	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
4° trim.	95,7	-7	-22	9	8	81,0	-16	-5	-17	34	-9
2003 ago.	95,0	-11	-26	11	4	-	-17	-4	-20	37	-7
set.	95,3	-9	-26	10	9	-	-17	-4	-18	37	-8
ott.	95,5	-8	-23	10	8	81,2	-17	-5	-18	36	-9
nov.	96,0	-6	-21	8	10	-	-16	-4	-16	34	-8
dic.	95,6	-8	-21	10	6	-	-16	-5	-16	32	-10
2004 gen.	95,8	-7	-21	10	10	80,7	-16	-6	-16	32	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
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
2003	-21	-28	-14	-14	-20	16	-5	2	-6	1	11
2002 4° trim.	-22	-29	-15	-15	-21	17	-8	-4	-13	-4	4
2003 1° trim.	-20	-27	-13	-17	-24	17	-10	-6	-16	-11	11
2° trim.	-21	-27	-14	-15	-20	18	-6	-2	-12	0	6
3° trim.	-22	-29	-15	-13	-19	16	-3	5	-1	4	13
4° trim.	-20	-28	-12	-11	-15	15	-2	10	6	11	15
2003 ago.	-23	-29	-16	-14	-18	18	-5	6	-1	4	14
set.	-23	-29	-17	-12	-19	14	-4	7	1	4	16
ott.	-22	-29	-14	-9	-16	12	0	9	4	9	15
nov.	-20	-27	-13	-10	-13	16	-1	11	6	11	16
dic.	-19	-28	-9	-13	-17	16	-5	11	7	12	15
2004 gen.	-19	-28	-10	-11	-17	16	0	10	5	7	17

Fonte: Commissione (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico è composto dagli indicatori di fiducia delle imprese industriali, delle famiglie, del settore 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.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, non includono la Francia per cambiamenti intervenuti nei questionari delle indagini francesi; non sono pertanto esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,1	25,1	14,3	29,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	128,608	1,8	2,3	-0,8	-2,3	-0,2	1,9	2,2	5,6	1,9
2000	131,408	2,2	2,5	0,7	-1,5	0,5	2,0	3,1	5,8	1,6
2001	133,222	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,6	3,9	1,3
2002	133,808	0,4	0,6	-0,2	-2,2	-1,4	-0,7	0,4	2,3	1,5
2002 3° trim.	133,725	0,3	0,4	-0,6	-2,2	-1,4	-0,9	0,0	2,0	1,5
4° trim.	133,735	0,1	0,1	0,2	-2,2	-1,8	-0,8	-0,2	1,7	1,5
2003 1° trim.	133,762	0,0	-0,1	0,4	-2,2	-1,8	-0,8	0,0	1,3	1,1
2° trim.	133,876	0,1	0,1	0,5	-1,7	-1,8	0,1	0,4	1,0	1,1
3° trim.	133,837	0,1	0,0	0,3	-1,6	-2,0	-0,5	0,8	0,9	0,8
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2002 3° trim.	0,004	0,0	0,0	-0,1	-0,6	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,3
4° trim.	0,010	0,0	-0,1	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,3
2003 1° trim.	0,027	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,4	0,0	0,2	0,1	0,2
2° trim.	0,114	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,2
3° trim.	-0,039	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,9	0,3	0,3	0,1

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	78,4	78,4	21,6	21,6	50,0	50,0	50,0	50,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,604	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,123	10,5
2001	11,071	8,0	8,541	7,0	2,530	15,7	5,317	6,8	5,754	9,7
2002	11,688	8,4	9,094	7,4	2,594	16,2	5,763	7,3	5,925	9,9
2003	12,284	8,8	9,627	7,7	2,657	16,8	6,137	7,7	6,147	10,1
2002 4° trim.	11,969	8,6	9,346	7,6	2,623	16,4	5,946	7,5	6,023	10,0
2003 1° trim.	12,196	8,7	9,521	7,7	2,675	16,8	6,074	7,7	6,122	10,1
2° trim.	12,303	8,8	9,634	7,8	2,669	16,8	6,134	7,7	6,169	10,2
3° trim.	12,307	8,8	9,660	7,8	2,648	16,7	6,152	7,7	6,155	10,1
4° trim.	12,330	8,8	9,707	7,8	2,624	16,7	6,184	7,8	6,147	10,1
2003 lug.	12,298	8,8	9,640	7,7	2,658	16,8	6,138	7,7	6,160	10,1
ago.	12,304	8,8	9,657	7,8	2,647	16,7	6,150	7,7	6,154	10,1
set.	12,319	8,8	9,681	7,8	2,639	16,7	6,169	7,8	6,150	10,1
ott.	12,336	8,8	9,706	7,8	2,630	16,7	6,185	7,8	6,151	10,1
nov.	12,336	8,8	9,713	7,8	2,623	16,7	6,186	7,8	6,149	10,1
dic.	12,319	8,8	9,702	7,8	2,618	16,6	6,180	7,8	6,140	10,1

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat nella tavola 5.3.1, ed Eurostat nella tavola 5.3.2.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2002 per l'occupazione, nel 2003 per la disoccupazione.
- 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.

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾
(in percentuale del PIL)1. Area dell'euro ²⁾: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ³⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese	Famiglie	Imprese	Pagamenti sociali	Sussidi	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1994	47,5	47,1	11,6	9,2	2,0	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,4	0,4	0,2	42,8
1995	47,1	46,6	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,6
1996	47,9	47,4	12,0	9,3	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	2,6	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,4	0,6	0,4	43,7
1998	47,6	47,2	12,5	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,4
1999	48,1	47,6	12,8	9,9	2,5	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,4	0,5	0,3	43,9
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,5	0,3	43,7
2001	47,0	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,5	0,3	42,8
2002	46,4	45,9	12,1	9,5	2,4	13,9	0,5	16,0	8,4	4,7	2,2	0,5	0,3	42,3

2. Area dell'euro ²⁾: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ⁴⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali		Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
							Pagamenti sociali	Sussidi						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,5	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	52,2	48,2	11,2	4,8	5,7	26,5	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,5
1997	50,8	47,1	11,0	4,7	5,1	26,2	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	25,9	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,1
1999	49,4	45,3	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	1,5	0,1	44,6
2001	48,7	44,5	10,5	4,7	4,0	25,3	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	25,6	22,8	1,8	0,5	4,0	2,4	1,6	0,0	45,0

3. Area dell'euro ²⁾: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁵⁾						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,9	11,3	4,9	5,1	1,9	-2,4	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,6	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,4	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,7	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	-2,4	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,1	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,4	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,1	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,4	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	-2,3	8,1	11,9
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,2	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,4	20,4	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,2	8,2	12,1

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁶⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 0,2 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) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- 3) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 4) Spese totali meno spese per interessi.
- 5) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle Amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 6) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro ²⁾: debito pubblico, distinto per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ³⁾				Altri creditori ⁴⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
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	8,7	16,2	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	13,4	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,2	10,2	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,2
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	46,0	22,8	13,3	9,9	23,6
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,7	22,5	12,5	9,7	24,5
2002	69,0	2,5	11,7	6,7	48,0	43,0	21,3	12,1	9,6	26,0

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

	Totale	Emesso da ⁵⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta		Altre valute
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁶⁾	Non in valuta nazionale	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	24,4	65,6	2,9	1,7
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	26,7	68,1	3,0	1,9
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	30,2	72,5	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	6,4	65,6	4,8	14,4	26,9	30,7	70,3	-	1,7
2000	69,6	58,0	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,3	14,3	27,6	27,7	67,8	-	1,7
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	2,9	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	3,1	15,4	25,1	28,5	67,6	-	1,4

3. Paesi dell'area dell'euro: debito pubblico

	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	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) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- 3) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 5) Esclude il debito detenuto dalle Amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 6) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro ²⁾: variazione del debito pubblico, distinta per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione				Strumento finanziario				Detentori			Altri creditori ⁸⁾
		Fabbisogno	Effetti di rivalutazione ⁴⁾	Altre variazioni in volume ⁵⁾	Effetto di aggregazione ⁶⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁷⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	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
2001	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	1,4	0,3	0,1	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,6	1,7	-0,3	-0,5	0,0	2,3

2. Area dell'euro ²⁾: raccordo disavanzo – debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁹⁾	Raccordo disavanzo - debito ¹⁰⁾												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro ¹²⁾	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹¹⁾	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	0,2
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,5	-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	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-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) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli euro 11.
- 3) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 4) 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).
- 5) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 6) 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.
- 7) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 9) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 10) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.
- 12) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (credito al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).

7

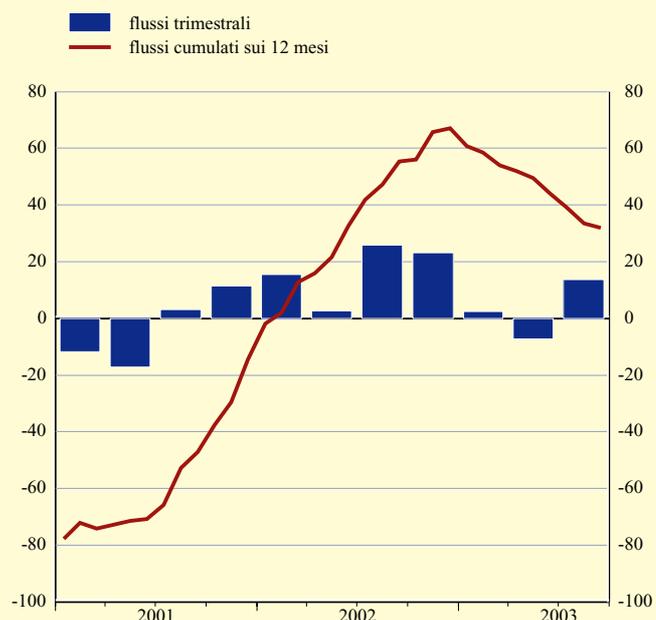
TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni nette)

