



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

BCE EGB EZB EKT EKP

04 | 2004

**05 | 2004**

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

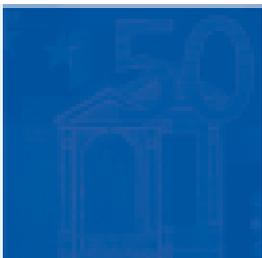
12 | 2004

**BOLLETTINO MENSILE  
MAGGIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE MAGGIO 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 5 maggio 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	12
I prezzi e i costi	29
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	37
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	43
Riquadri:	
1 Risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro	15
2 L'impatto sui mercati obbligazionari internazionali dei dati sull'occupazione pubblicati di recente negli Stati Uniti	22
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 secondo trimestre 2004 e altri indicatori disponibili	33
4 Andamento recente degli investimenti per categoria di prodotto	37
5 Gli andamenti del tasso di cambio effettivo reale nell'area dell'euro e a livello nazionale	45
<b>ARTICOLI</b>	
L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri	51
Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro	59
I metodi di attenuazione dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema	73
<b>STATISTICHE</b>	<b>SI</b>
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2003	V
<b>GLOSSARIO</b>	<b>XI</b>

## SIGLARIO

### PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
CZ	Repubblica Ceca	MT	Malta
DK	Danimarca	NL	Paesi Bassi
DE	Germania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
GR	Grecia	PT	Portogallo
ES	Spagna	SI	Slovenia
FR	Francia	SK	Slovacchia
IE	Irlanda	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Svezia
CY	Cipro	UK	Regno Unito
LV	Lettonia	JP	Giappone
LT	Lituania	US	Stati Uniti
LU	Lussemburgo		

### ALTRE

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

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



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 6 maggio 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.

In base alla sua consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che la stabilità dei prezzi sia mantenuta nel medio termine. Esso, pertanto, non ha modificato la propria valutazione dell'orientamento di politica monetaria e ha lasciato invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE sugli attuali bassi livelli. I tassi di interesse contenuti su tutte le scadenze sostengono inoltre la ripresa economica nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo 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 riguarda l'analisi economica, gli indicatori congiunturali disponibili continuano a inviare segnali contrastanti sulla situazione corrente e sulle prospettive a brevissimo termine. Essi suggeriscono nel complesso che la ripresa dell'attività economica reale nell'area dell'euro è proseguita nel 2004, sebbene a un ritmo modesto. Nel contempo, le recenti informazioni sono più incoraggianti e i risultati delle ultime indagini condotte presso le imprese dell'area forniscono indicazioni maggiormente positive per gli inizi del secondo trimestre.

Se da un lato tali indicazioni positive dovranno trovare conferma negli andamenti futuri, dall'altro esse confortano l'attesa del perdurare della graduale ripresa nell'area dell'euro e del suo intensificarsi nel tempo. I presupposti per il recupero dell'economia sono presenti nell'area.

Innanzitutto, l'espansione dell'economia mondiale resta vigorosa e ampiamente diffusa in termini sia geografici sia settoriali, e anche il commercio mondiale mostra un rafforzamento. A fronte del

favorevole contesto esterno, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero aumentare in misura significativa nell'anno in corso e nel 2005.

Inoltre, le favorevoli condizioni di finanziamento, l'incremento dell'efficienza e degli utili delle imprese, nonché la vivacità della domanda mondiale dovrebbero contribuire a promuovere gli investimenti. La crescita del reddito disponibile reale dovrebbe stimolare i consumi privati, tanto più che non sembrano sussistere vincoli finanziari suscettibili di frenare una maggiore spesa delle famiglie. Anche il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro sosterebbe nel tempo la spesa per consumi.

Tali considerazioni confortano l'attesa di un proseguimento della ripresa economica nell'area dell'euro. Questa aspettativa è coerente con le previsioni e proiezioni disponibili ed è altresì in linea con l'evoluzione dei mercati finanziari. Naturalmente, qualsiasi valutazione orientata al futuro è soggetta a rischi e incertezze. Dal lato esterno, il deterioramento delle ragioni di scambio dovuto ai recenti rincari del greggio e di altre materie prime comporta dei rischi su orizzonti più brevi, mentre la persistenza di squilibri a livello mondiale induce alcune incertezze nel medio termine. Dal lato interno, le incertezze che circondano le politiche di bilancio e le riforme strutturali in alcuni paesi dell'area concorrerebbero a ostacolare un più marcato rafforzamento della fiducia dei consumatori. Un costante impegno e una maggiore chiarezza nei confronti di tali cruciali riforme, sul piano sia del contenuto sia dei tempi di attuazione, insieme a una migliore comprensione della necessità di realizzarle e dei conseguenti benefici per tutti i cittadini, contribuirebbero a dissolvere questa incertezza e quindi a mitigare i rischi connessi per l'economia dell'area.

Passando all'evoluzione dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per aprile un tasso di inflazione misurato sullo IAPC sui dodici mesi del 2,0 per cento, a fronte dell'1,7 di marzo. Sebbene non si disponga ancora di informazioni dettagliate, l'aumento dell'inflazione rifletterebbe principalmente un forte effetto base relativo alla componente energetica, dovuto al pronunciato

calo delle quotazioni petrolifere lo scorso anno. Il recente incremento dei corsi del greggio ha altresì esercitato un'ulteriore pressione al rialzo sui prezzi. Tali fattori influenzeranno anche gli andamenti dei prossimi mesi; pertanto, il tasso di inflazione mostrerà una certa volatilità e potrà collocarsi su livelli pari o lievemente superiori al 2 per cento nel breve termine.

Per gli orizzonti più lunghi, ci si attende che il tasso di inflazione rimanga su valori coerenti con la stabilità dei prezzi. In particolare, data la situazione del mercato del lavoro, la dinamica salariale dovrebbe restare moderata.

Queste prospettive per l'evoluzione dei prezzi sono in linea con le previsioni e proiezioni disponibili. Allo stadio attuale, il generalizzato rincaro delle materie prime, e in particolare del petrolio, potrebbe nondimeno rappresentare un rischio al rialzo per la stabilità dei prezzi. Inoltre, continuerà a essere importante seguire con molta attenzione le aspettative di inflazione.

Per quanto concerne l'analisi monetaria, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito solo lentamente dall'estate del 2003. Se da un lato vi sono riscontri di persistenti riallocazioni di portafoglio, dalle attività comprese in M3 verso quelle a più lungo termine, dall'altro il ritmo di tale processo di aggiustamento rimane modesto. L'espansione della moneta e del credito seguita a essere sostenuta dal livello storicamente basso dei tassi di interesse nell'area dell'euro e potrebbe anche riflettere il miglioramento del contesto economico negli ultimi trimestri.

Dato il protratto vigore della crescita monetaria, le condizioni di liquidità nell'area dell'euro restano abbondanti. L'impatto di tale livello di liquidità sull'inflazione nel medio periodo dipenderà dal futuro andamento dell'economia e dei mercati finanziari. Se l'eccesso di liquidità dovesse persistere, potrebbe alimentare pressioni inflazionistiche nel medio termine.

In sintesi, l'analisi economica indica che il principale scenario circa le prospettive per l'andamento dei prezzi nel medio periodo è coeren-

te con la definizione di stabilità dei prezzi. La verifica incrociata con l'analisi monetaria non modifica allo stadio attuale questo quadro.

Quanto alle politiche fiscali, il Consiglio direttivo ritiene che vi siano maggiori motivi di preoccupazione. In base alle ultime previsioni della Commissione, la posizione di bilancio per la media dell'area dell'euro non dovrebbe migliorare in misura considerevole né quest'anno né il prossimo. È probabile che un numero crescente di paesi registri squilibri significativi, mentre gli interventi di risanamento dei conti pubblici potrebbero essere insufficienti per tener fede agli impegni assunti. È essenziale che tutti i paesi interessati intraprendano azioni credibili per far fronte a tali timori. Queste misure devono innestarsi in una strategia di riforma complessiva; ciò sosterrrebbe l'attuale fase di ripresa accrescendo la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche e migliorando le prospettive per la futura espansione dell'economia. Il Consiglio direttivo accoglie con favore la decisione della Commissione di sollecitare alcuni paesi a compiere maggiori interventi di risanamento.

Passando alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo ha ribadito che queste sono essenziali per conseguire una forte espansione del potenziale di crescita dell'area dell'euro. In particolare, è necessario che sia il tasso di occupazione sia l'incremento della produttività del lavoro aumentino in misura considerevole nell'area. Ciò presuppone il consolidamento della base scientifica e tecnologica, nonché la sua diffusione nell'intera area, da promuovere attraverso un intenso sforzo di miglioramento del capitale umano dell'economia dell'area. In tale contesto, il Consiglio direttivo è particolarmente preoccupato del fatto che la disoccupazione giovanile rimanga elevata in diversi paesi. Per incrementare il tasso di occupazione e la crescita della produttività del lavoro, occorre dare impulso all'attuazione delle riforme strutturali, sia a livello europeo sia in ambito nazionale. Il programma del Consiglio europeo di Lisbona presenta un'eccellente analisi del problema e denota un'adeguata comprensione delle misure indispensabili a risolverlo. Il Consiglio direttivo sostiene appieno le riforme in atto, ma ravvisa la necessità di una loro

accelerazione in tutta l'area. È importante capire che, con una maggiore crescita e più posti di lavoro, ciascun cittadino beneficerà della realizzazione delle riforme concordate a Lisbona.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo illustra alcune delle principali caratteristiche macroeconomiche dell'Unione europea ampliata ed espone una serie di implicazioni che l'allargamento potrebbe comportare a più lungo termine per la crescita economica e il benessere.

Il secondo verte sulle problematiche connesse al "tasso di interesse reale naturale" quale indicatore per valutare l'orientamento di politica monetaria e ne presenta alcune stime per l'area dell'euro. Il terzo descrive i rischi derivanti dalle operazioni temporanee, che sono il più importante strumento di politica monetaria utilizzato dall'Eurosistema per fornire liquidità alle istituzioni creditizie, e spiega il modo in cui il sistema delle garanzie e quello di controllo dei rischi dell'Eurosistema consentono di tenerne conto.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

## I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La robusta crescita dell'attività economica e del commercio mondiale ha continuato a caratterizzare il contesto esterno all'area dell'euro. Nelle principali aree le pressioni inflazionistiche sono rimaste finora piuttosto limitate, nonostante i significativi ritmi di espansione dell'attività. È possibile tuttavia che il rincaro del petrolio e delle materie prime non petrolifere abbia iniziato a trasmettersi ai prezzi alla produzione e al consumo.

## ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Negli ultimi mesi le prospettive per l'attività economica internazionale sono notevolmente migliorate. In particolare, i paesi asiatici escluso il Giappone e gli Stati Uniti, che hanno registrato tassi di crescita eccezionalmente elevati dalla seconda metà del 2003, dovrebbero continuare a fornire il principale contributo all'espansione dell'economia mondiale (cfr. figura 1). Ulteriori stimoli alla crescita provengono dall'interscambio mondiale, intensificatosi considerevolmente negli ultimi mesi.

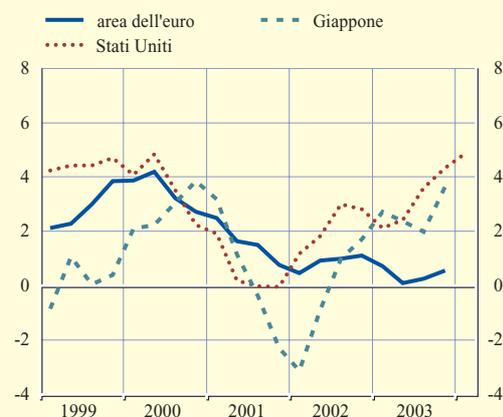
Negli Stati Uniti la crescita ha mostrato un profilo più equilibrato nel primo trimestre del 2004 ed è rimasta robusta. Secondo le stime preliminari, nel primo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente e in ragione d'anno è stata del 4,2 per cento per effetto dell'espansione generalizzata della spesa sia pubblica sia privata. Tuttavia, la sostenibilità della spesa delle famiglie dipenderà prevalentemente dalla ripresa di occupazione e salari. Sebbene il reddito da lavoro continui a crescere a un ritmo inferiore rispetto al reddito disponibile, la situazione sul mercato del lavoro appare in miglioramento e il numero delle assunzioni in aumento.

In questo contesto, l'indagine del Conference Board presso i consumatori ha riscontrato in aprile un rafforzamento della loro fiducia nelle condizioni del mercato del lavoro e dell'attività economica, mentre l'indice del clima di fiducia dei consumatori (*Consumer Sentiment Index*) rilevato dall'Università del Michigan è lievemente diminuito rispetto a marzo, riflettendo il permanere di incertezze riguardo ai redditi dei consumatori.

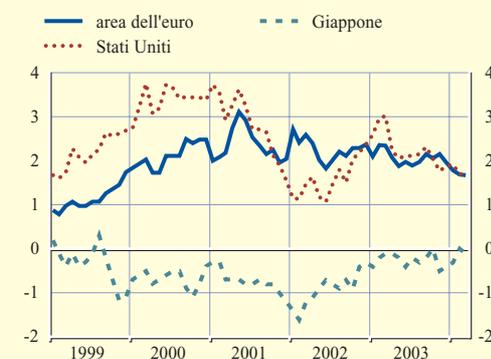
In marzo l'inflazione, misurata dal tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo, è rimasta stabile all'1,7 per cento (un livello inferiore a quello dell'inizio dell'anno) malgrado il contestuale incremento di 0,4 punti percentuali dell'inflazione calcolata al netto dei prodotti energetici e alimentari, salita all'1,6 per cento. I prezzi dei beni energetici hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto, aumentando dell'1,9 per cento su

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate

Crescita del PIL<sup>1)</sup>  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Tassi di inflazione<sup>2)</sup>  
(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 relativi al PIL sono stati destagionalizzati.  
2) Basati sullo IAPC.

base destagionalizzata rispetto a febbraio. Per quanto concerne la politica monetaria, il 4 maggio il Federal Open Market Committee ha deciso all'unanimità di lasciare invariato, all'1 per cento, l'obiettivo per il tasso sui *federal funds*.

In Giappone nel 2004 hanno continuato a emergere segnali di robusta crescita economica, dopo i dati molto positivi concernenti il PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2003. Le esportazioni e gli investimenti continuano a trainare la ripresa, ancorché a un ritmo lievemente inferiore rispetto al quarto trimestre. Per quanto riguarda il settore societario, nonostante la relativa volatilità dei tassi di incremento mensili della produzione industriale, delle consegne e degli ordini di macchinari, l'indagine Tankan della Banca del Giappone ha confermato un miglioramento del clima di fiducia sia nel settore manifatturiero che fra le imprese non manifatturiere nel primo trimestre. Nel 2004 si sono ulteriormente rafforzati i consumi privati, sostenuti sia dagli aumenti alquanto ragguardevoli che hanno interessato, all'inizio dell'anno, il reddito reale disponibile dei lavoratori inclusi nel campione, sia dai precedenti cali dei tassi di risparmio. Sul fronte dei prezzi, le pressioni deflazionistiche si sono gradualmente affievolite: in marzo il tasso di variazione sui dodici mesi misurato sull'IPC e quello calcolato escludendo gli alimentari freschi sono calati dello 0,1 per cento. Il 28 aprile la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariata la propria politica monetaria.

Nel Regno Unito l'espansione economica continua ad essere vigorosa. Secondo gli ultimi dati di contabilità nazionale, il PIL in termini reali è aumentato dello 0,9 per cento nel quarto trimestre del 2003. Il principale contributo alla crescita è provenuto nuovamente dalla spesa delle famiglie. Nell'ultimo trimestre del 2003 i consumi privati hanno segnato un incremento dello 0,9 per cento sul periodo precedente, a seguito della maggiore crescita dei redditi, delle robuste condizioni del mercato del lavoro, dell'elevato ritmo di indebitamento delle famiglie e della vivace dinamica del mercato immobiliare. Una crescita significativa è stata registrata anche dagli investimenti e dai consumi collettivi. Nel 2003 il contributo delle esportazioni nette al PIL è stato invece negativo. Le stime preliminari sulla crescita del PIL nel primo trimestre del 2004, unitamente agli indicatori di breve periodo, fanno ritenere che quest'anno l'espansione sia rimasta sostenuta. In marzo il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è sceso all'1,1 per cento, dall'1,3 di febbraio.

Le prospettive di crescita negli altri Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro sono sostanzialmente positive. La Danimarca e la Svezia hanno fatto osservare un recupero, anche se più modesto rispetto al Regno Unito, e la maggior parte dei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che hanno aderito all'UE il 1° maggio mostrano attualmente solidi ritmi di crescita.

Nei paesi asiatici escluso il Giappone, gli ultimi dati pubblicati continuano a indicare una robusta dinamica dell'attività. In Cina il tasso di incremento sul periodo corrispondente del PIL in termini reali è salito al 9,7 per cento nel primo trimestre del 2004, sospinto principalmente dagli investimenti fissi. In marzo l'inflazione al consumo è salita lievemente, al 3 per cento, mentre quella alla produzione ha mostrato un netto incremento, al 3,9 per cento. Nei primi due mesi del 2004 la produzione industriale della Corea del Sud si è accresciuta fortemente, continuando a beneficiare della vigorosa domanda cinese e della domanda di semiconduttori per l'industria informatica mondiale. Anche per l'America latina i dati recenti confermano un perdurante miglioramento degli indicatori dell'attività reale.

#### **MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

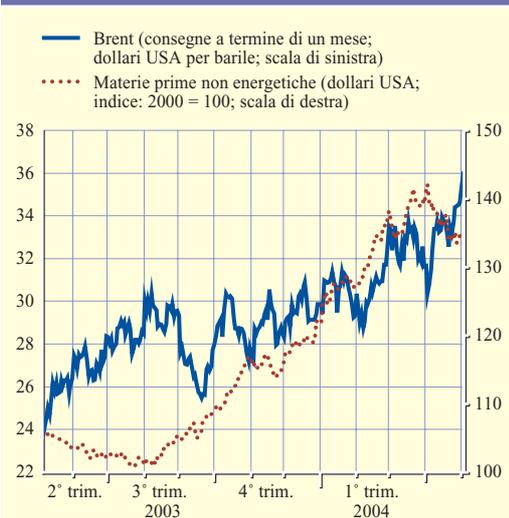
All'inizio di maggio i corsi petroliferi (in dollari statunitensi) hanno raggiunto i livelli massimi registrati in oltre tredici anni. Il 5 maggio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 35,7 dollari (29,4 euro). A sostenere i prezzi hanno concorso la forte domanda petrolifera, le condizioni

tese sul mercato americano dei carburanti e i crescenti timori per la sicurezza degli approvvigionamenti in Medio Oriente. I prezzi di altre materie prime sono ridiscesi rispetto ai massimi raggiunti agli inizi di aprile, a fronte delle incertezze sull'evoluzione futura della domanda di questi beni. In aprile i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori del 32,2 per cento rispetto al mese corrispondente del 2003 (cfr. figura 2).

#### PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nel 2004 l'attività economica internazionale dovrebbe mantenersi robusta e la crescita del PIL potrebbe raggiungere i livelli massimi dal 2000. I rischi per l'economia mondiale paiono essere sostanzialmente bilanciati. Da un lato, rischi verso l'alto potrebbero provenire da un'espansione dell'interscambio mondiale più vigorosa di quella prevista attualmente; dall'altro, rischi verso il basso potrebbero essere connessi all'effetto negativo degli elevati corsi del greggio e delle altre materie prime sulla crescita economica mondiale e sulla stabilità dei prezzi, mentre nel breve periodo sussistono rischi associati al persistere di squilibri delle partite correnti a livello internazionale. Infine, la situazione geopolitica continua ad essere incerta.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



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

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari per marzo hanno confermato che è in atto una tendenza a una crescita più moderata di M3. Gli andamenti di alcune delle principali componenti e contropartite di M3 indicano che gli investitori dell'area dell'euro hanno continuato a modificare gradualmente la struttura dei propri portafogli a favore di attività a più lungo termine e più rischiose. Nel contempo il basso livello dei tassi di interesse ha continuato ad alimentare la domanda di attività monetarie più liquide, in particolare quelle comprese in M1. Malgrado il graduale rallentamento di M3, la liquidità nell'area dell'euro resta significativamente maggiore di quella necessaria a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. In un contesto di condizioni di finanziamento favorevoli, il tasso di crescita dei prestiti concessi dalle IFM al settore privato è rimasto sostenuto, con una forte espansione dei prestiti alle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni. Per contro, il tasso di crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie si è mantenuto più moderato.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

I dati monetari per marzo hanno confermato che è in atto una tendenza a una crescita monetaria più moderata. Su base mensile, il ritmo di espansione dell'aggregato monetario ampio M3 è stato molto modesto in marzo. Ciò è dipeso in certa misura dall'inversione di ingenti e temporanee operazioni pronti contro termine condotte nei due mesi precedenti. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto stabile al 6,3 per cento, mentre la sua media a tre termini è ulteriormente calata nel periodo gennaio-marzo, al 6,4 per cento dal 6,6 del periodo dicembre 2003-febbraio 2004 (cfr. figura 3).