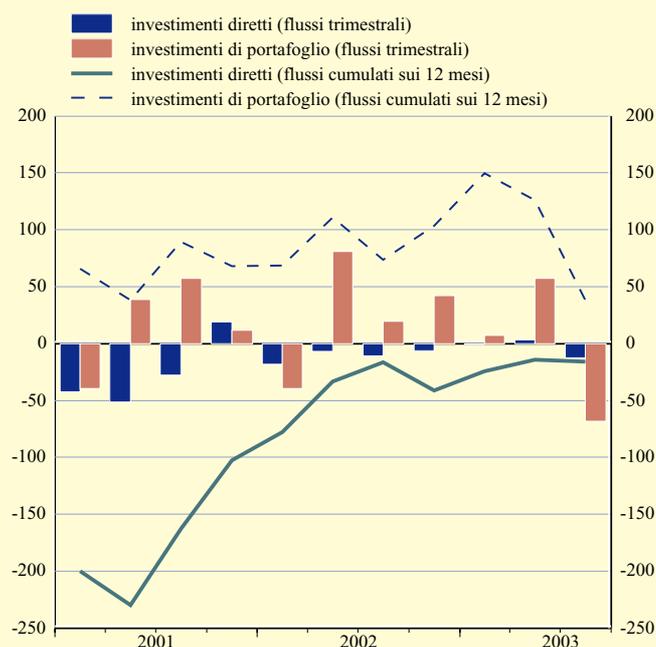
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-14,5	73,6	-1,1	-35,7	-51,3	6,7	-7,8	-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	77,9	-97,2	-41,5	103,4	-10,2	-146,6	-2,3	19,3
2002 3° trim.	25,8	38,1	7,0	-8,2	-11,2	2,0	27,9	-53,6	-10,8	19,9	-9,0	-49,1	-4,6	25,8
4° trim.	23,1	34,5	3,4	-0,7	-14,0	2,4	25,6	-48,5	-6,0	42,0	-2,9	-80,3	-1,3	22,9
2003 1° trim.	2,4	16,6	1,6	-12,7	-3,1	2,0	4,4	-25,1	-0,9	7,0	-2,5	-40,7	11,9	20,7
2° trim.	-7,3	23,4	4,9	-15,9	-19,7	1,9	-5,4	-33,0	3,5	57,4	-1,5	-94,3	1,9	38,4
3° trim.	13,6	37,3	4,7	-9,8	-18,6	2,6	16,2	-8,8	-12,4	-68,4	-4,5	74,5	1,9	-7,3
2002 nov.	10,6	12,4	1,6	0,4	-3,9	0,3	10,9	-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	8,7	-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	-3,1	-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	2,4	-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	5,1	6,7	-1,5	14,2	-0,9	-10,1	5,0	-11,8
apr.	-7,6	6,3	0,7	-8,1	-6,6	0,1	-7,6	16,0	-16,1	26,8	-3,5	8,2	0,7	-8,5
mag.	-1,7	7,2	1,5	-4,8	-5,7	0,2	-1,4	-27,0	0,0	9,5	1,4	-38,2	0,4	28,5
giu.	2,0	9,9	2,7	-3,1	-7,4	1,6	3,6	-21,9	19,7	21,1	0,6	-64,2	0,8	18,3
lug.	3,1	15,5	2,6	-8,7	-6,2	0,8	3,9	-11,0	-4,2	-47,3	-2,4	41,0	1,8	7,1
ago.	3,7	10,4	0,3	-1,3	-5,7	1,7	5,4	7,5	-3,4	-35,3	-2,3	48,3	0,3	-12,9
set.	6,8	11,5	1,9	0,1	-6,7	0,1	6,9	-5,4	-4,8	14,2	0,2	-14,7	-0,2	-1,5
ott.	9,3	14,5	2,6	-4,7	-3,2	1,1	10,4	-4,4	-10,6	26,7	1,9	-22,7	0,2	-6,0
nov.	4,4	9,2	0,9	0,7	-6,3	1,1	5,5	-0,3	6,5	-4,3	0,4	-8,3	5,5	-5,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2003 nov.	30,4	110,7	16,0	-41,5	-54,7	9,5	39,8	-87,3	-20,2	17,8	-8,7	-96,4	20,3	47,5

F27 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)



F28 Investimenti diretti e di portafoglio (miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

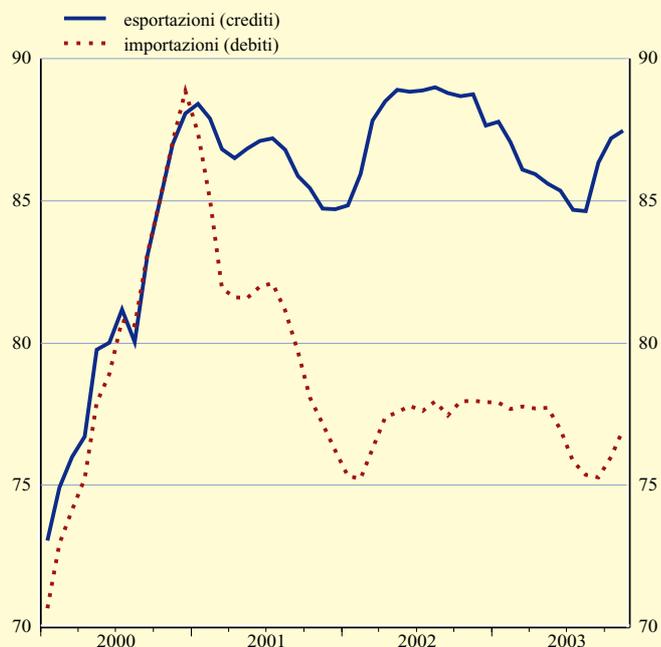
2. Conto corrente

(dati destagionalizzati)

	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti	
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11
2002 3° trim.	436,3	413,4	22,9	266,3	232,3	84,8	79,4	62,0	69,8	23,1	31,9
4° trim.	431,4	414,5	16,9	262,9	233,8	82,9	79,3	62,5	67,4	23,1	34,1
2003 1° trim.	419,0	414,8	4,2	258,2	233,3	83,6	77,9	55,9	69,9	21,1	33,7
2° trim.	413,1	411,0	2,1	256,1	230,9	79,2	76,6	58,7	69,2	19,1	34,4
3° trim.	415,1	405,8	9,3	259,0	225,8	79,6	76,5	57,5	67,0	18,9	36,5
2002 nov.	147,6	139,8	7,8	89,1	77,9	28,2	26,2	22,0	24,3	8,3	11,4
dic.	140,2	134,9	5,3	86,1	77,4	27,2	26,4	19,3	20,1	7,6	11,0
2003 gen.	143,3	140,9	2,4	88,1	78,4	28,7	26,4	19,4	24,7	7,2	11,4
feb.	139,6	137,9	1,8	87,0	77,3	27,5	25,9	18,5	23,4	6,7	11,3
mar.	136,0	136,0	0,0	83,2	77,7	27,5	25,6	18,1	21,8	7,2	10,9
apr.	141,6	140,3	1,3	87,7	78,2	26,8	25,7	21,1	25,1	6,0	11,3
mag.	137,3	136,0	1,4	85,9	77,3	26,1	25,6	19,0	21,8	6,3	11,3
giu.	134,2	134,8	-0,6	82,5	75,4	26,3	25,3	18,6	22,3	6,8	11,8
lug.	137,5	135,4	2,1	85,6	74,9	26,2	25,4	19,4	23,1	6,3	12,1
ago.	138,4	136,5	1,8	85,8	75,9	26,2	25,7	19,9	22,8	6,5	12,2
set.	139,2	133,8	5,4	87,6	75,1	27,2	25,4	18,2	21,1	6,1	12,2
ott.	139,8	131,9	8,0	88,1	77,0	27,5	24,6	17,8	22,2	6,4	8,1
nov.	138,6	136,8	1,7	86,7	78,8	26,6	25,5	18,8	20,2	6,5	12,3

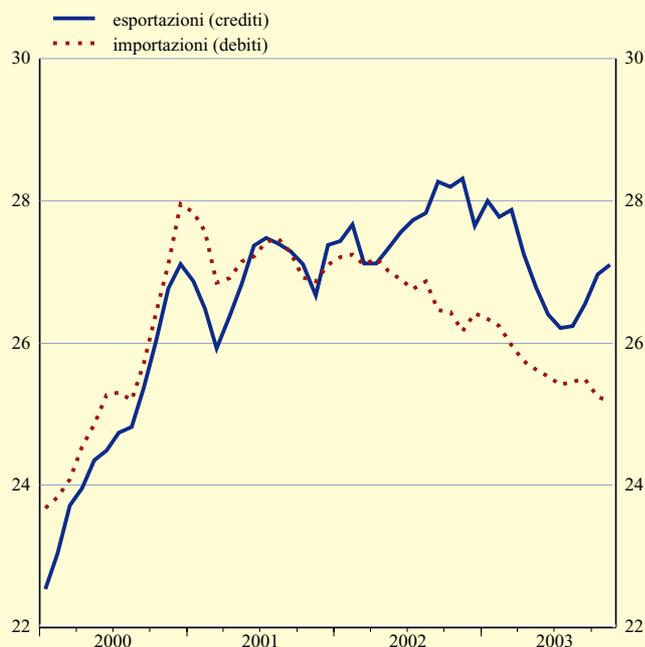
F29 Conto dei beni

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



F30 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

3. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente											Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 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.	410,0	417,2	-7,3	254,4	231,0	79,2	74,3	61,6	77,6	14,7	34,4	4,5	2,6
3° trim.	412,1	398,5	13,6	256,3	219,0	85,8	81,1	54,5	64,4	15,4	34,0	3,9	1,4
2002 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.	137,3	144,9	-7,6	85,6	79,3	25,8	25,1	21,3	29,3	4,7	11,3	0,5	0,4
mag.	134,8	136,5	-1,7	84,2	76,9	25,9	24,4	19,7	24,5	5,0	10,6	1,4	1,2
giu.	137,9	135,8	2,0	84,7	74,8	27,5	24,8	20,7	23,8	5,0	12,4	2,6	1,0
lug.	146,9	143,8	3,1	91,3	75,8	30,7	28,1	19,6	28,2	5,3	11,6	1,3	0,5
ago.	125,5	121,8	3,7	76,4	66,0	26,9	26,6	17,2	18,5	5,0	10,7	2,1	0,4
set.	139,7	132,9	6,8	88,7	77,2	28,2	26,3	17,8	17,7	5,0	11,8	0,6	0,5
ott.	148,6	139,3	9,3	98,1	83,6	28,7	26,0	17,1	21,8	4,7	7,9	1,6	0,5
nov.	134,6	130,2	4,4	87,3	78,1	24,6	23,8	17,1	16,4	5,6	11,9	1,7	0,6

4. Conto dei redditi

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti					
					Crediti	Debiti	Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
							Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	277,3	313,0	14,7	5,9	262,6	307,1	60,6	59,0	50,4	49,8	10,2	9,2
2002	251,3	279,6	14,7	6,0	236,7	273,6	67,0	57,1	59,1	51,2	7,9	5,9
2002 3° trim.	58,5	66,7	3,7	1,6	54,9	65,1	13,4	12,5	12,0	11,1	1,4	1,4
4° trim.	64,9	65,6	3,9	1,6	61,0	64,0	19,5	15,2	17,1	13,3	2,4	1,9
2003 1° trim.	53,4	66,1	3,6	1,2	49,8	64,9	10,1	13,0	8,4	11,1	1,7	1,9
2° trim.	61,6	77,6	3,6	1,4	58,0	76,1	16,0	17,5	13,1	15,2	3,0	2,3
3° trim.	54,5	64,4	3,6	1,5	50,9	62,9	12,9	13,8	10,7	12,4	2,1	1,4

	Redditi da capitale									
	Investimenti di portafoglio						Altri investimenti			
	Totale		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
13	14	15	16	17	18	19	20			
2001	85,0	116,8	17,9	44,7	67,0	72,1	117,0	131,2		
2002	86,4	123,9	20,4	52,7	65,9	71,2	83,3	92,6		
2002 3° trim.	21,0	30,6	4,5	10,6	16,5	20,0	20,4	22,0		
4° trim.	21,1	26,2	4,5	9,1	16,6	17,1	20,4	22,6		
2003 1° trim.	19,0	31,8	3,7	8,4	15,4	23,4	20,7	20,1		
2° trim.	23,5	37,6	7,9	21,1	15,6	16,6	18,5	21,0		
3° trim.	21,5	31,0	4,8	10,3	16,7	20,7	16,6	18,1		

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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.	-36,9	-23,8	5,3	-29,1	-13,1	0,0	-13,1	40,4	30,1	1,9	28,2	10,3	0,0	10,3
3° trim.	-29,5	-32,7	-1,1	-31,6	3,2	-0,2	3,4	17,1	18,7	0,5	18,2	-1,6	-0,4	-1,2
2002 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.	-26,6	-8,3	-1,3	-7,0	-18,3	0,0	-18,4	10,5	7,7	0,2	7,5	2,8	0,0	2,8
mag.	-16,5	-16,4	-0,7	-15,7	-0,2	0,0	-0,1	16,5	15,5	0,2	15,3	1,0	-0,1	1,0
giu.	6,3	0,9	7,3	-6,4	5,4	0,0	5,4	13,5	6,9	1,5	5,5	6,5	0,1	6,4
lug.	-9,0	-7,8	-1,0	-6,8	-1,2	-0,1	-1,1	4,8	4,3	0,1	4,2	0,5	-0,6	1,1
ago.	-2,5	-10,6	-0,4	-10,1	8,0	-0,1	8,1	-0,9	1,2	0,2	0,9	-2,0	0,1	-2,1
set.	-17,9	-14,3	0,3	-14,7	-3,6	0,0	-3,6	13,1	13,2	0,2	13,0	-0,1	0,1	-0,1
ott.	-11,8	-6,7	2,0	-8,8	-5,1	0,0	-5,1	1,3	5,3	0,0	5,3	-4,0	0,1	-4,1
nov.	1,7	4,1	-2,5	6,6	-2,4	0,0	-2,4	4,8	5,0	0,0	5,0	-0,2	-0,1	0,0