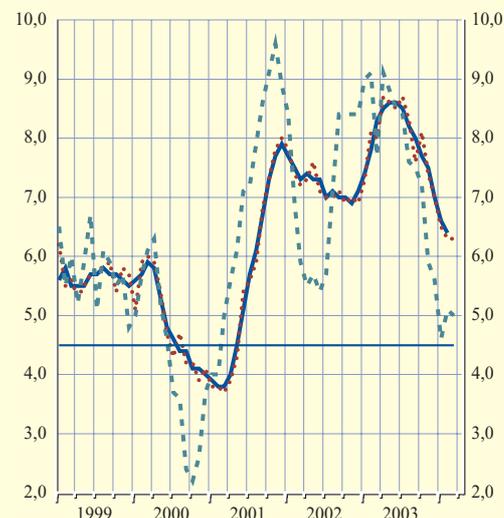
Gli andamenti delle principali componenti e contropartite di M3 hanno confermato i precedenti segnali di un'inversione piuttosto graduale da parte degli investitori dell'area delle scorse riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie comprese in M3. Ciò indica il perdurare di un elevato grado di avversione al rischio da parte dei singoli investitori in seguito al protratto periodo di cali dei mercati azionari negli anni precedenti. Un altro motivo per cui la crescita monetaria non è diminuita più rapidamente è l'effetto stimolante dei bassi tassi di interesse a breve termine e, pertanto, di un basso costo opportunità di detenere strumenti monetari liquidi, in particolare quelli compresi nell'aggregato monetario ristretto M1. In aggiunta, finora le famiglie non sembrano aver ridotto sostanzialmente le proprie posizioni in attività finanziarie liquide a scopo precauzionale accumulate all'epoca dell'indebolimento dell'attività economica.

Nel complesso, l'economia dell'area dell'euro continua a presentare un livello di liquidità significativamente superiore a quello necessario a finanziare la crescita economica senza alimen-

**Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento**

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

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



Fonte: BCE.

tare pressioni inflazionistiche. L'eventualità che la liquidità accumulata generi spinte al rialzo sui prezzi nel medio-lungo periodo dipenderà in gran parte dalla misura e dalla velocità con le quali proseguiranno le ricomposizioni dei portafogli degli investitori dell'area nonché dall'intensità della ripresa economica. Resta pertanto cruciale tenere sotto attenta osservazione l'andamento futuro dell'eccesso di liquidità unitamente alle nuove informazioni sull'attività economica nell'area.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In marzo l'aggregato monetario ristretto M1 è cresciuto a un ritmo più rapido sul periodo corrispondente (11,4 per cento contro l'11,1 di febbraio), riconducibile per intero a una crescita più sostenuta dei depositi a vista (cfr. tavola 1). Per contro il tasso di espansione del circolante è diminuito lievemente, pur mantenendosi molto elevato (al 22,7 per cento). L'attuale forte crescita degli strumenti compresi in M1 è ascrivibile in ampia misura al basso costo opportunità di detenere tali strumenti e all'accumulo di banconote in euro sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro.

Il tasso di incremento dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è calato in marzo al 2,2 per cento, dal 3,0 del mese precedente. Il rallentamento ha riflesso i più bassi tassi di variazione dei depositi a breve scadenza sia a termine (ossia i depositi con durata prestabilita fino a due anni) sia a risparmio (ossia i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi). Benché la crescita dei depositi a risparmio sia rimasta elevata, gli operatori economici dell'area dell'euro hanno continuato a ridurre le proprie disponibilità di depositi a termine a breve scadenza a causa della loro remunerazione relativamente bassa rispetto a tipologie di depositi più liquide.

Gli strumenti negoziabili compresi in M3 sono cresciuti del 3,2 per cento in marzo, rispetto al 2,4 di febbraio. L'incremento è riconducibile in particolare all'aumento del tasso di variazione dei titoli di debito con durata prestabilita fino a due anni. Per contro, il tasso di variazione delle operazioni pronti contro termine è calato a causa dell'inversione delle ampie allocazioni temporanee di portafoglio operate dalle imprese nei due mesi precedenti. Nel contempo il tasso di incremento delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari si è mantenuto sostanzialmente invariato. Negli

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 feb.	2004 mar.
<b>M1</b>	<b>44,6</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,4</b>
Banconote e monete in circolazione	6,5	39,1	35,7	29,6	26,2	24,1	23,5	22,7
Depositi a vista	38,1	6,5	8,1	8,9	9,0	9,2	9,2	9,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	41,0	4,4	5,5	5,8	4,7	3,3	3,0	2,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	16,1	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-4,4	-5,1	-6,4
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	24,9	7,6	10,0	11,6	11,0	9,3	9,2	8,6
<b>M2</b>	<b>85,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,4	10,5	9,8	7,4	5,8	2,4	2,4	3,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>	<b>169,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche	36,5	2,1	3,5	4,9	6,6	6,1	5,8	6,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche	13,5	-1,1	-0,4	1,0	1,5	1,2	0,5	2,3
Credito al settore privato	132,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,9	5,9	6,0
Prestiti al settore privato	115,4	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5	5,5	5,5
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>	<b>51,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>

Fonte: BCE.

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

ultimi mesi la crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, strumenti spesso utilizzati come forme di investimento temporaneo in attività liquide e non rischiose, ha registrato una moderazione, di riflesso alla graduale inversione delle passate riallocazioni di portafoglio in tali strumenti da parte degli investitori dell'area dell'euro.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato si è collocato al 5,5 per cento in marzo, invariato rispetto al mese precedente. Benché i prestiti delle IFM alle famiglie abbiano continuato a espandersi a ritmo sostenuto, la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta più moderata (cfr. tavola 2).

In marzo la dinamica dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a essere sostenuta dal significativo incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Quest'ultimo è presumibilmente imputabile sia al perdurare di un basso livello dei tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'area dell'euro sia ai forti rialzi dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area. Per quanto riguarda il credito al consumo, dopo la ripresa degli ultimi mesi il suo tasso di crescita è rimasto sostanzialmente invariato in marzo. La ripresa degli ultimi mesi potrebbe essere un segnale positivo per l'andamento dei consumi nel primo trimestre del 2004. Infine, il tasso di incremento degli altri prestiti alle famiglie ha segnato un aumento.

In marzo l'espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è stata più moderata. Tale andamento potrebbe essere riconducibile, in una certa misura, alla maggiore disponibilità di fondi interni in un periodo di ripresa economica e all'accresciuto ricorso a fonti alternative di finanziamento esterno. A tale riguardo, il perdurare vigore del tasso di incremento dei prestiti delle IFM ad altri intermediari finanziari non monetari (escluse le società di assicurazione e i fondi pensione) potrebbe essere connesso al crescente ricorso al finanziamento indiretto tramite tali intermediari da parte delle società non finanziarie.

Il tasso di crescita dell'aggregato più ampio del credito delle IFM al settore privato (che comprende, oltre ai prestiti, anche i titoli emessi dal settore privato e detenuti dalle IFM) si è collocato al

**Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato**

(dati di fine periodo, non destagionalizzati e non corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2003		2003		2004		2004
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	gen.	feb.	mar.
<b>Società non finanziarie</b>	42,5	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,2	3,3
Fino a 1 anno	31,3	-1,0	0,5	-1,0	-0,8	-3,0	-3,2	-2,1
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,2	5,8	2,4	4,4	3,1	5,2	4,5	3,4
Oltre 5 anni	51,5	6,4	6,2	6,4	6,4	7,0	7,1	6,8
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	49,7	5,8	5,4	5,7	6,4	6,4	6,4	6,7
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,6	3,1	3,4	2,8	3,1	3,8	4,9	4,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	67,3	7,6	7,2	7,4	8,0	8,2	8,1	8,2
Altri prestiti	19,1	2,1	1,1	2,1	3,6	2,4	1,5	2,6
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	0,6	8,3	4,9	10,4	12,9	12,6	6,8	9,5
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	7,1	1,6	3,3	5,7	11,5	12,3	14,8	10,9

Fonte: 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 mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

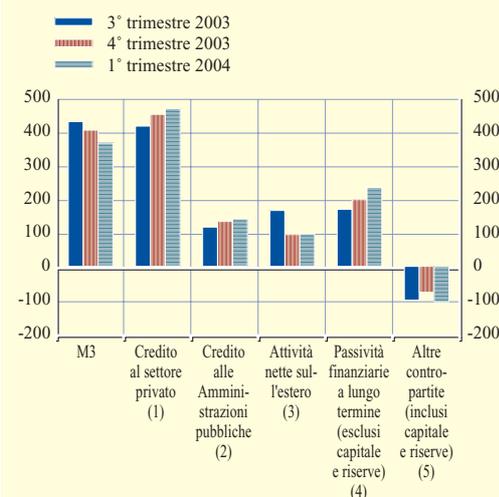
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

6,0 per cento in marzo, contro il 5,9 per cento di febbraio. Nello stesso periodo il tasso di crescita del credito alle Amministrazioni pubbliche è aumentato sensibilmente, dal 5,8 al 6,6 per cento, un livello relativamente elevato che riflette il deterioramento dei saldi di bilancio in alcuni paesi dell'area dell'euro.