6. Investimenti di portafoglio distinti 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	
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 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.	-102,9	160,3	-32,9	29,3	-70,0	-59,7	-10,3	130,9	117,2	13,7
3° trim.	-67,5	-0,9	-23,6	21,4	-43,9	-39,1	-4,9	-22,2	-10,5	-11,8
2002 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.	-21,1	47,9	-10,4	14,1	-10,8	-15,5	4,7	33,8	17,1	16,7
mag.	-35,0	44,5	-7,8	-5,9	-27,2	-19,6	-7,6	50,4	48,3	2,1
giu.	-46,7	67,9	-14,7	21,2	-32,0	-24,6	-7,4	46,7	51,8	-5,1
lug.	-31,0	-16,3	-12,0	9,7	-19,0	-22,8	3,8	-26,0	-22,6	-3,4
ago.	-14,4	-20,9	-6,0	0,8	-8,4	-7,0	-1,4	-21,7	-7,9	-13,9
set.	-22,2	36,3	-5,6	10,9	-16,5	-9,3	-7,2	25,5	20,0	5,5
ott.	-34,2	60,9	-14,4	27,6	-19,8	-10,4	-9,4	33,3	17,8	15,5
nov.	-26,8	22,5	-7,1	15,9	-19,7	-15,4	-4,3	6,6	7,6	-1,0

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

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

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Obbligazioni e notes			Strumenti di mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
													Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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 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	-33,5	-0,8	-32,7	-0,2	-25,6	-33,8	0,0	-33,8	1,1	-1,4	-10,0	1,0	-11,0
3° trim.	-0,1	-6,2	-17,3	-0,8	-16,5	-1,4	-8,8	-28,9	-0,3	-28,6	0,1	-1,0	-4,0	-0,1	-3,9
2002 nov.	-0,2	-0,7	1,1	-	-	0,6	-6,0	1,0	-	-	-0,1	-8,7	5,4	-	-
dic.	0,0	-0,2	-7,8	-	-	-0,3	5,2	-14,7	-	-	0,1	0,2	-4,8	-	-
2003 gen.	0,1	1,5	0,7	-	-	-0,4	-11,9	-2,8	-	-	-0,3	-12,8	7,2	-	-
feb.	-0,1	-1,5	2,4	-	-	0,4	-9,7	-10,9	-	-	-0,8	-0,8	-0,3	-	-
mar.	0,0	-3,8	11,6	-	-	-0,4	-1,3	-12,9	-	-	-0,2	6,2	-6,2	-	-
apr.	-0,1	0,6	-10,9	-	-	-0,1	-8,0	-7,4	-	-	0,5	3,2	1,0	-	-
mag.	0,0	0,3	-8,0	-	-	-0,2	-2,7	-16,6	-	-	0,9	-6,2	-2,3	-	-
giu.	0,0	-0,2	-14,5	-	-	0,1	-14,8	-9,8	-	-	-0,4	1,6	-8,6	-	-
lug.	0,0	-2,0	-9,9	-	-	-0,1	-1,8	-20,9	-	-	0,2	-3,3	6,9	-	-
ago.	0,0	-1,0	-5,0	-	-	-0,6	-2,3	-4,1	-	-	0,1	4,0	-5,4	-	-
set.	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,7	-3,9	-	-	-0,1	-1,7	-5,4	-	-
ott.	0,0	-4,9	-9,5	-	-	0,1	-2,4	-8,1	-	-	0,0	-5,3	-4,1	-	-
nov.	0,0	1,4	-8,5	-	-	0,0	-8,9	-6,4	-	-	-0,1	-2,7	-1,5	-	-

8. Altri investimenti: scomposizione per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 3° trim.	-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° trim.	-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° trim.	-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° trim.	-123,5	29,2	0,2	2,3	-2,0	3,9	-103,1	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-18,5	-3,9
3° trim.	84,7	-10,2	0,4	3,0	-0,3	4,8	87,6	-7,4	-13,2	16,6	100,8	-24,0	-3,0	-10,6
2002 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.	-46,0	54,2	0,0	-0,3	0,7	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-14,1	-0,4
mag.	-46,5	8,2	0,7	0,9	-3,7	1,3	-35,1	3,8	-1,7	2,7	-33,5	1,0	-8,3	2,3
giu.	-31,0	-33,2	-0,5	1,6	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	3,9	-5,8
lug.	38,5	2,5	0,1	1,7	-2,5	1,9	42,3	2,6	-4,6	8,6	47,0	-6,0	-1,4	-3,6
ago.	77,9	-29,7	0,3	0,5	0,5	0,4	73,3	-30,3	-2,6	2,7	75,9	-33,0	3,8	-0,3
set.	-31,7	17,0	0,0	0,8	1,7	2,5	-28,0	20,3	-5,9	5,3	-22,1	15,0	-5,3	-6,6
ott.	-47,9	25,3	-0,3	-0,3	1,7	-1,8	-39,8	24,6	-8,4	7,0	-31,4	17,6	-9,5	2,8
nov.	-36,6	28,3	0,4	-3,9	1,0	1,6	-36,1	29,8	-7,1	8,1	-29,1	21,7	-1,8	0,8

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

9. Altri investimenti: composizione per strumento

	Eurosistema						Amministrazioni pubbliche								
	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività			Crediti commerciali			Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,6	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	4,4	-0,5	3,9	-1,3	0,1	-1,3
2002	-1,2	19,3	18,2	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	-0,6	-8,0	-8,6	-0,9	-0,2	-1,1
2002 3° trim.	0,3	3,6	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-2,7	-3,0	-0,2	0,0	-0,3
4° trim.	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,9	-0,6	0,1	-0,1	-0,1
2003 1° trim.	-0,6	-4,4	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,3	-9,6	-0,5	-0,1	-0,6
2° trim.	0,2	2,3	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	3,6	1,9	-0,3	0,3	0,0
3° trim.	0,4	3,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	4,7	4,6	-0,2	0,1	-0,1

	IFM (Escluso l'eurosistema)						Altri settori								
	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività			Crediti commerciali			Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività/passività		
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
2001	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9	-3,5	1,3	-2,2	-29,6	18,3	-11,3	-8,9	5,2	-3,8
2002	-161,0	31,2	-129,8	-3,8	-2,8	-6,6	-3,5	-3,0	-6,4	-34,1	16,0	-18,1	-1,9	6,3	4,3
2002 3° trim.	-31,0	11,8	-19,2	-2,3	2,1	-0,3	-1,8	1,9	0,1	-24,6	-8,0	-32,6	0,1	2,2	2,3
4° trim.	-93,1	10,4	-82,7	5,1	-9,6	-4,6	0,2	-3,0	-2,8	-10,6	14,2	3,6	-0,5	1,7	1,2
2003 1° trim.	-63,5	59,7	-3,8	-1,9	0,5	-1,5	-1,3	5,1	3,8	-39,8	18,2	-21,6	-5,8	3,2	-2,6
2° trim.	-103,8	28,6	-75,2	0,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,4	-1,5	-9,9	-9,8	-19,6	-7,5	6,2	-1,2
3° trim.	87,9	-6,1	81,8	-0,3	-1,3	-1,6	-1,4	0,5	-0,9	-2,7	-8,4	-11,1	1,1	-2,7	-1,5

10. Riserve ufficiali

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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.	1,9	0,0	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
3° trim.	1,9	0,1	0,0	-0,7	2,5	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,1	0,0	0,0

Fonte: BCE.

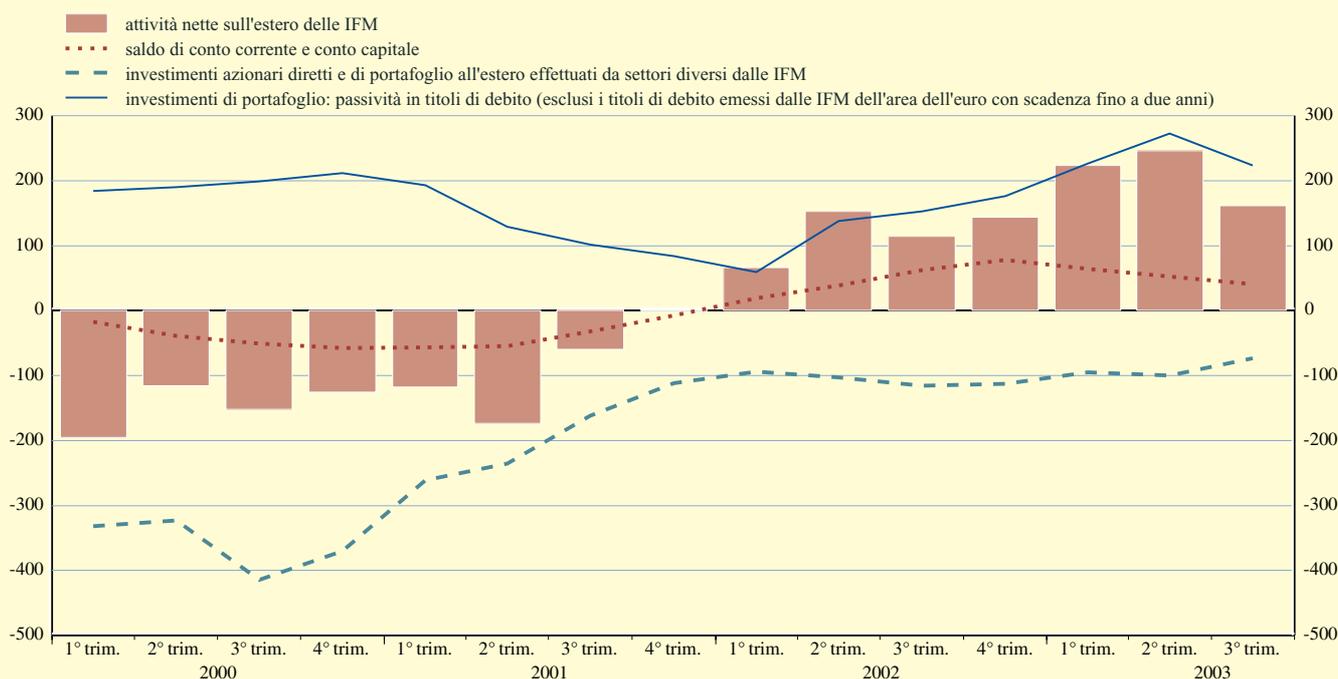
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Titoli di debito ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-7,8	-285,0	201,7	-182,0	172,9	84,3	-39,1	24,4	-1,5	32,2	0,1	-7,3
2002	77,9	-166,2	141,6	-119,7	53,9	176,1	-39,5	11,0	-10,2	19,3	144,3	166,0
2002 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	4,0	51,5	-10,7	11,9	-2,9	22,9	78,4	86,0
2003 1° trim.	4,4	-34,5	35,7	-11,4	6,7	45,7	-48,7	18,2	-2,5	20,7	34,4	30,7
2° trim.	-5,4	-42,1	40,4	-77,3	32,9	133,2	-20,5	0,0	-1,5	38,4	98,1	96,2
3° trim.	16,2	-28,2	17,5	-50,3	23,5	-7,3	-3,3	-5,8	-4,5	-7,3	-49,4	-50,6

F31 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

- 1) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
- 2) Esclusi i titoli di debito emessi da IFM con scadenza fino a due anni.

7.3 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
1999	4,3	9,7	815,3	381,1	178,0	218,5	711,0	784,4	424,9	145,6	192,6	592,3	62,5
2000	21,7	29,4	1.001,2	480,1	217,5	261,4	874,8	1.024,0	589,5	183,0	220,9	744,9	122,6
2001	6,1	-0,9	1.063,8	492,7	236,5	287,7	932,1	1.012,6	576,1	178,3	226,6	738,7	107,8
2002	2,1	-2,7	1.085,9	500,7	230,3	308,4	948,9	985,3	557,4	163,5	233,6	717,4	105,2
2002 2° trim.	2,8	-3,3	273,6	126,8	57,7	77,2	239,3	248,6	141,7	40,0	58,3	180,4	27,0
3° trim.	3,8	-1,4	272,0	124,6	57,8	78,2	237,8	245,7	138,8	41,9	58,0	180,5	26,4
4° trim.	2,3	2,4	269,7	124,6	57,0	76,4	235,3	247,4	139,4	40,8	59,2	178,1	27,8
2003 1° trim.	-1,2	3,1	266,1	122,7	55,2	74,8	230,2	249,5	142,1	40,4	58,2	176,9	29,9
2° trim.	-6,0	-3,5	259,4	119,8	53,4	72,4	225,2	243,0	133,5	38,5	59,1	175,7	25,4
3° trim.	-2,8	-2,4	264,1	120,5	55,8	73,8	229,4	240,6	132,2	37,8	58,2	174,0	26,0
2003 giu.	-5,7	-2,8	86,0	39,2	18,3	23,6	74,6	80,0	43,2	12,8	19,9	58,6	8,0
lug.	-3,7	-3,1	87,2	39,2	18,8	24,2	75,4	79,6	43,4	12,7	19,4	58,5	8,6
ago.	-6,1	-5,2	88,3	40,9	17,9	24,7	76,7	81,3	44,6	12,5	19,5	57,2	8,9
set.	1,1	0,9	88,7	40,4	19,1	24,9	77,3	79,7	44,2	12,6	19,4	58,2	8,5
ott.	-2,7	-2,9	88,0	39,5	18,2	24,7	76,0	80,8	43,8	13,1	19,8	58,9	8,2
nov.	-6,4	-2,3	87,4	40,1	17,5	24,4	76,0	83,1	44,5	14,6	19,5	59,6	8,1
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
1999	2,0	6,0	88,2	88,1	88,0	87,9	87,2	93,6	92,6	89,0	94,9	90,4	95,9
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2001	5,1	-1,0	105,3	102,0	108,5	108,1	105,6	98,8	99,1	96,0	99,9	97,6	98,8
2002	2,8	-0,3	108,2	105,1	106,2	115,2	108,3	98,5	98,7	90,0	104,1	96,4	100,3
2002 2° trim.	3,5	-0,1	108,6	106,2	105,5	114,9	108,8	98,8	99,5	87,2	103,5	96,3	98,9
3° trim.	5,8	2,1	109,1	105,4	107,3	117,7	109,1	98,9	98,6	93,1	104,3	97,8	100,5
4° trim.	3,4	1,8	108,1	104,7	106,0	115,0	108,1	98,7	97,9	91,3	105,9	96,6	101,8
2003 1° trim.	1,4	3,0	108,0	104,5	104,2	114,2	107,2	99,8	98,9	93,4	106,3	97,6	96,3
2° trim.	-2,4	1,6	106,9	103,7	102,5	111,6	106,3	101,6	99,0	90,5	108,7	98,5	103,7
3° trim.	0,0	0,9	109,0	104,6	107,4	113,7	108,5	100,1	97,7	87,9	106,5	97,3	105,7
2003 giu.	-1,9	2,7	107,0	102,8	105,7	109,4	106,4	101,2	97,6	91,0	110,0	99,2	100,4
lug.	-0,9	1,3	108,0	102,5	107,5	111,8	106,7	100,4	97,2	89,4	107,0	98,8	108,0
ago.	-3,2	-2,2	109,5	106,3	103,9	114,3	109,0	101,4	98,6	87,9	106,9	96,2	104,1
set.	3,8	3,3	109,6	105,1	110,7	114,9	109,7	98,4	97,3	86,3	105,6	96,9	105,1
ott.	0,9	1,1	109,5	102,7	105,0	115,0	108,5	100,7	96,9	92,2	108,5	98,9	98,6
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
1999	2,1	3,3	92,3	90,1	93,0	95,1	93,1	81,9	77,8	89,4	91,9	88,0	53,3
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	101,0	100,7	100,2	101,9	100,9	100,2	98,7	101,5	102,8	101,6	89,1
2002	-0,7	-2,4	100,3	99,2	99,7	102,4	100,2	97,8	95,9	99,4	101,7	100,0	85,6
2002 2° trim.	-0,7	-3,2	100,7	99,4	100,5	102,8	100,6	98,4	96,7	100,3	102,2	100,7	89,0
3° trim.	-1,9	-3,4	99,6	98,5	99,1	101,7	99,7	97,2	95,6	98,4	100,7	99,1	85,7
4° trim.	-1,1	0,6	99,7	99,1	98,8	101,7	99,6	98,0	96,7	97,8	101,3	99,0	89,0
2003 1° trim.	-2,6	0,1	98,5	97,8	97,4	100,2	98,2	97,7	97,6	94,7	99,1	97,3	101,3
2° trim.	-3,7	-5,0	97,0	96,3	95,7	99,3	96,8	93,5	91,6	93,1	98,6	95,9	80,0
3° trim.	-2,8	-3,3	96,8	96,0	95,5	99,4	96,7	94,0	91,9	94,1	99,0	96,1	80,2
2003 giu.	-3,9	-5,3	96,4	95,2	95,5	99,0	96,2	92,7	90,2	92,5	98,3	95,2	78,1
lug.	-2,8	-4,3	96,8	95,7	96,5	99,4	96,9	93,1	90,9	93,1	98,5	95,4	78,2
ago.	-3,0	-3,1	96,7	96,2	94,8	99,2	96,6	94,0	92,1	93,4	98,9	95,8	83,3
set.	-2,6	-2,4	97,0	96,1	95,3	99,5	96,7	94,9	92,7	95,7	99,7	96,9	79,2
ott.	-3,6	-4,0	96,4	96,1	95,6	98,8	96,1	94,2	92,0	93,4	99,2	96,0	81,7
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.3 Commercio di beni

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

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Regno Unito	Svezia	Danimarca	Paesi aderenti	Svizzera	Stati Uniti	Giappone	Asia escluso Giappone	Africa	America Latina	Altri Paesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Esportazioni (f.o.b.)												
1999	815,3	160,3	33,2	21,1	78,8	55,7	134,2	26,8	118,1	48,6	38,7	99,9
2000	1.001,2	189,2	39,2	23,6	97,1	63,9	173,3	34,3	153,8	56,5	47,1	126,2
2001	1.063,8	202,1	36,9	24,3	105,8	66,4	180,2	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,9	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,0	170,5	59,4	43,4	148,5
2002 2° trim.	273,6	51,9	9,2	6,4	28,1	16,1	45,9	8,3	42,8	15,2	11,5	37,3
3° trim.	272,0	51,4	9,2	6,3	28,3	16,3	46,1	8,4	43,3	15,0	10,5	37,7
4° trim.	269,7	49,8	9,4	6,4	28,1	15,7	45,4	8,3	42,5	14,5	10,4	37,6
2003 1° trim.	266,1	48,7	9,6	6,4	28,5	16,4	43,2	7,8	42,2	14,5	10,4	37,9
2° trim.	259,4	46,9	9,5	6,1	29,2	15,5	41,4	7,6	41,6	14,5	9,6	37,7
3° trim.	264,1	48,0	9,5	6,3	30,1	15,3	41,6	7,8	43,5	15,1	9,1	37,9
2003 giu.	86,0	15,5	3,1	2,0	9,6	5,1	13,3	2,4	13,8	4,7	3,3	12,7
lug.	87,2	16,0	3,2	2,0	9,9	5,2	13,4	2,6	13,8	5,1	2,9	13,2
ago.	88,3	15,9	3,2	2,2	10,2	5,1	13,9	2,5	14,6	4,8	2,9	12,7
set.	88,7	16,1	3,2	2,1	10,0	4,9	14,3	2,6	15,1	5,2	3,2	12,7
ott.	88,0	16,0	3,2	2,0	9,5	5,1	13,6	2,7	14,4	5,1	2,9	12,7
nov.	87,4	15,9	3,2	2,0	9,5	5,1	13,6	2,7	14,4	5,1	2,9	12,7
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2002	100,0	19,0	3,4	2,3	10,3	5,9	17,0	3,1	15,7	5,5	4,0	13,7
Importazioni (c.i.f.)												
1999	784,4	132,3	32,9	18,9	61,5	43,3	113,6	54,6	154,6	49,3	30,3	93,0
2000	1.024,0	159,4	39,0	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,6	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	985,3	149,7	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,8	67,8	39,4	140,2
2002 2° trim.	248,6	38,8	9,0	5,7	23,4	13,4	31,6	13,0	50,3	17,2	9,7	36,2
3° trim.	245,7	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,1	13,4	51,6	16,4	9,8	34,5
4° trim.	247,4	35,8	9,2	5,9	24,0	12,7	30,4	13,4	52,7	16,8	9,8	35,9
2003 1° trim.	249,5	35,2	9,0	5,9	24,7	13,3	27,9	13,5	52,9	18,4	9,7	38,3
2° trim.	243,0	33,8	9,0	5,7	25,1	12,6	28,1	13,1	53,0	16,9	9,6	36,3
3° trim.	240,6	33,7	9,0	5,6	25,1	12,5	27,8	12,4	52,6	16,7	9,6	36,3
2003 giu.	80,0	11,4	2,9	1,9	8,2	4,1	9,1	4,3	17,7	5,3	3,1	11,9
lug.	79,6	11,2	2,9	1,8	8,6	4,2	9,4	4,2	17,5	5,7	3,2	11,8
ago.	81,3	11,5	3,0	1,9	8,0	4,2	9,1	4,1	17,3	5,4	3,2	12,4
set.	79,7	11,0	3,1	1,9	8,5	4,1	9,3	4,0	17,8	5,6	3,2	12,4
ott.	80,8	11,2	3,0	1,9	8,9	4,1	8,9	4,2	17,8	5,6	3,2	12,4
nov.	83,1	11,2	3,0	1,9	8,9	4,1	8,9	4,2	17,8	5,6	3,2	12,4
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2002	100,0	15,2	3,6	2,3	9,5	5,3	12,8	5,3	20,8	6,9	4,0	14,2
Saldo												
1999	30,9	28,0	0,3	2,1	17,3	12,4	20,6	-27,9	-36,5	-0,7	8,4	6,9
2000	-22,8	29,8	0,2	1,5	18,3	13,2	29,6	-33,2	-63,6	-17,2	6,8	-7,1
2001	51,1	47,8	2,6	3,0	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,7	9,0	-4,8
2002	100,6	56,2	1,5	2,3	18,6	12,0	58,5	-19,7	-34,3	-8,4	4,0	8,3
2002 2° trim.	25,0	13,1	0,2	0,7	4,7	2,7	14,3	-4,7	-7,5	-2,0	1,7	1,1
3° trim.	26,3	14,3	0,3	0,5	4,8	3,1	15,0	-4,9	-8,3	-1,4	0,7	3,2
4° trim.	22,3	14,0	0,3	0,5	4,1	2,9	15,0	-5,1	-10,2	-2,4	0,6	1,7
2003 1° trim.	16,7	13,6	0,5	0,6	3,8	3,2	15,3	-5,7	-10,6	-3,9	0,7	-0,4
2° trim.	16,4	13,1	0,4	0,4	4,1	3,0	13,3	-5,5	-11,4	-2,4	-0,1	1,4
3° trim.	23,5	14,3	0,5	0,7	5,0	2,8	13,8	-4,6	-9,1	-1,5	-0,5	1,4
2003 giu.	6,0	4,0	0,2	0,0	1,4	1,1	4,2	-2,0	-4,0	-0,6	0,2	0,8
lug.	7,5	4,8	0,2	0,2	1,3	1,0	4,0	-1,6	-3,7	-0,6	-0,2	1,5
ago.	7,0	4,4	0,1	0,3	2,2	0,9	4,8	-1,6	-2,7	-0,5	-0,3	0,4
set.	9,0	5,1	0,1	0,2	1,5	0,9	5,0	-1,4	-2,7	-0,4	0,1	0,4
ott.	7,2	4,9	0,2	0,1	0,6	1,0	4,7	-1,5	-3,4	-0,5	-0,3	0,4
nov.	4,2	4,9	0,2	0,1	0,6	1,0	4,7	-1,5	-3,4	-0,5	-0,3	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo, paesi aderenti e altri paesi).