Tra le altre contropartite di M3, in marzo è aumentato ulteriormente il tasso di incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve). Dall'estate del 2003 queste passività a più lungo termine sono cresciute a tassi piuttosto sostenuti, in un contesto caratterizzato da un'inclinazione relativamente elevata della curva dei rendimenti e da bassa volatilità dei mercati obbligazionari. Infine, nel periodo di dodici mesi conclusosi in marzo il flusso cumulato delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro è diminuito.

**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

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3, negli ultimi trimestri la maggiore moderazione della crescita di M3 sul periodo corrispondente è stata accompagnata da una più rapida espansione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) e da incrementi sui dodici mesi delle attività nette sull'estero lievemente più contenuti (cfr. figura 4). Questi fattori confermano che gli investitori dell'area dell'euro stanno modificando la composizione dei propri portafogli a favore di attività finanziarie a più lungo termine e più rischiose non incluse in M3. Nel contempo la vigorosa crescita del credito delle IFM a residenti nell'area dell'euro ha continuato ad alimentare l'espansione di M3.

**Riquadro I**

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

Questo riquadro illustra i risultati principali dell'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema. Tale indagine, basata su un campione di 85 banche, fornisce informazioni sulle condizioni della domanda e dell'offerta nei mercati del credito dell'area dell'euro. Le domande del questionario sono formulate con riferimento ai cambiamenti intervenuti negli ultimi tre mesi (in questo caso, il primo trimestre del 2004) o alle attese di cambiamento per i prossimi tre mesi (ossia il secondo trimestre del 2004). Le risposte a queste domande sono analizzate concentrandosi sulla differenza ("saldo percentuale") tra la quota di banche che dichiara, ad esempio, un inasprimento dei criteri per la concessione del credito e quella che ne indica un allentamento.

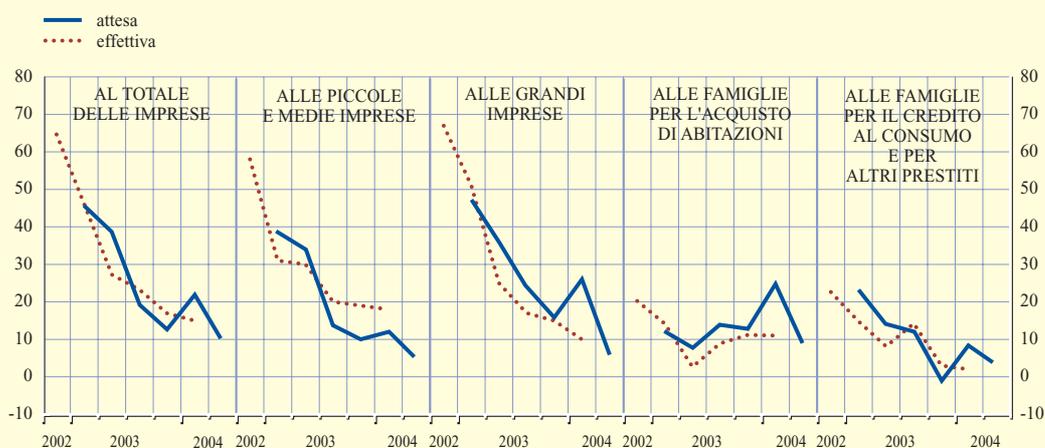
Nel complesso, i risultati dell'indagine di aprile indicano una stabilizzazione del saldo percentuale di banche che riferiscono un inasprimento dei criteri di concessione del credito negli ultimi tre mesi.

## I prestiti o le linee di credito alle imprese

In termini netti, il 15 per cento delle banche ha segnalato in aprile un inasprimento dei criteri applicati per la concessione di prestiti o linee di credito alle imprese nel primo trimestre del 2004. Questa percentuale netta è stata più bassa rispetto al quarto trimestre 2003 (17 per cento) e inferiore a quella prevista dalle banche in gennaio per il primo trimestre del 2004 (22 per cento) (cfr. figura e tavola A). La percentuale netta di banche che ha segnalato in aprile un inasprimento dei criteri è rimasta lievemente più elevata per i prestiti alle piccole e medie imprese che non per quelli a imprese di grandi dimensioni. Tra i fattori che hanno maggiormente contribuito al perdurante inasprimento netto complessivo dei criteri di concessione del credito nel primo trimestre del 2004, le banche hanno riportato l'assenza di ulteriori miglioramenti delle prospettive macroeconomiche, mentre quelle relative a particolari settori o imprese avrebbero influito in misura minore.

### Variatione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il secondo trimestre del 2004 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di aprile 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 nell'area.

Per quanto riguarda la domanda di prestiti o linee di credito a favore delle imprese, in aprile il 19 per cento (netto) delle banche ha indicato un calo della domanda nel corso dei tre mesi precedenti, in netta flessione rispetto al 33 per cento (netto) di banche che a gennaio si aspettava un aumento della domanda nel primo trimestre del 2004. La riduzione del saldo percentuale relativo alla domanda di prestiti alle imprese tra il quarto trimestre del 2003 e il primo trimestre del 2004 è stata più pronunciata per le piccole e medie imprese che non per le imprese di grandi dimensioni. La principale ragione addotta per il calo della domanda è rappresentata dalle minori esigenze di finanziamento per la ristrutturazione del debito (vale a dire, un minore fabbisogno di rifinanziamento). È rimasto invariato il saldo percentuale di banche secondo cui le esigenze di finanziamento per gli investimenti fissi hanno contribuito a ridurre la domanda.

**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			
	Criteri per la concessione di credito		Domanda di 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	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi
aprile 2003	46	39	-31	-8	31	35	-19	3	51	36	-26	-9
luglio 2003	27	19	-25	-4	30	14	-17	-5	25	24	-15	-11
ottobre 2003	23	13	-17	17	20	11	-9	23	17	16	-20	12
gennaio 2004	17	22	3	33	20	12	12	39	15	26	-5	26
aprile 2004	15	10	-19	25	18	5	-9	34	10	6	-12	13

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.

Per quanto riguarda le attese per il trimestre in corso, rispetto al risultato registrato per il primo trimestre, un minor saldo percentuale di banche ha dichiarato in aprile di attendersi un ulteriore inasprimento dei criteri applicati alla concessione di prestiti o linee di credito alle imprese. Sempre in aprile, inoltre, le banche hanno previsto per il secondo trimestre una domanda complessiva di prestiti alle imprese più vigorosa di quella realizzata nel primo trimestre.

### I mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

L'11 per cento (netto) delle banche ha segnalato un inasprimento dei criteri applicati alla concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre. Questo saldo percentuale risulta sostanzialmente invariato rispetto al quarto trimestre del 2003 e inferiore a quella attesa nell'indagine di gennaio per il primo trimestre del 2004 (cfr. figura e tavola B). Il perdurante inasprimento

**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	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi	Ultimi tre mesi	Tre mesi successivi
aprile 2003	14	8	19	-10	15	14	-2	3
luglio 2003	3	14	29	-3	8	12	5	0
ottobre 2003	9	13	31	16	14	-1	-7	19
gennaio 2004	11	25	23	-21	2	8	-14	18
aprile 2004	11	9	3	1	2	3	10	13

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.

netto complessivo dei criteri applicati a questa tipologia di prestiti ha riflesso le percezioni di rischio relative alle prospettive del mercato immobiliare e all'attività economica generale.

Sul versante della domanda, l'indagine di aprile ha indicato che, rispetto a gennaio, una minore percentuale netta di banche ha segnalato un aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (il 3 per cento, contro il 23 per cento). Il calo della domanda di questa tipologia di prestiti sembra essere in parte collegato ai cambiamenti intervenuti in Germania nel regime di sussidi all'edilizia residenziale. La riduzione è stata meno pronunciata di quella attesa in gennaio.

Riguardo alle aspettative per il trimestre in corso, l'inasprimento netto dei criteri applicati ai prestiti destinati all'acquisto di abitazioni dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato (al 9 per cento) rispetto ai valori del primo trimestre rilevati in aprile. Le banche dichiaranti hanno, inoltre, indicato di prevedere per i prossimi tre mesi una sostanziale stabilità della domanda di questa tipologia di prestiti rispetto al saldo percentuale registrato in aprile.

### **I prestiti alle famiglie per il credito al consumo e altri prestiti**

In aprile il 2 per cento (netto) delle banche dichiaranti ha riferito un inasprimento dei criteri applicati ai prestiti alle famiglie per il credito al consumo e agli altri prestiti; tale percentuale è invariata rispetto a gennaio, ma è più bassa di quella prevista in quel mese per il primo trimestre dell'anno (cfr. figura e tavola B). In termini netti, le banche hanno indicato in aprile che sebbene le attese sull'attività economica generale abbiano contribuito ad allentare i criteri di erogazione del credito, un lieve peggioramento della loro percezione del merito di credito dei consumatori ha agito nella direzione opposta.

Per quanto riguarda la domanda, in aprile il saldo percentuale di banche che segnalano un aumento della domanda di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è salito bruscamente, al 10 per cento dal -14 di gennaio. Tale aumento sembra essere collegato a migliori valutazioni relativamente a spesa per beni durevoli e clima di fiducia dei consumatori.

Quanto alle aspettative per il trimestre in corso, si prevede una sostanziale stabilità dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito al consumo (al 3 per cento in termini netti) rispetto al saldo percentuale del primo trimestre registrato in aprile. In tale mese le banche dichiaranti hanno anche indicato di attendersi che gli incrementi della domanda di credito al consumo rimangano, in termini netti, sostanzialmente invariati nei prossimi tre mesi rispetto alla domanda del primo trimestre rilevata nell'indagine di aprile.