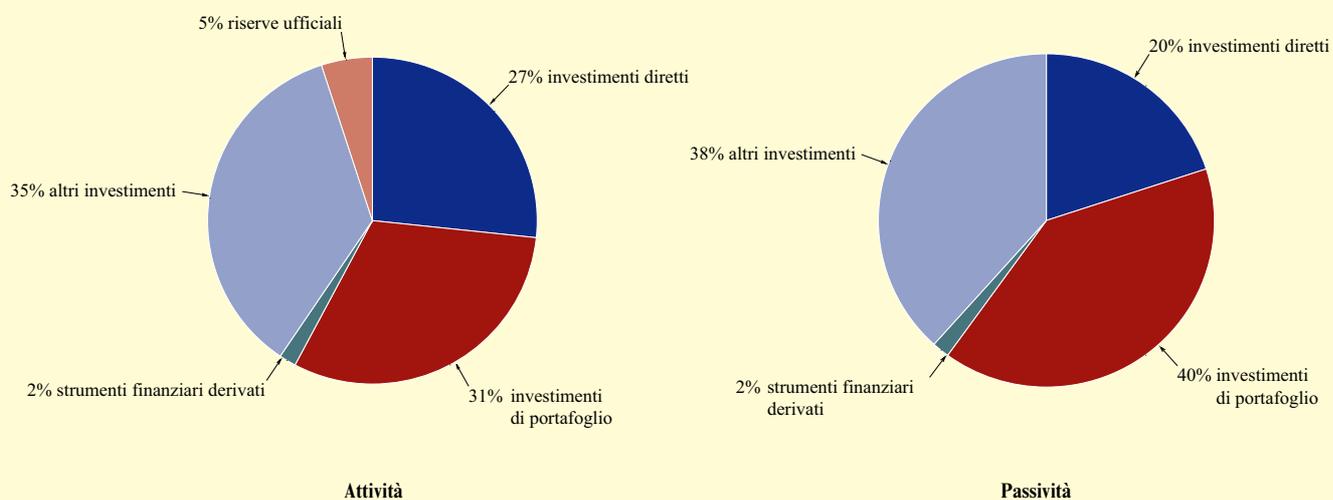
7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze di fine periodo)

1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'estero

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Attività							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,1	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,9	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
Passività							
1999	6.115,1	97,6	804,9	2.950,8	95,1	2.264,3	-
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	7.726,8	112,9	1.400,6	3.212,7	106,9	3.006,7	-
2002	7.567,5	107,0	1.512,5	3.026,7	130,7	2.897,6	-

F32 Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2002



Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti					
	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1.273,4	115,2	1.158,2	353,3	1,7	351,6	869,2	32,1	837,1	304,8	1,8	303,0
2001	1.513,2	129,3	1.383,9	383,8	1,4	382,4	1.043,3	42,3	1.001,1	357,3	2,5	354,8
2002	1.554,4	137,5	1.416,9	383,1	1,4	381,7	1.107,7	43,1	1.064,6	404,8	2,7	402,1

3. 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	1.013,7	1.698,9	1.044,4	937,1	107,2	1.251,9	1.146,5	105,4
2000	1.183,7	1.606,7	1.167,4	1.045,3	122,2	1.530,8	1.365,5	165,4
2001	1.122,4	1.582,0	1.399,0	1.222,0	176,9	1.630,7	1.460,8	169,9
2002	862,2	1.328,3	1.408,3	1.168,7	239,6	1.698,5	1.518,5	179,9

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

	Azioni					Titoli di debito										
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	Obbligazioni e notes					Strumenti del mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Totale	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9	
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9	
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0	
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1	

5. Altri investimenti

	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	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	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	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.169,0	1.421,4	2.127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1.715,8	2.413,1	1.668,3	2.364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1.717,0	2.274,6	1.660,1	2.227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Fonte: BCE.

7.5 Riserve ufficiali

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; posizioni di fine periodo)

	Riserve ufficiali													Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Passività	Uscite nette predefinite a breve termine di valuta estera
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati					
	1	2	3	4	5	6	presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes		Strumenti di mercato monetario	13	14	15	16
Eurosistema																	
2000 dic.	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7	
2001 dic.	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5	
2002 dic.	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3	
2003 gen.	363,4	135,5	398,728	4,7	24,4	198,8	13,1	38,5	146,6	-	-	-	0,6	0,0	20,4	-22,0	
feb.	352,2	128,2	397,765	4,8	24,3	194,9	10,4	38,4	145,6	-	-	-	0,5	0,0	19,3	-19,4	
mar.	339,1	122,3	397,765	4,7	24,4	187,7	7,9	36,4	142,8	-	-	-	0,6	0,0	18,9	-20,5	
apr.	332,4	119,9	396,324	4,5	25,0	183,1	7,6	33,6	141,0	-	-	-	0,9	0,0	18,4	-22,8	
mag.	323,1	121,1	396,233	4,5	24,2	173,3	6,9	33,6	131,6	-	-	-	1,1	0,0	18,7	-23,1	
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	-25,8	
lug.	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	8,4	33,2	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1	-27,2	
ago.	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	10,3	31,5	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1	-27,6	
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	-25,5	
ott.	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9	
nov.	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,0	
dic.	306,9	130,0	393,543	4,4	23,3	149,3	10,0	30,4	107,8	-	-	-	1,1	0,0	19,6	-15,6	
delle quali detenute dalla Banca centrale europea																	
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	-5,9	
2002 dic.	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2	
2003 gen.	42,9	8,4	24,656	0,2	0,0	34,4	0,8	9,5	24,1	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-3,2	
feb.	42,0	7,9	24,656	0,2	0,0	33,9	1,3	8,8	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,1	
mar.	40,5	7,6	24,656	0,2	0,0	32,8	0,9	9,3	22,6	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-1,8	
apr.	40,7	7,5	24,656	0,2	0,0	33,1	0,9	6,8	25,4	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,4	
mag.	39,2	7,5	24,656	0,2	0,0	31,4	0,8	8,0	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,2	
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	-1,8	
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	-2,9	
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	-2,6	
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	-2,3	
ott.	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3	
nov.	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4	
dic.	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5	

Fonte: BCE.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi

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

	Gruppo ristretto						Gruppo ampio		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2001	87,0	88,4	89,6	88,2	88,4	87,1	90,8	87,7	
2002	89,7	92,3	93,1	92,2	91,1	91,2	95,4	91,6	
2003	99,9	103,6	103,3	102,7	101,9	102,2	106,8	102,0	
2002 4° trim.	92,3	95,2	95,9	95,3	93,7	94,2	99,1	95,0	
2003 1° trim.	96,6	99,8	100,3	99,6	98,2	99,1	103,9	99,1	
2° trim.	101,0	104,7	104,5	104,6	103,9	103,9	107,6	102,9	
3° trim.	100,2	103,9	103,4	103,9	103,7	103,6	106,7	101,9	
4° trim.	101,8	106,0	105,2	.	.	.	109,1	104,2	
2003 gen.	95,5	98,6	99,4	-	-	-	102,7	97,9	
feb.	96,8	100,0	100,6	-	-	-	104,1	99,2	
mar.	97,6	100,9	101,0	-	-	-	104,8	100,1	
apr.	98,3	101,8	101,7	-	-	-	105,0	100,4	
mag.	102,2	105,8	105,7	-	-	-	108,8	103,9	
giu.	102,4	106,3	105,9	-	-	-	109,1	104,3	
lug.	101,1	104,9	104,5	-	-	-	107,5	102,7	
ago.	99,9	103,6	103,1	-	-	-	106,4	101,6	
set.	99,5	103,3	102,7	-	-	-	106,1	101,3	
ott.	101,0	104,8	104,1	-	-	-	108,0	103,2	
nov.	100,9	104,9	104,3	-	-	-	108,1	103,2	
dic.	103,7	108,1	107,1	-	-	-	111,2	106,3	
2004 gen.	104,7	109,3	108,1	-	-	-	112,3	107,0	
				<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2004 gen.	1,0	1,1	0,9	-	-	-	1,0	0,7	
				<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2004 gen.	9,7	10,9	8,8	-	-	-	9,4	9,2	

F33 Tassi di cambio effettivi

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

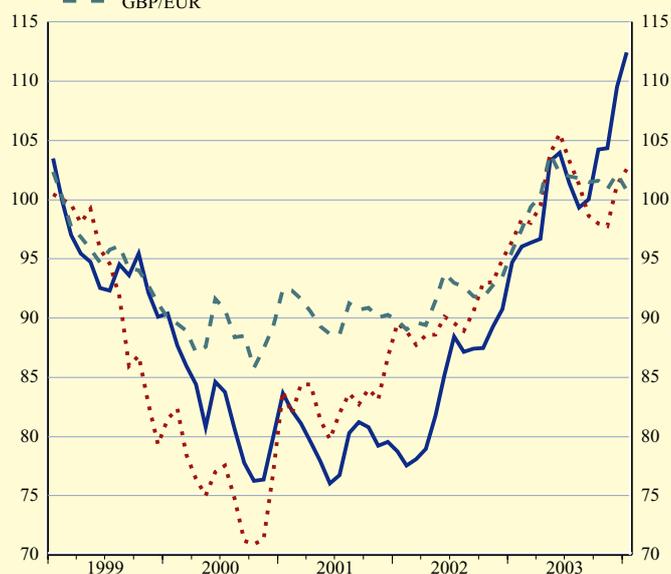
- tasso di cambio effettivo nominale (gruppo ristretto)
- tasso di cambio effettivo reale IPC (gruppo ristretto)