## **2.2 EMISSIONE DI TITOLI**

*In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è lievemente diminuito, in parte a causa di una moderazione delle emissioni obbligazionarie da parte di società non finanziarie. Nello stesso mese il tasso di incremento delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è aumentato leggermente, pur mantenendosi moderato.*

### **TITOLI DI DEBITO**

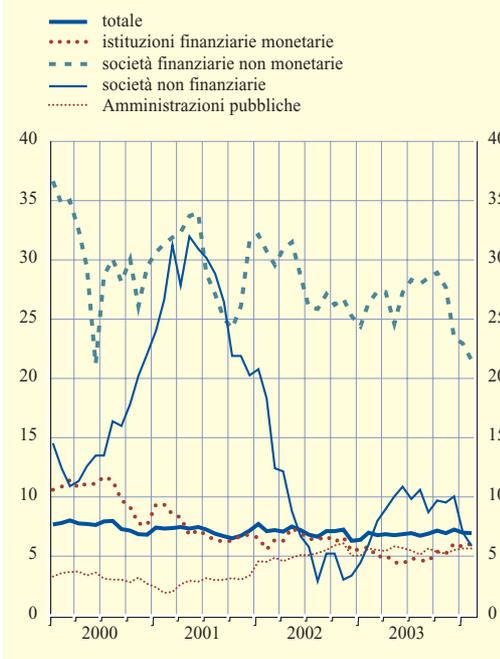
In febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è lievemente diminuito, al 6,9 per cento dal 7,0 di gennaio (cfr. figura 5). All'origine della flessio-

ne complessiva di febbraio vi è stato un forte calo delle emissioni di titoli di debito a breve termine, controilanciato leggermente da un modesto aumento delle emissioni di titoli a lungo termine. In generale, gli emittenti sembrano aver continuato ad allungare la scadenza media del proprio debito, pur in presenza di un significativo differenziale fra i tassi di interesse a lungo e a breve termine, sfruttando il fatto che le condizioni di finanziamento a lungo termine sono rimaste molto favorevoli in termini storici.

Per quanto attiene alla scomposizione per settore, in febbraio il tasso di crescita dei titoli emessi dalle IFM è lievemente aumentato al 6,1 per cento (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 delle emissioni di titoli di debito è diminuito di 1,2 punti percentuali tra gennaio e febbraio, al 13,8 per cento. Il calo è principalmente imputabile a una ulteriore flessione del tasso di espansione dei titoli di debito emessi da società non finanziarie (al 5,9 per cento in febbraio a fronte di un tasso medio del 9 per cento circa nel febbraio 2003).

**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.

Alla base della recente riduzione delle emissioni obbligazionarie delle società non finanziarie vi possono essere diverse ragioni. In primo luogo, le imprese potrebbero essersi procurate nel 2003 parte dei finanziamenti necessari quest'anno, sfruttando i bassi tassi di interesse prevalenti lo scorso anno. In

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

Settore emittente	Consistenze, miliardi di euro 2003 4° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2003		2003		2004	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	gen.	feb.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	8.711	6,7	6,8	6,9	7,1	7,0	6,9
IFM	3.300	5,4	4,6	4,7	5,6	5,8	6,1
Società finanziarie non monetarie	685	26,0	26,4	28,3	26,7	23,0	21,5
Società non finanziarie	589	6,2	10,0	9,7	9,8	7,0	5,9
Amministrazioni pubbliche	4.136	5,4	5,7	5,4	5,4	5,7	5,6
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	3.918	4,4	4,7	4,7	4,6	4,9	4,9
Altre amministrazioni pubbliche	218	31,4	28,8	22,1	22,2	21,7	20,9
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	3.647	0,7	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3
IFM	569	0,6	0,7	1,0	1,4	1,7	2,0
Società finanziarie non monetarie	348	0,1	1,9	2,1	2,6	3,0	3,2
Società non finanziarie	2.729	0,7	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9

Fonte: BCE.

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

secondo luogo, le pubblicazioni dei risultati di alcune grandi società quotate indicano che gli utili societari sono aumentati negli ultimi trimestri, e ciò potrebbe a sua volta aver limitato la necessità di tali imprese di raccogliere finanziamenti esterni. Inoltre, le società non finanziarie hanno continuato a emettere titoli di debito indirettamente tramite consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*). A tale riguardo, in febbraio il tasso di incremento delle emissioni di titoli di debito da parte di società finanziarie non monetarie è rimasto elevato (seppur in calo) al 21,5 per cento. In seguito alla crescita persistentemente elevata degli ultimi anni, dall'inizio del 2003 le consistenze di titoli obbligazionari per tale settore sono state superiori a quelle relative al comparto delle società non finanziarie.

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita dei titoli emessi dalle Amministrazioni centrali è rimasto invariato al 4,9 per cento in febbraio. Il resto del settore delle Amministrazioni pubbliche, che è composto principalmente dalle Amministrazioni locali, ha continuato a emettere titoli di debito a un ritmo molto sostenuto.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di azioni quotate da parte di residenti nell'area è stato pari all'1,3 per cento in febbraio; è rimasto sostanzialmente stabile su questi livelli relativamente contenuti 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 a circa tre quarti delle consistenze totali) si è mantenuta sostanzialmente invariata (allo 0,9 per cento). Nel contempo i tassi di incremento delle emissioni di azioni quotate da parte delle IFM e delle società finanziarie non monetarie (incluse le compagnie di assicurazioni) hanno continuato ad aumentare e si sono collocati rispettivamente al 2,0 e al 3,2 per cento. Tali aumenti potrebbero riflettere condizioni di emissione più favorevoli in seguito alla vigorosa ripresa delle quotazioni azionarie in questi settori finanziari negli ultimi trimestri.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine, in calo dalla fine dell'anno scorso, hanno fatto segnare un'inversione di tendenza in aprile; di conseguenza l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è tornata a essere positiva.*

In aprile sono aumentati i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine, interrompendo un calo durato quattro mesi consecutivi (cfr. figura 7). Per esempio, l'Euribor a dodici mesi è aumentato di 23 punti base tra la fine di marzo e il 5 maggio. D'altra parte, i tassi di interesse nel

**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.

segmento a più breve termine della curva sono rimasti sostanzialmente invariati e in linea con i tassi di riferimento della BCE. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, lievemente negativa in marzo, è diventata nuovamente positiva in aprile. Il 5 maggio il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era pari a 15 punti base.

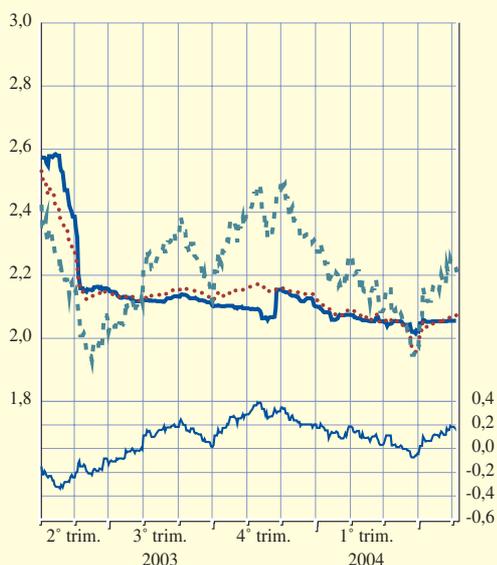
In aprile gli operatori di mercato hanno rivisto al rialzo le proprie aspettative circa l'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei mesi futuri, come indicato dall'evoluzione della curva dei rendimenti del mercato monetario e dall'aumento dei tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future* con scadenza nel 2004. Tra la fine di marzo e il 5 maggio il tasso implicito nei contratti con scadenza a dicembre 2004 è aumentato di 30 punti base, a fronte di un incremento lievemente inferiore per i contratti con scadenza a giugno e settembre 2004.

L'offerta di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si è svolta in maniera regolare in aprile. Il tasso di interesse *overnight* misurato dall'Eonia si è mantenuto molto stabile, su valori lievemente superiori al tasso minimo di offerta di tali operazioni di rifinanziamento, al 2 per cento, con la sola eccezione degli ultimi due giorni del periodo di mantenimento delle riserve con termine il 6 aprile (cfr. figura 8). In tale data l'Eonia ha raggiunto il 2,75 per cento, riflettendo condizioni di relativa scarsità della liquidità riconducibili a variazioni inattese dei fattori autonomi. I tassi di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali sono rimasti su livelli molto prossimi al tasso minimo di offerta per tutto il mese di aprile. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 1° aprile, i tassi di aggiudicazione si sono collocati lievemente al di sotto dell'Euribor a tre mesi allora prevalente.

**Figura 7 Tassi di interesse a breve termine di mercato**

(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)

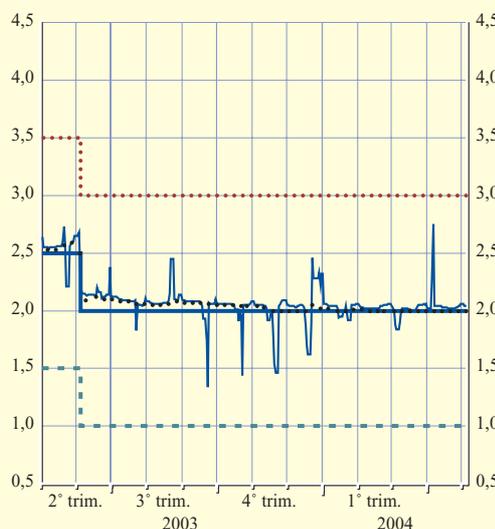


Fonte: Reuters.

**Figura 8 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight**

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati in aprile sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. L'aumento è stato più pronunciato negli Stati Uniti in seguito alla pubblicazione di dati macroeconomici generalmente migliori delle attese. Nelle settimane recenti è aumentata lievemente negli Stati Uniti anche la volatilità implicita del mercato obbligazionario, che è un indicatore dell'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari.*

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati nettamente, di circa 70 punti base, tra la fine di marzo e il 5 maggio. L'aumento si è per lo più concentrato all'inizio di aprile, riflettendo l'andamento più favorevole del previsto del mercato del lavoro statunitense (cfr. anche il riquadro 2 *L'impatto sui mercati obbligazionari internazionali dei dati sull'occupazione pubblicati di recente negli Stati Uniti*). Ad esso hanno inoltre contribuito l'aumento dell'inflazione suggerito da alcuni indicatori e i dati, migliori delle attese, sul commercio al dettaglio. La diffusione dell'insieme di tali informazioni ha concorso a una revisione al rialzo delle aspettative di mercato circa l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti.

L'incremento dei rendimenti nominali è in gran parte collegato ai maggiori rendimenti reali offerti dalle obbligazioni indicizzate a lungo termine, sebbene questi siano ancora bassi in termini storici. Nel contempo, sono peggiorate le attese degli investitori circa l'inflazione media a lungo termine negli Stati Uniti, come indicato dal lieve aumento del tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni. L'incertezza percepita dagli operatori sul mercato è aumentata lievemente in aprile: il 5 maggio la volatilità

#### Riquadro 2

### L'IMPATTO SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI INTERNAZIONALI DEI DATI SULL'OCCUPAZIONE PUBBLICATI DI RECENTE NEGLI STATI UNITI

Negli ultimi mesi i dati economici pubblicati negli Stati Uniti, in particolare quelli mensili relativi all'occupazione, paiono essere diventati uno dei fattori determinanti degli andamenti dei rendimenti obbligazionari statunitensi e, in una certa misura, anche di quelli dell'area dell'euro. Questo riquadro valuta specificatamente l'influenza che ha avuto sui rendimenti delle obbligazioni a lungo termine in entrambe le aree economiche la pubblicazione dei dati relativi ad uno specifico indicatore, il numero dei dipendenti occupati nel settore non agricolo statunitense, e analizza i motivi della particolare attenzione che gli operatori di mercato avrebbero mostrato di recente per questo indicatore.

La pronunciata reazione dei mercati obbligazionari ai recenti dati sull'occupazione pubblicati negli Stati Uniti potrebbe essere collegata al fatto che la ripresa economica in atto nel paese dalla recessione del 2001 è stata accompagnata da un tasso di incremento del numero dei dipendenti nel settore non agricolo storicamente basso rispetto alle fasi espansive osservate nel secondo dopoguerra, sollevando timori del configurarsi di una "ripresa senza occupazione". Ciò è stato individuato come fattore determinante del grado di ristagno del mercato del lavoro superiore al normale per la corrente fase del ciclo economico, moderando al contempo le pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti. A fronte del miglioramento della domanda interna negli ultimi mesi, gli operatori hanno prestato molta attenzione al possibile influsso delle statistiche circa l'occupazione dipendente nel settore non agricolo sull'evoluzione futura dei tassi di inte-

resse a breve termine negli Stati Uniti. Poiché le obbligazioni a lungo termine rispecchiano le aspettative degli operatori sul profilo futuro dei tassi a breve, la pubblicazione di queste statistiche ha inciso anche sui rendimenti di tali strumenti a lungo termine.

Negli ultimi mesi le statistiche sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo hanno mostrato tassi di crescita che si sono significativamente discostati dalle attese dei mercati <sup>1)</sup>. La figura illustra la componente di "sorpresa" dei dati pubblicati, misurata dalla differenza fra i risultati effettivi e quelli attesi, unitamente alle variazioni giornaliere dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sia statunitensi che dell'area dell'euro.

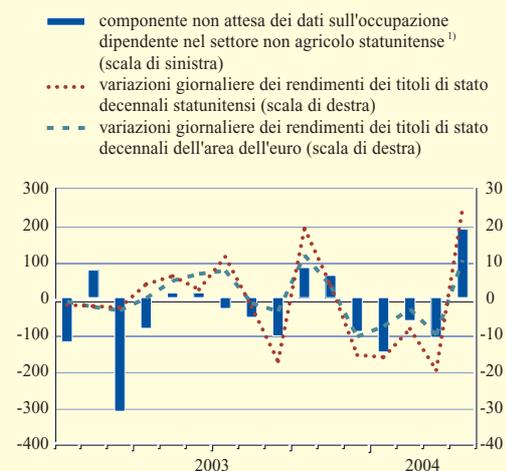
Dalla figura emergono due elementi degni di nota:

- Per quanto riguarda gli Stati Uniti, in passato le sorprese relative ai dati sull'occupazione dipendente del settore non agricolo hanno teso a mostrare una correlazione positiva con le variazioni dei rendimenti dei titoli decennali. Negli ultimi mesi, inoltre, la portata del loro impatto sui mercati obbligazionari pare essersi accresciuta. Più specificatamente, i dati pubblicati a marzo e ad aprile del 2004 hanno inciso in misura particolarmente significativa sui rendimenti dei titoli a lungo termine, con variazioni prossime a 20 punti base in ciascuna delle date di pubblicazione delle statistiche. La reazione alquanto vivace dei mercati osservata in concomitanza con ciascuna di tali date può essere spiegata dalla componente di sorpresa relativamente ampia nei dati pubblicati che, in un contesto di lento recupero dell'occupazione negli Stati Uniti, potrebbe aver modificato le attese sulla robustezza della ripresa economica nel paese. A sua volta, ciò pare aver indotto importanti revisioni del profilo dei tassi di interesse a breve termine statunitensi attesi dai mercati, contribuendo in tal modo alle marcate variazioni dei rendimenti obbligazionari.
- Le sorprese prodotte dai dati sugli occupati nel settore non agricolo statunitense paiono aver inciso in certo modo anche sui rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro, nella misura in cui i possibili mutamenti nella valutazione delle prospettive economiche degli Stati Uniti da parte degli operatori hanno influito anche sulle attese per l'economia dell'area. Tuttavia, l'impatto sui rendimenti obbligazionari dell'area è stato generalmente più contenuto.

1) In pratica, i prezzi delle attività finanziarie dovrebbero riflettere l'insieme delle informazioni rilevanti di cui gli operatori dispongono per formare le proprie aspettative riguardo alle determinanti dei prezzi medesimi. Ci si può attendere pertanto che la pubblicazione di statistiche possa innescare variazioni di prezzo dei titoli, specie ove i dati si discostino dai livelli attesi dai mercati.

**Componente non attesa nei rilasci dei dati sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo statunitense e variazioni nei rendimenti dei titoli di stato decennali statunitensi e dell'area dell'euro nel giorno del rilascio**

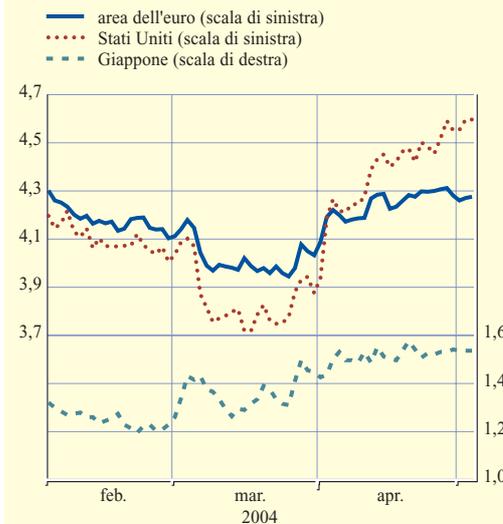
(scala di sinistra in migliaia, scala di destra in punti base)



Fonti: Reuters e Bloomberg.  
1) La componente non attesa è definita come la differenza tra le variazioni mensili effettive dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo e i valori attesi dagli operatori di mercato rilevati da Bloomberg.

**Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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

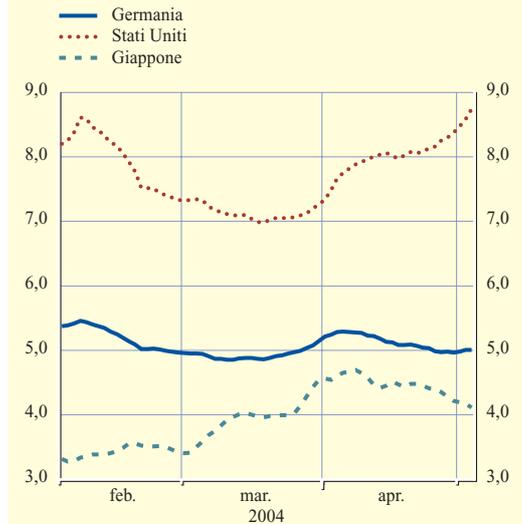


Fonte: Reuters.

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.

implicita del mercato obbligazionario si colloca su un livello lievemente superiore alla media registrata dal gennaio del 1999 (cfr. figura 10).

### GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di 10 punti base tra la fine di marzo e il 5 maggio, collocandosi all'1,55 per cento a fine periodo. Questo aumento sembra aver riflesso una valutazione del mercato complessivamente più ottimistica circa il futuro dell'attività economica in Giappone, confermata dalla pubblicazione di dati indicativi di un miglioramento del clima di fiducia delle imprese industriali. L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è rimasta sostanzialmente invariata e ha concluso il periodo su un livello prossimo alla media registrata dal gennaio 1999.

### AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro l'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato in aprile è stato sostanzialmente analogo a quello dei titoli di Stato statunitensi, anche se il rialzo è stato meno pronunciato. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'insieme dell'area sono aumentati di circa 25 punti base tra la fine di marzo e il 5 maggio, chiudendo il periodo intorno al 4,3 per cento. Tale aumento sembra in gran misura avere riflesso gli andamenti negli Stati Uniti, implicando che la mutata percezione degli operatori circa le prospettive economiche degli Stati Uniti possa avere in una qualche misura influito anche sulla valutazione delle prospettive dell'economia dell'area dell'euro. La figura 11 indica che il rialzo dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro è stato accompagnato da uno spostamento verso l'alto della curva dei tassi di interesse a termine impliciti a breve e media scadenza.