F34 Tassi di cambio bilaterali

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

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Dollaro statunitense	Sterlina britannica	Yen giapponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sudcoreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano	Corona islandese	Dollaro neozelandese	Rand sudafricano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2002 4° trim.	0,9994	0,63611	122,42	1,4667	9,0946	1.215,37	7,7941	7,4281	1,7671	1,5687	7,3192	1,7913	85,75	2,0171	9,6491
2003 1° trim.	1,0731	0,66961	127,59	1,4662	9,1822	1.288,92	8,3695	7,4305	1,8724	1,6203	7,5706	1,8095	84,16	1,9537	8,9600
2° trim.	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1.373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
3° trim.	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1.321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
4° trim.	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2003 gen.	1,0622	0,65711	126,12	1,4621	9,1733	1.250,06	8,2841	7,4324	1,8433	1,6364	7,3328	1,8218	84,45	1,9648	9,2343
feb.	1,0773	0,66977	128,60	1,4674	9,1455	1.282,82	8,4022	7,4317	1,8803	1,6299	7,5439	1,8112	83,70	1,9457	8,9347
mar.	1,0807	0,68255	128,16	1,4695	9,2265	1.335,44	8,4279	7,4274	1,8954	1,5943	7,8450	1,7950	84,31	1,9497	8,6966
apr.	1,0848	0,68902	130,12	1,4964	9,1541	1.337,38	8,4605	7,4255	1,9282	1,5851	7,8317	1,7813	83,38	1,9700	8,3192
mag.	1,1582	0,71322	135,83	1,5155	9,1559	1.390,03	9,0321	7,4246	2,0074	1,6016	7,8715	1,7866	84,44	2,0083	8,9060
giu.	1,1663	0,70224	138,05	1,5411	9,1182	1.392,33	9,0955	7,4250	2,0233	1,5798	8,1619	1,7552	86,25	2,0069	9,2160
lug.	1,1372	0,70045	134,99	1,5476	9,1856	1.342,27	8,8689	7,4332	1,9956	1,5694	8,2893	1,7184	87,66	1,9386	8,5842
ago.	1,1139	0,69919	132,38	1,5400	9,2378	1.312,67	8,6873	7,4322	1,9531	1,5570	8,2558	1,7114	88,79	1,9137	8,2375
set.	1,1222	0,69693	128,94	1,5474	9,0682	1.306,88	8,7377	7,4273	1,9591	1,5330	8,1952	1,6967	88,81	1,9227	8,2141
ott.	1,1692	0,69763	128,12	1,5485	9,0105	1.364,70	9,0530	7,4301	2,0282	1,5489	8,2274	1,6867	89,17	1,9446	8,1540
nov.	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1.388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
dic.	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1.463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934
2004 gen.	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1.492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2004 gen.	2,7	-1,4	1,3	0,7	1,3	1,9	2,7	0,1	1,9	1,3	4,3	-1,5	-2,2	-1,2	9,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2004 gen.	18,7	5,3	6,4	7,1	-0,4	19,4	18,2	0,2	16,2	-0,1	17,2	-10,1	3,8	-4,6	-4,9

	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat lettone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102,425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439,680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694,851
2002 4° trim.	0,57249	30,857	15,6466	239,47	3,4526	0,6002	0,4145	3,9970	229,3740	41,696	1,9493	33,444	1.617,344
2003 1° trim.	0,58001	31,624	15,6466	243,63	3,4527	0,6226	0,4214	4,1892	231,2825	41,786	1,9535	35,593	1.777,952
2° trim.	0,58653	31,470	15,6466	250,95	3,4528	0,6452	0,4274	4,3560	232,9990	41,226	1,9467	37,434	1.716,532
3° trim.	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9466	37,410	1.569,762
4° trim.	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721,043
2003 gen.	0,57691	31,489	15,6466	240,39	3,4529	0,6195	0,4194	4,0704	230,7055	41,638	1,9555	35,539	1.767,136
feb.	0,58038	31,641	15,6466	245,12	3,4524	0,6231	0,4217	4,1656	231,3664	41,987	1,9540	35,403	1.762,350
mar.	0,58292	31,751	15,6466	245,60	3,4528	0,6253	0,4234	4,3363	231,8070	41,749	1,9510	35,831	1.804,143
apr.	0,58657	31,618	15,6466	245,59	3,4530	0,6286	0,4240	4,2971	232,3136	41,038	1,9473	36,569	1.767,550
mag.	0,58694	31,387	15,6466	245,78	3,4528	0,6513	0,4295	4,3343	232,9908	41,125	1,9464	37,632	1.720,476
giu.	0,58607	31,412	15,6466	261,21	3,4527	0,6549	0,4285	4,4339	233,6600	41,507	1,9463	38,059	1.664,000
lug.	0,58730	31,880	15,6466	263,73	3,4528	0,6473	0,4274	4,4368	234,4369	41,804	1,9465	37,148	1.596,957
ago.	0,58616	32,287	15,6466	259,56	3,4527	0,6397	0,4264	4,3699	234,9962	41,955	1,9463	37,166	1.564,214
set.	0,58370	32,355	15,6466	255,46	3,4530	0,6383	0,4265	4,4635	235,2211	41,489	1,9469	37,918	1.546,627
ott.	0,58418	31,989	15,6466	255,77	3,4525	0,6483	0,4281	4,5952	235,6663	41,304	1,9473	38,803	1.679,067
nov.	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39,927	1.726,781
dic.	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40,573	1.761,551
2004 gen.	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698,262
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2004 gen.	0,3	1,2	0,0	-0,2	0,0	1,2	-0,1	1,1	0,3	-1,0	0,1	1,3	-3,6
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2004 gen.	1,7	3,9	0,0	10,0	0,0	8,3	2,6	15,8	2,9	-2,2	0,0	15,7	-3,9

Fonte: BCE.

9

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri paesi europei

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Altri stati membri della UE			Paesi aderenti									
	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Repubblica Ceca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2002	2,4	2,0	1,3	1,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	.	1,9	7,5	3,3
2003	2,0	2,3	1,4	-0,1	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	.	0,7	5,7	8,8
2003 2° trim.	2,2	2,1	1,3	-0,2	0,8	4,7	2,9	-0,6	3,9	.	0,3	5,7	8,1
3° trim.	1,6	2,3	1,4	-0,2	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	.	0,7	5,6	9,4
4° trim.	1,3	1,9	1,3	0,8	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	.	1,4	5,0	9,9
2003 lug.	1,8	2,4	1,3	-0,3	0,9	2,6	3,7	-0,8	4,7	.	0,7	6,1	8,9
ago.	1,5	2,2	1,4	-0,2	1,4	2,4	3,4	-0,9	4,7	.	0,6	5,7	9,5
set.	1,7	2,3	1,4	0,0	1,5	3,3	3,2	-0,8	4,6	.	0,7	5,1	9,8
ott.	1,1	2,0	1,4	0,5	1,2	3,7	3,3	-1,3	4,8	.	1,0	4,9	9,9
nov.	1,4	2,0	1,3	0,9	1,2	3,8	3,7	-0,9	5,6	.	1,5	5,3	10,2
dic.	1,2	1,8	1,3	1,0	1,2	2,2	3,5	-1,3	5,6	.	1,6	4,7	9,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2000	2,6	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	3,1	4,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	2,1	1,3	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2000	47,3	52,8	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	45,4	54,4	38,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	45,5	52,7	38,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, in percentuale in ragione d'anno, media nel periodo													
2003 ago.	4,35	4,70	4,65	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	4,40	4,73	4,76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	4,44	4,85	4,96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	4,57	4,98	5,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	4,52	4,86	4,94	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2004 gen.	4,35	4,65	4,84	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIL a prezzi costanti													
2001	1,6	0,9	2,1	3,1	6,5	4,0	7,9	6,5	3,8	-1,2	1,0	2,9	3,8
2002	1,0	1,9	1,7	2,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4
2003 1° trim.	1,4	1,9	1,9	2,4	5,2	2,8	8,8	9,3	2,7	-1,9	2,2	2,2	4,1
2° trim.	-1,2	0,5	2,7	2,4	3,5	0,7	6,2	6,7	2,4	0,7	3,8	2,1	3,8
3° trim.	-0,5	2,0	1,9	3,4	4,6	2,2	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2001	3,1	3,8	-2,2	-5,4	-5,9	-4,3	-9,0	-4,8	-2,8	-4,4	-2,9	0,2	-8,0
2002	2,6	4,3	-1,6	-6,0	-11,9	-5,4	-7,4	-4,9	-3,7	-1,2	-2,6	1,4	-7,6
2003 1° trim.	2,2	5,4	-0,2	-2,5	-18,3	-14,9	-5,4	-3,5	-5,3	-11,0	-3,6	-0,4	-1,7
2° trim.	2,9	5,3	-3,5	-7,2	-12,4	.	-10,2	-7,3	-8,4	-6,2	-2,0	-0,4	-0,8
3° trim.	4,5	6,2	-2,6	-7,8	-12,5	.	-10,0	-5,3	-6,0	3,2	-1,0	1,9	2,1
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2001	3,7	5,5	3,6	-	2,0	-	-2,1	-6,8	12,0	-	-	.	3,0
2002	2,0	0,4	2,7	-	2,0	-	0,0	-9,4	8,2	-	-	.	4,4
2003 1° trim.	1,2	-	3,0	-	7,1	-	-	.	-	-	-	-	-
2° trim.	2,2	-	3,2	-	7,4	-	-	.	-	-	-	-	-
3° trim.	2,7	-	.	-	5,8	-	-	.	-	-	-	-	-
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2002	4,6	4,9	5,1	7,3	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,4	19,8	6,1	18,7
2003	5,6	5,6	.	7,6	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	7,8	.	6,5	17,1
2003 2° trim.	5,5	5,5	5,0	7,7	10,4	4,5	10,4	13,0	5,8	7,7	19,2	6,5	17,2
3° trim.	5,8	5,6	4,9	7,6	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,0	19,2	6,6	16,8
4° trim.	6,0	6,0	.	7,6	9,8	4,7	10,4	12,0	5,8	8,1	.	6,5	16,6
2003 lug.	5,7	5,6	5,0	7,6	10,3	4,6	10,3	12,5	5,7	7,9	19,2	6,6	16,9
ago.	5,8	5,6	4,9	7,6	10,1	4,6	10,3	12,5	5,7	8,0	19,2	6,6	16,7
set.	5,9	5,6	4,9	7,6	10,0	4,6	10,4	12,4	5,8	8,0	19,1	6,7	16,7
ott.	6,0	5,9	4,9	7,6	9,9	4,6	10,4	12,1	5,8	8,1	19,1	6,6	16,6
nov.	6,0	6,0	.	7,6	9,7	4,6	10,4	12,0	5,8	8,1	19,1	6,5	16,6
dic.	6,1	6,0	.	7,6	9,7	4,8	10,5	11,8	5,9	8,1	.	6,4	16,6

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

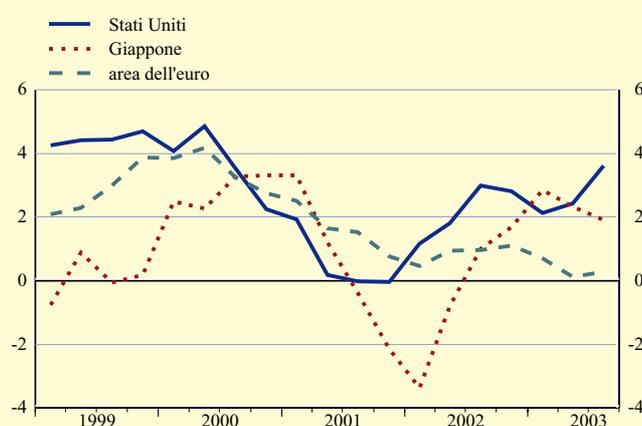
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ¹⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ²⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ²⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ³⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁴⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2000	3,4	3,2	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,924	1,4	44,2
2001	2,8	0,6	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,6
2002	1,6	-1,7	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,946	-3,4	45,7
2003	2,3	.	3,1	0,1	6,0	6,5	1,22	4,00	1,131	.	.
2002 4° trim.	2,2	-0,9	2,8	1,2	5,9	6,4	1,55	3,99	0,999	-3,9	45,7
2003 1° trim.	2,9	0,1	2,1	0,7	5,8	6,4	1,33	3,90	1,073	-4,2	46,2
2° trim.	2,1	0,5	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,137	-4,7	47,1
3° trim.	2,2	0,0	3,6	-0,6	6,1	7,8	1,13	4,22	1,125	-5,2	47,7
4° trim.	1,9	.	4,3	1,8	5,9	4,8	1,17	4,27	1,189	.	.
2003 set.	2,3	-	-	0,1	6,1	7,3	1,14	4,29	1,122	-	-
ott.	2,0	-	-	0,9	6,0	6,5	1,16	4,27	1,169	-	-
nov.	1,8	-	-	1,8	5,9	4,6	1,17	4,29	1,170	-	-
dic.	1,9	-	-	2,7	5,7	3,4	1,17	4,26	1,229	-	-
2004 gen.	.	-	-	.	.	.	1,13	4,13	1,261	-	-
Giappone											
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	-3,2	-0,4	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2003	-0,3	.	.	3,1	.	1,7	0,06	0,99	131,0	.	.
2002 4° trim.	-0,5	-8,5	1,7	6,0	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 1° trim.	-0,2	-6,8	2,8	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
2° trim.	-0,2	-3,2	2,3	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,7	.	.
3° trim.	-0,2	-1,8	1,9	0,9	5,2	1,8	0,05	1,20	132,1	.	.
4° trim.	-0,3	.	.	4,0	.	1,5	0,06	1,38	129,4	.	.
2003 set.	-0,2	-5,1	-	4,1	5,1	1,8	0,05	1,45	128,9	-	-
ott.	0,0	-4,3	-	3,8	5,2	1,5	0,06	1,40	128,1	-	-
nov.	-0,5	.	-	2,6	5,2	1,6	0,06	1,38	127,8	-	-
dic.	-0,4	.	-	5,7	.	1,5	0,06	1,35	132,4	-	-
2004 gen.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,33	134,1	-	-