Tra la fine di marzo e il 5 maggio i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco) sono aumentati di circa 25 punti base, collocandosi all'1,85 per cento. Il tasso di inflazione "di pareggio" (misurato dalla differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nominali e indicizzati) è rimasto stabile, collocandosi intorno al 2,1 per cento il 5 maggio. Anche il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla loro volatilità implicita, è rimasto complessivamente invariato per tutto il periodo, collocandosi il 5 maggio su un livello lievemente inferiore alla media registrata dal gennaio 1999.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SUI PRESTITI E I DEPOSITI

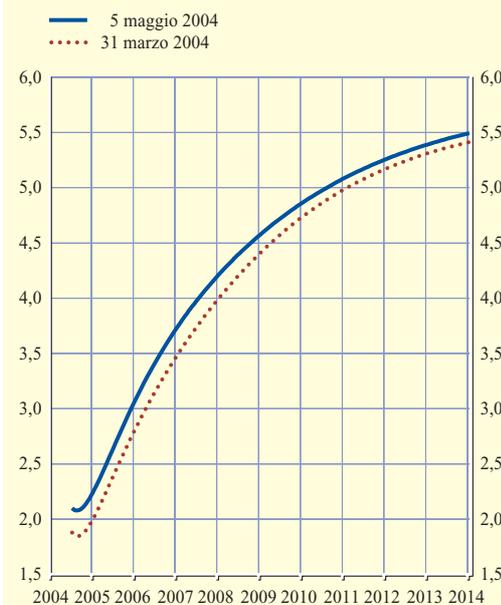
*I tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni sono rimasti per lo più invariati nel mese di febbraio.*

In febbraio la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura 12). Su un orizzonte più lungo, fra giugno 2003 e febbraio 2004 i tassi bancari sono diminuiti lievemente, in linea con gli andamenti del mercato monetario. In questo periodo, i tassi applicati ai depositi a risparmio a breve termine delle famiglie (ossia ai depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e ai prestiti alle società non finanziarie superiori a 1 milione di euro, a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, sono diminuiti di circa 20 punti base, a fronte di un calo di 10 punti base dei tassi applicati ai depositi a termine a breve scadenza delle famiglie (ossia a quelli con scadenza prestabilita fino a un anno), ai conti correnti attivi (scoperti di conto) delle famiglie e ai depositi a vista di società non finanziarie; i tassi applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile o con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, sono diminuiti di 25 punti base. A fini di confronto, nello stesso periodo il tasso del mercato monetario a tre mesi è diminuito di circa 10 punti base.

Anche i tassi delle IFM a lungo termine sulle nuove operazioni sono rimasti sostanzialmente invariati in febbraio (cfr. figura 13). Su un orizzonte temporale più lungo, i tassi di interesse bancari hanno evidenziato una volatilità significativamente inferiore a quella dei tassi di mercato comparabili, in linea con la loro normale lentezza nell'adequarsi all'andamento del mercato. Per esempio, fra i mesi di giugno e novembre del 2003, quando i tassi di mercato risultavano in crescita, i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni sono aumentati di 90 punti base, per poi diminuire di 40 punti base nel periodo fra novembre 2003 e febbraio 2004 a fronte di solo lievi movimenti negli stessi periodi dei tassi applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, con un periodo iniziale di determinazione del tasso compreso fra cinque e dieci anni, e di quelli applicati

**Figura 11 Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap**

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

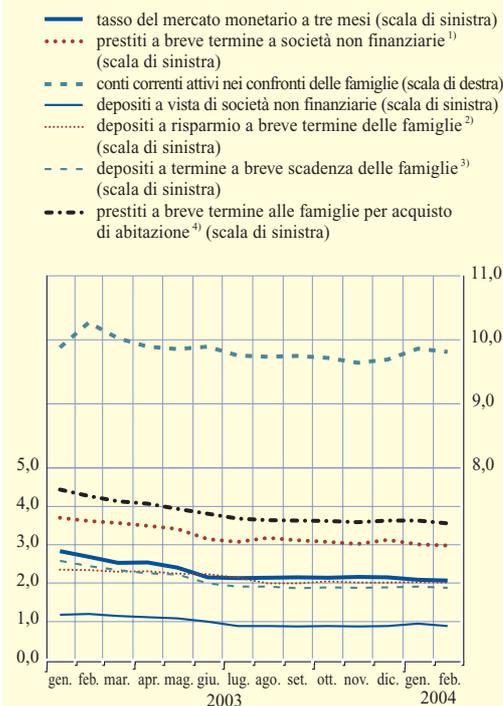


Fonte: stima della BCE.

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*.

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

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

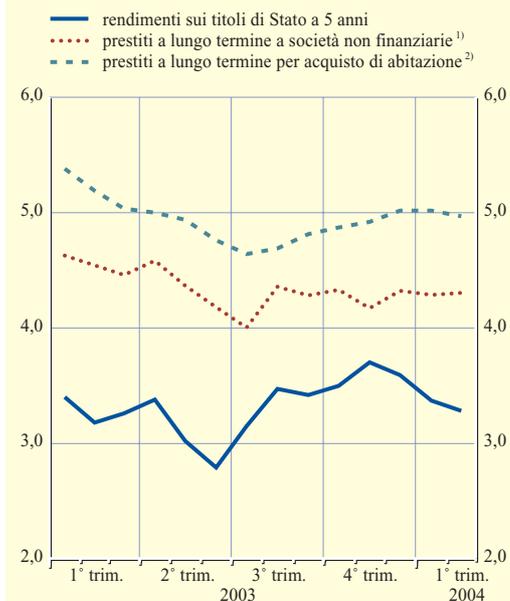


Fonte: BCE.

- 1) Prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno.
- 2) Depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.
- 3) Depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno.
- 4) Prestiti alle famiglie a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso 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)



Fonte: BCE.

- 1) Prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni.
- 2) Prestiti alle famiglie con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni.

ai prestiti alle società non finanziarie superiori a un milione di euro, con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore ai cinque anni.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

In aprile le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono risultate complessivamente in lieve aumento, rimanendo invece sostanzialmente invariate negli Stati Uniti. Gli andamenti delle quotazioni nell'area e negli Stati Uniti sono stati sostenuti, tra l'altro, da un calo dell'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, e da ulteriori segnali di miglioramento della redditività delle imprese, a fronte di un impatto negativo esercitato dall'aumento dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine.

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Standard & Poor's 500, sono rimaste sostanzialmente invariate tra la fine di marzo e il 5 maggio (cfr. figura 14). Da una parte è possibile che tale andamento incorpori l'effetto positivo prodotto da un ulteriore calo dell'incertezza, dopo che questa era aumentata a seguito degli attentati terroristici di Madrid in marzo. Tra la fine di marzo e il 5 maggio la media mobile a dieci giorni della volatilità implicita (che misura il grado di incer-

tezza prevalente sui mercati azionari) estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500 è diminuita di 2 punti percentuali, riportandosi su un livello osservato l'ultima volta nell'ottobre del 2003 (cfr. figura 15). I corsi azionari hanno inoltre beneficiato del marcato miglioramento delle aspettative degli operatori di mercato circa la redditività delle imprese nel primo trimestre del 2004. A fronte di questi sviluppi, le quotazioni hanno subito l'impatto del pronunciato incremento dei tassi di interesse, osservato in aprile su tutta la gamma delle scadenze negli Stati Uniti.

### GIAPPONE

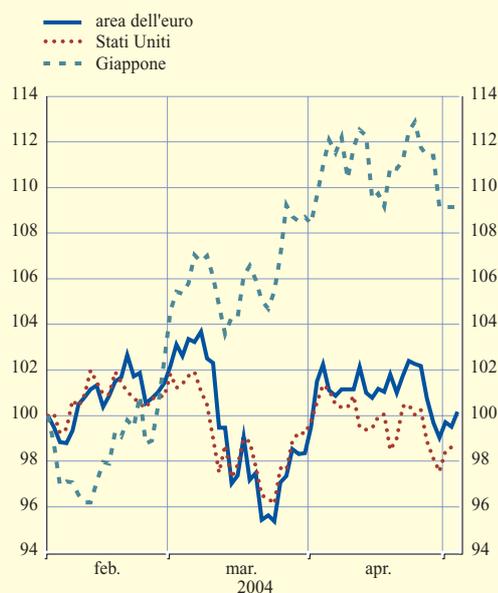
In Giappone le quotazioni azionarie sono aumentate lievemente in aprile, probabilmente beneficiando del protrarsi dell'ottimismo degli operatori sulle prospettive dell'economia nipponica. Tale andamento è stato accompagnato da un significativo calo dell'incertezza – misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Nikkei – fra la fine di marzo e il 5 maggio. I dati positivi sul fatturato pubblicati dalle società statunitensi, soprattutto nel settore tecnologico, sembrano avere avuto un effetto favorevole sui corsi azionari giapponesi, creando attese fra gli investitori di un aumento della domanda, in particolare a favore delle società giapponesi specializzate in prodotti informatici.

### AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate del 2 per cento circa tra la fine di marzo e il 5 maggio, sostenute anche dal calo

**Figura 14 Indici dei corsi azionari**

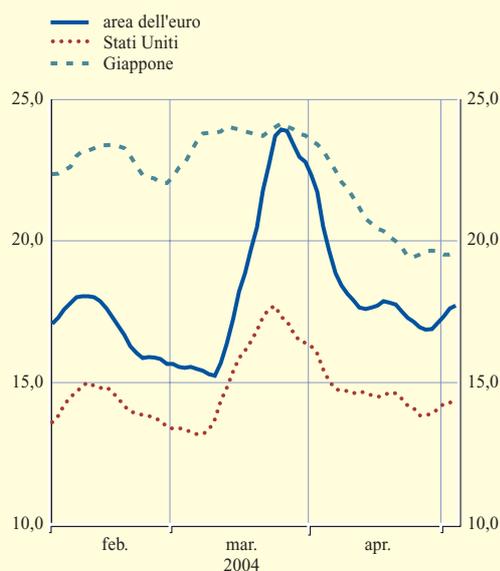
(indice: 1° febbraio 2004 = 100; dati giornalieri)



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.

**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.

dell'incertezza, come conferma la significativa diminuzione, di 5 punti base, della media mobile a dieci giorni della volatilità implicita del mercato azionario estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50. Al rialzo delle quotazioni hanno contribuito anche le indicazioni favorevoli provenienti dai nuovi dati sulla redditività delle imprese, con un aumento in aprile, a circa il 31 per cento, della crescita sui dodici mesi degli utili per azione realizzati dalle società che compongono l'indice. Il fatto che i mercati azionari dell'area dell'euro abbiano fatto segnare un andamento lievemente migliore di quelli negli Stati Uniti appare riconducibile al proseguire dell'inversione dei cali registrati dopo gli attentati terroristici di Madrid dell'11 marzo, che erano stati più pronunciati nell'area dell'euro. Inoltre, i movimenti al rialzo dei rendimenti obbligazionari, che potrebbero aver esercitato qualche pressione al ribasso sui corsi azionari anche nell'area dell'euro, sono stati meno pronunciati rispetto agli Stati Uniti.