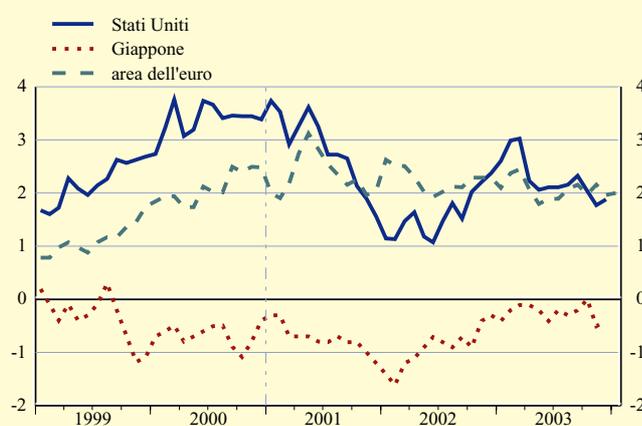
F35 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F36 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5, 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 2) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

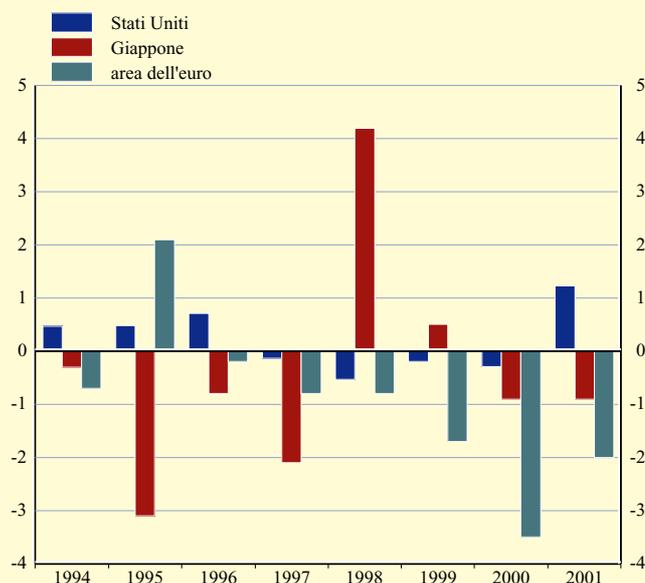
- 3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.
- 4) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

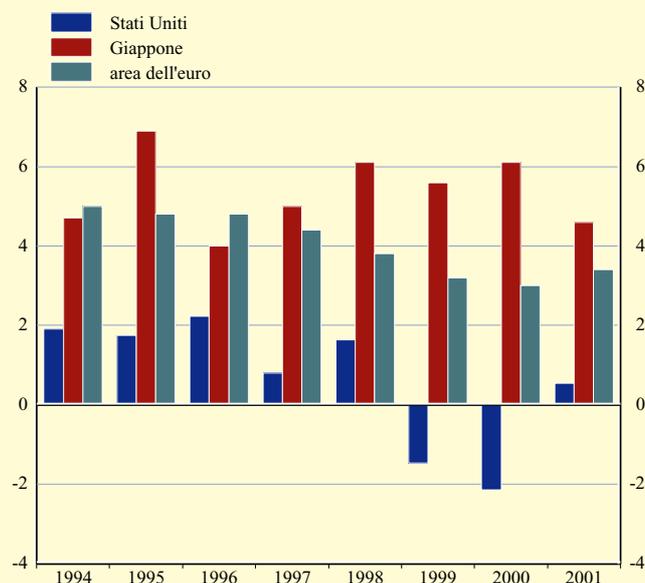
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
1999	18,1	20,7	-3,0	9,4	8,6	10,5	8,0	10,7	2,9	12,6	4,7	11,0	6,2
2000	18,0	20,8	-4,0	9,4	8,9	12,3	7,5	12,6	2,6	12,7	3,7	11,1	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	7,9	8,3	1,9	7,6	0,6	1,8	13,2	6,5	11,1	6,0
2002	14,7	18,4	-4,4	7,5	7,4	2,3	8,2	1,9	0,2	13,0	5,1	11,3	7,0
2001 4° trim.	16,2	18,1	-3,2	7,1	7,7	0,7	8,5	-1,3	2,1	13,5	3,9	11,0	4,2
2002 1° trim.	15,4	18,3	-4,0	7,3	7,6	1,6	8,2	1,3	0,4	12,9	6,0	11,4	7,0
2° trim.	15,1	18,4	-4,6	7,4	7,4	2,5	8,2	1,8	0,7	12,9	5,1	11,6	5,8
3° trim.	14,5	18,5	-4,5	7,6	7,3	2,2	8,1	2,0	-1,5	13,2	4,9	11,3	6,4
4° trim.	13,8	18,4	-4,7	7,5	7,2	2,8	8,3	2,5	1,1	12,9	4,4	10,8	8,6
2003 1° trim.	12,9	18,1	-4,9	7,2	7,2	5,7	7,9	5,4	0,6	12,8	6,1	10,6	8,4
2° trim.	13,2	18,2	-5,0	7,2	7,2	5,5	8,5	4,6	1,7	13,1	13,0	11,3	12,9
3° trim.	13,2	18,4	-4,7	7,2	7,3	5,6	8,9	4,1	0,2	13,5	5,2	11,4	7,4
Giappone													
1999	27,9	26,0	2,2	14,5	14,8	0,5	13,8	-5,0	0,6	5,2	5,7	11,5	0,3
2000	27,8	26,3	2,3	15,8	15,5	0,9	14,3	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,7	-0,1
2001	26,5	25,8	2,0	15,7	15,3	-2,8	14,2	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	.	24,1	.	.	.	-2,9	.	-7,1	-0,9	.	0,7	.	-2,1
2001 4° trim.	25,5	25,5	2,0	.	.	4,3	.	5,7	-0,3	.	9,9	.	-0,6
2002 1° trim.	29,6	22,8	3,4	.	.	9,1	.	-4,8	-3,0	.	-6,6	.	2,5
2° trim.	.	22,7	.	.	.	-27,8	.	-23,6	0,8	.	5,8	.	-8,5
3° trim.	.	23,7	.	.	.	1,2	.	-9,7	-2,3	.	-6,8	.	-0,6
4° trim.	.	25,0	.	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,4	.	-1,5
2003 1° trim.	.	22,9	.	.	.	16,0	.	-4,6	0,3	.	-11,2	.	2,9
2° trim.	.	23,3	.	.	.	-25,1	.	-21,4	-0,9	.	4,1	.	-5,5
3° trim.	.	24,1	.	.	.	-2,7	.	-13,6	-2,9	.	-5,1	.	-3,7

F37 Saldo finanziario delle società non finanziarie (in percentuale del PIL)



F38 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾ (in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S31
F14	Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente	S32
F15	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S33
F16	Titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S35
F18	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S36
F19	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S37
F20	Nuovi depositi con durata prestabilita	S39
F21	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S39
F22	Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S40
F23	Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi	S40
F24	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S41
F25	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S41
F26	Down Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S42
F27	Saldi di conto corrente	S54
F28	Investimenti diretti e di portafoglio	S54
F29	Conto dei beni	S55
F30	Conto dei servizi	S55
F31	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F32	Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2002	S63
F33	Tassi di cambio effettivi	S66
F34	Tassi di cambio bilaterali	S66
F35	PIL a prezzi costanti	S69
F36	Indici dei prezzi al consumo	S69
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S70
F38	Saldo finanziario delle famiglie	S70

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:

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non stagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Monetary statistics* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile centrata su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$ dove a_t è definito come nelle 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, diverse 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:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t^p , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-

ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori di destagionalizzazione (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono revisionati con periodicità annuale o quanto richiesto.

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Monetary statistics*.
- 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.

t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

$$(j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Indicando con N_t^M le transazioni (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:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. La variazione percentuale sui 12 mesi per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello

utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” per le statistiche sulle emissioni di titoli, per le quali la BCE raccoglie le informazioni relative alle emissioni lorde e quelle relative ai rimborsi separatamente, e le “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Monetary statistics*.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE
DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA
DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni 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.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value).

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 4 febbraio 2004.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle

monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "paesi aderenti" è costituito da: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese

fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 saranno implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coinciderà con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato definito per la fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per

le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle banche centrali iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici).

Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero". La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente. Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

(S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti (“a breve termine” indica una scadenza originaria fino a un anno, “a lungo termine” una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell’area dell’euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tutti i paesi dell’area dell’euro contribuiscono alle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli, ma l’Irlanda e il Lussemburgo per il momento non forniscono dati trimestrali sui conti finanziari nazionali.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell’area dell’euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare,

informazioni per settore più complete in merito all’acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l’area dell’euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l’euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell’area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli “a breve termine” comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come “a lungo termine”: i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell’area dell’euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell’euro.

La sezione 4.1 riporta le emissioni, i rimborsi e le consistenze in essere di titoli per tutte le scadenze, con una scomposizione aggiuntiva di

titoli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

Le colonne da 1 a 4 riportano le consistenze in essere, le emissioni lorde, i rimborsi e le emissioni nette per tutti i titoli denominati in euro. Le colonne da 5 a 8 riportano le medesime voci per i titoli non azionari (titoli di debito) emessi da soggetti residenti nell'area. Le colonne da 9 a 11 le quote (in percentuale) di consistenze in essere, emissioni lorde, rimborsi e emissioni nette di titoli emessi in euro da residenti nell'area. La colonna 12 riporta le emissioni nette da parte di residenti nell'area di titoli denominati in euro.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95³⁾. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere nella colonna 1 della sezione 4.2 sono identici ai dati riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella sezione 4.2) 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 (sezione 2.1, colonna 8).

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza e per settore emittente). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale acquista o dismette attività finanziarie e contrae o ripiana una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro sud-

divise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al det-

3) 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).

taglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (EURIBOR) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal LIBOR.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001⁵⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette ad

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano i costi del lavoro medi per ora lavorata. Tali indicatori non coprono i settori dell'agricoltura, della pesca, delle Amministrazioni pubbliche, dell'istruzione, della sanità e degli altri servizi non classificati. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati nazionali non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA, di tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni

armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.3 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 sezione 6.1 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 2000⁶⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle Amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni 7.1, 7.2, 7.4 e 7.5) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7)⁷⁾ e con la documentazione dell'Eurostat. Un'ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2003), disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

La tavola 2 nella sezione 7.1 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua.

La tavola 7 nella sezione 7.1 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.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio, le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza fino a due anni. Una specifica nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione 7.3.1 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione 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

7) GU L. 131 del 28.5.2003, pag. 20.

particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Parte della differenza deriva dall'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nella rilevazione dei beni importati, che nel 2001 rappresentavano circa il 5 per cento del valore c.i.f. delle importazioni (stime della BCE).

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come una singola economia (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 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. Una variazione positiva indica un apprezzamento 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. Il gruppo ristretto comprende Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Svizzera, Svezia, Corea del Sud, Hong Kong, Danimarca, Singapore, Canada, Norvegia e Australia. Il gruppo ampio di paesi partner comprende, in aggiunta a quelli del gruppo ristretto, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cina, Cipro, Croazia, Estonia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Slovenia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Ungheria. I tassi di cambio effettivi reali sono calcolati utilizzando i prezzi al consumo (IPC), i prezzi alla produzione nell'industria manifatturiera (IPP), 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). 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 Thimmann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

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

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE e le pagine 231-233 del Rapporto Annuale 2001 della BCE.

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 ope-

razioni 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, 6 NOVEMBRE, 4 DICEMBRE 2003 E 8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2003

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea nel 2003. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra novembre 2003 e gennaio 2004. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa e Informazione della BCE. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro del frontespizio.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2002, aprile 2003.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.

L'UEM e la conduzione delle politiche di bilancio, gennaio 2004.

Indagini congiunturali relative agli andamenti dell'attività, dei prezzi e del mercato del lavoro nell'area dell'euro: caratteristiche e utilizzi, gennaio 2004.

La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro, gennaio 2004.

Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nella UE, febbraio 2004.

Andamenti dei bilanci del settore privato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, febbraio 2004.

L'impatto del principio del fair value sul settore bancario europeo – una prospettiva di stabilità finanziaria, febbraio 2004.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 8 *An introduction to the ECB's survey of professional forecasters*, di J. A. Garcia, settembre 2003.
- 9 *Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications*, di M. G. Briotti, febbraio 2004.

WORKING PAPERS SERIES

- 283 *U.S., 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.
- 286 *Country and sector-specific spillover effects in the euro area, the United States and Japan*, di B. Kaltenhaeuser, novembre 2003.
- 287 *Consumer inflation expectations in Poland*, di T. Łyziak, novembre 2003.
- 288 *Implementing optimal control cointegrated I(I) structural VAR models*, di F. V. Monti, novembre 2003.
- 289 *Monetary and fiscal interactions in open economies*, di G. Lombardo e A. Sutherland, novembre 2003.
- 290 *Inflation persistence and robust monetary policy design*, di G. Coenen, novembre 2003.
- 291 *Measuring the time-inconsistency of US monetary policy*, di P. Surico, novembre 2003.
- 292 *Bank mergers, competition and liquidity*, di E. Carletti, P. Hartmann e G. Spagnolo, novembre 2003.
- 293 *Committees and special interests*, di M. Felgenhauer e H. P. Grüner, novembre 2003.
- 294 *Does the yield spread predict recessions in the euro area?*, di F. Moneta, dicembre 2003.
- 295 *Optimal allotment policy in the eurosystem's main refinancing operations?*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, dicembre 2003.
- 296 *Monetary policy analysis in a small open economy using bayesian cointegrated structural VARs?*, di M. Villani e A. Warne, dicembre 2003.
- 297 *Measurements of contagion in banks' equity prices*, di R. Gropp e G. Moerman, dicembre 2003.
- 298 *The lender of last resort: a 21st century approach*, di X. Freixas, B. M. Parigi e J.-C. Rochet, dicembre 2003.
- 299 *Import prices and pricing-to-market effects in the euro area*, di T. Wannedinger, gennaio 2004.
- 300 *Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system*, di M. Manna, gennaio 2004.
- 301 *Inflation and relative price asymmetry*, di A. Ratfai, gennaio 2004.

ALTRE PUBBLICAZIONI

- 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.

ECB statistics: A brief overview, agosto 2003.

Portfolio investment income: Task force report, agosto 2003.

The New Basel Capital Accord, settembre 2003.

Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures, 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.

Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18, ottobre 2003.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2003.

Money market study 2002, novembre 2003.

Background Studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, novembre 2003.

Structural analysis of the EU banking sector, year 2002, novembre 2003.

TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003, novembre 2003.

TARGET2: the payment system of the Eurosystem, novembre 2003.

Seasonal adjustment, dicembre 2003.

Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review, novembre 2003.

EU banking sector stability, novembre 2003.

Review of the role international of the euro, dicembre 2003.

Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries, dicembre 2003.

Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations, gennaio 2004.

The monetary policy of the ECB, gennaio 2004.

L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria, febbraio 2004.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institution using TARGET, luglio 2003.

GLOSSARIO

Amministrazioni pubbliche [general government]: comprendono l'amministrazione centrale, quelle statali (nei paesi a struttura federale) e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale. Gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, come le aziende pubbliche, sono esclusi, in linea di principio, dalle amministrazioni pubbliche.

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: includono le attività sull'estero delle IFM dell'area dell'euro (quali l'oro, le banconote in valute diverse dall'euro, i titoli emessi da non residenti nell'area e i prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali i depositi detenuti da non residenti nell'area, le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM).

Bilancio consolidato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM) [consolidated balance sheet of the monetary financial institution (MFI) sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (principalmente i prestiti concessi da una IFM a un'altra IFM).

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni tra i paesi dell'area dell'euro e con il resto del mondo, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Il commercio tra i paesi dell'area dell'euro rileva i flussi di ricezione e spedizione di beni tra i paesi dell'area, mentre il commercio con il resto del mondo rileva il commercio dell'area dell'euro con l'estero. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono direttamente comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi degli occupati e il prodotto interno lordo a prezzi costanti.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: comprende i prestiti delle IFM ai residenti nell'area dell'euro e i titoli emessi dai residenti nell'area e detenuti dalle IFM. Per titoli si intendono le azioni e partecipazioni e i titoli di debito.

Curva dei rendimenti [yield curve]: descrive la relazione esistente in un determinato momento fra tassi di interesse su scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: include i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie, valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Nei conti finanziari trimestrali il debito non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei conti finanziari annuali.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso le banche centrali, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura, basata sulle transazioni, del tasso di interesse prevalente nel mercato interbancario *overnight* in euro.

Euribor [*Euribor (euro interbank offered rate)*]: tasso al quale vengono concessi i prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito, calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie non superiori ai dodici mesi.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria. Essi includono, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: la somma delle persone occupate e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: le istituzioni finanziarie che costituiscono il settore che emette moneta dell'area dell'euro. Esse includono la BCE, le banche centrali nazionali dei paesi dell'area dell'euro nonché le istituzioni creditizie e i fondi comuni monetari con sede nell'area dell'euro.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: misura dei nuovi impieghi, degli impieghi liberi e di quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un idoneo candidato.

Indagini della Commissione europea [*EC surveys*]: sono le indagini qualitative presso le famiglie e le imprese condotte per conto della Commissione europea mediante questionari rivolti ai consumatori e ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi. Gli indicatori del clima di fiducia sono indicatori compositi calcolati come la media aritmetica dei saldi percentuali di varie componenti (per maggiori dettagli, cfr. la tavola 5.2.5. nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino).

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e utilizzate per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Eurozone Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività in attesa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro (*Eurozone Composite Index*) viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti i paesi della UE.

Indice dei prezzi degli input del settore manifatturiero dell'area dell'euro [Eurozone Manufacturing Input Prices Index (EPI)]: media ponderata dei dati sui prezzi degli input nel settore manifatturiero risultanti dalle indagini sulle condizioni del settore condotte in diversi paesi dell'area dell'euro.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (incluse le gratifiche di qualsiasi genere), i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro e altri costi (quali i costi di formazione, di reclutamento e le imposte relative all'occupazione) e al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi su tutti gli occupati per il totale delle ore da loro lavorate (comprese le ore di straordinario).

Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inerzia salariale [wage drift]: misura del divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali di base (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: rilevazione delle acquisizioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro di titoli emessi da non residenti ("attività") e delle acquisizioni nette da parte di non residenti di titoli emessi da residenti nell'area ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari, i titoli di debito del tipo di obbligazioni e notes e gli strumenti di mercato monetario. Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento dei diritti di voto.

Investimenti diretti [direct investment]: investimenti internazionali che riflettono lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione equivalente ad almeno il 10 per cento dei diritti di voto). Il conto degli investimenti diretti rileva le acquisizioni nette di attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le acquisizioni nette di attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro"). Gli investimenti diretti includono quelli in capitale di rischio, gli utili reinvestiti ed altri riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

M1: aggregato monetario ristretto. Include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore ai due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio. Si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, vale a dire le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore ai due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]: l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri della UE non partecipanti alla Fase Tre della UEM.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: operazione mensile di mercato aperto, condotta dall'Eurosistema, con scadenza solitamente a tre mesi. Le operazioni sono condotte come aste a tasso variabile con volumi di aggiudicazione preannunciati.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: operazione settimanale di mercato aperto, condotta dall'Eurosistema. Nel 2003 il Consiglio direttivo ha deciso che a partire da marzo 2004 la durata di queste operazioni sarà ridotta da due settimane a una. Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte come aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta preannunciato.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema, attraverso le quali le controparti possono ottenere credito dalle banche centrali nazionali a un tasso di interesse predefinito a fronte di attività idonee.

Parità centrale [*central parity*]: tasso di cambio delle valute partecipanti agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno al quale sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: includono i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i titoli di debito con scadenza originaria superiore ai due anni nonché il capitale e le riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: il valore e la composizione delle consistenze delle attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo. Viene anche definita come posizione attiva netta verso l'estero.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: misura dei prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il risultato finale dell'attività produttiva. Corrisponde alla produzione di beni e servizi dell'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le esportazioni e importazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: misura della produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. La produttività del lavoro si può misurare in diversi modi. Di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: indice del valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt ratio (general government)*]: per debito pubblico si intende il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle Amministrazioni pubbliche. Il rapporto debito pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato correnti ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il disavanzo pubblico è definito come indebitamento netto e corrisponde alla differenza fra le entrate e spese totali delle Amministrazioni pubbliche. Il rapporto disavanzo pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [*compensation per employee*]: i redditi si definiscono come la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, pagabile dai datori di lavoro agli occupati. I redditi comprendono sia i salari e gli stipendi lordi, sia le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. I redditi per occupato si definiscono come i redditi totali divisi per il numero totale degli occupati.

Retribuzioni lorde mensili [*gross monthly earnings*]: misura dei salari e degli stipendi lordi mensili degli occupati, compresi i contributi previdenziali a loro carico.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che le istituzioni creditizie devono detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri di un periodo di mantenimento di circa un mese.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE, nominali/reali) [*euro effective exchange rates (EERs, nominal/real)*]: i TCE nominali dell'euro sono medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali. I pesi utilizzati riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area. I tassi di cambio effettivi reali si ottengono dai TCE nominali, corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: i tassi di interesse che vengono fissati dal Consiglio direttivo e che riflettono l'orientamento della politica monetaria della BCE. Essi sono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Titoli azionari [equity securities]: rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. I titoli azionari di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Titoli di debito [debt securities]: rappresentano una promessa da parte dell'emittente (il prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (il prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Essi recano solitamente uno specifico tasso di interesse (la cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [inflation-indexed government bonds]: titoli di debito i cui pagamenti delle cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [reference value for M3 growth]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente il valore di riferimento per la crescita sui dodici mesi di M3 è pari al 4½ per cento.

Volatilità implicita [implied volatility]: misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad es., dei titoli di debito o delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle opzioni.