Per quanto riguarda i recenti sviluppi settoriali nell'area dell'euro, il rialzo di aprile ha interessato la maggior parte dei settori economici nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, e potrebbe riflettere un miglioramento generale delle prospettive economiche delle imprese dell'area dell'euro.

## 3 I PREZZI E I COSTI

Come anticipato, in aprile l'inflazione armonizzata per l'area dell'euro è salita al 2,0 per cento secondo la stima rapida dell'Eurostat, dopo essere aumentata all'1,7 per cento in marzo dall'1,6 del mese precedente. Ai primi stadi della catena della formazione dei prezzi, le pressioni sui prezzi alla produzione sono rimaste contenute in marzo pur essendo aumentate negli ultimi mesi. Nel corso di aprile sono cresciuti significativamente i prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere, e probabilmente continueranno a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione anche nel prossimo futuro. Nei prossimi mesi il tasso di inflazione probabilmente si attesterà attorno al 2 per cento o su livelli leggermente superiori, mentre in un orizzonte temporale più ampio dovrebbe rimanere in linea con la stabilità dei prezzi. In particolare, la produttività del lavoro dovrebbe aumentare nel corso del 2004, mentre la crescita dei salari nominali rimarrebbe contenuta e lo scorso apprezzamento dell'euro continuerebbe a moderare le spinte al rialzo sui prezzi.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER APRILE

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione nell'area è salita al 2 per cento in aprile (cfr. tavola 4). Benché non sia ancora disponibile alcuna scomposizione dettagliata, questo aumento sarebbe riconducibile a un vigoroso effetto base della componente energetica, indotto dal netto calo dei corsi petroliferi seguito, l'anno scorso, all'inizio del conflitto iracheno. Inoltre, è plausibile che l'ulteriore aumento dei corsi petroliferi in aprile abbia esercitato una pressione al rialzo sui prezzi dei beni energetici. Data la natura preliminare delle informazioni, tuttavia, l'usuale incertezza caratterizza tale stima.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA A MARZO

In marzo l'inflazione nell'area è salita all'1,7 per cento dall'1,6 del mese precedente (cfr. figura 16), rispecchiando in parte l'andamento dei prezzi dei beni energetici. Il calo dell'inflazione in febbraio

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2003 nov.	2003 dic.	2004 gen.	2004 feb.	2004 mar.	2004 apr.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,3	2,1	2,2	2,0	1,9	1,6	1,7	2,0
Beni energetici	-0,6	3,0	2,2	1,8	-0,4	-2,2	-2,0	.
Alimentari non trasformati	3,1	2,1	3,8	3,2	2,9	1,9	1,7	.
Alimentari trasformati	3,1	3,3	4,0	3,8	3,3	3,2	4,1	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,8	0,7	0,7	0,6	0,8	0,8	.
Servizi	3,1	2,5	2,4	2,3	2,5	2,6	2,5	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	-0,1	1,6	1,4	1,0	0,3	0,0	0,4	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	24,6	24,0	24,2	24,1	26,7	27,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	0,2	-0,2	5,1	7,2	17,2	19,7

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

1) Il dato per l'inflazione misurata sullo IAPC in aprile 2004 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

è dovuto alla riduzione dei prezzi petroliferi in euro rispetto allo stesso mese del 2003. Questi ultimi hanno continuato ad aumentare dall'inizio di febbraio e ora si collocano su un livello superiore a quello di un anno fa. Questo andamento al rialzo dei corsi petroliferi ha avuto un impatto sui prezzi dei beni energetici, il cui tasso di variazione, pur rimanendo negativo in marzo (-2,0 per cento), è risultato in aumento rispetto al mese precedente (-2,2 per cento). Per contro, nello stesso periodo il tasso di variazione dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati ha continuato a diminuire, benché in misura minore rispetto ai quattro mesi precedenti. Ciò potrebbe indicare il progressivo esaurimento degli effetti dell'ondata di caldo della scorsa estate sui prezzi dei prodotti alimentari.

In concomitanza con l'inflazione complessiva, è aumentato anche il tasso di variazione dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici, salendo di 0,1 punti percentuali al 2,1 per cento in marzo. Ciò è dovuto principalmente all'aumento delle imposte sui tabacchi in diversi paesi dell'area, che ha indotto un netto incremento dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati. In particolare, il tasso di variazione del prezzo dei tabacchi è salito al 13,9 per cento in marzo, contribuendo per 2,7 punti percentuali al tasso di variazione dei prezzi degli alimentari trasformati (4,1 per cento in marzo) e 0,3 punti percentuali all'inflazione complessiva.

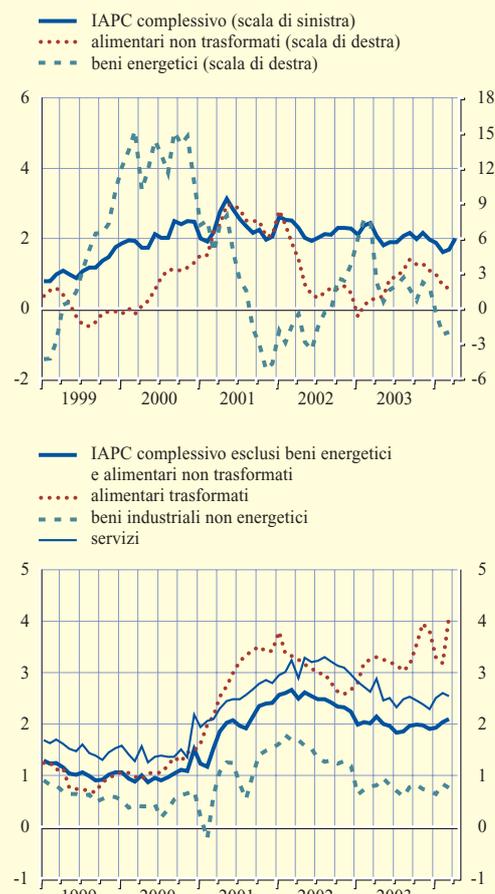
In marzo il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto immutato allo 0,8 per cento, mentre quello dei prezzi dei servizi è calato di 0,1 punti percentuali al 2,5 per cento. La dinamica del tasso di variazione dei prezzi dei servizi, rimasto sostanzialmente invariato intorno al 2,5 per cento dal secondo trimestre del 2003, cela importanti differenze tra i prezzi amministrati e quelli che non lo sono (cfr. il riquadro intitolato *Impatto della dinamica delle imposte indirette e dei prezzi amministrati sull'inflazione* nel numero di gennaio 2004 del Bollettino mensile). In particolare, il tasso di variazione dei prezzi amministrati, ad esempio per l'assistenza medica e dentistica, ha continuato ad aumentare, mentre il tasso di variazione dei prezzi non amministrati è diminuito dal secondo trimestre 2003.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Dall'esame dei primi stadi della catena dei prezzi risulta che le pressioni sui prezzi alla produzione sono rimaste contenute in marzo, pur essendo aumentate negli ultimi mesi (cfr. figura 17).

**Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

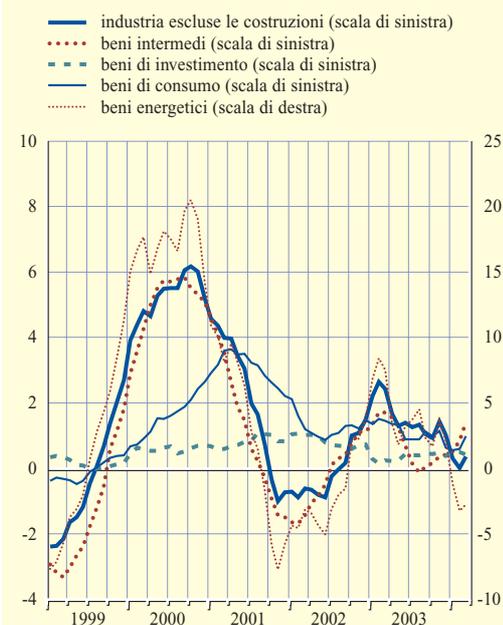


Fonte: Eurostat.

In marzo il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi alla produzione (IPP), al netto delle costruzioni, è salito a 0,4 per cento da zero del mese precedente. A questo incremento hanno contribuito diversi fattori, fra cui l'aumento delle imposte sui tabacchi e i continui incrementi dei prezzi in euro delle materie prime non energetiche. L'aumento delle imposte sui tabacchi ha innalzato il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo. In marzo i prezzi delle materie prime hanno continuato ad aumentare, esercitando pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione dei beni intermedi. Il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi è salito all'1,4 per cento dallo 0,8 del mese precedente. Il modesto tasso di crescita, tuttavia, nasconde aumenti più pronunciati registrati negli ultimi mesi. Il raffronto tra il primo trimestre dell'anno e il precedente fornisce un quadro più chiaro dei più recenti movimenti al rialzo e mostra come i prezzi alla produzione dei beni intermedi siano aumentati dell'1,2 per cento nel primo trimestre del 2004.

**Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

I prezzi dei beni energetici hanno contribuito ancora alla bassa crescita dell'IPP, ma gli effetti base determineranno degli aumenti nei prossimi mesi. In marzo l'IPP, esclusi i beni energetici, è salito all'1,1 per cento dallo 0,8 del mese precedente, mentre il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni energetici si è collocato a -2,7 per cento dal -3,2 di febbraio. Il calo più contenuto di quest'ultimo tasso di variazione è riconducibile al fatto che i corsi petroliferi erano nettamente calati tra febbraio e marzo dell'anno scorso, mentre i prezzi del petrolio in euro sono andati aumentando dall'inizio di febbraio del 2004. Gli aumenti registrati di recente e il calo delle quotazioni petrolifere dell'anno scorso dovrebbero contribuire nei prossimi mesi a elevare il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni energetici.

Lo *Eurozone Input Price Index* (EPI) di aprile conferma che l'inflazione alla produzione aumenterà ulteriormente nei prossimi mesi. Benché l'EPI venga calcolato solo dal settembre 1997, il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni intermedi ne segue fedelmente l'evoluzione. In aprile l'EPI è salito a 69,4, superando per il sesto mese consecutivo il valore soglia di 50 che indica l'aumento dei prezzi.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Tutti gli indicatori del costo del lavoro suggeriscono un rallentamento della crescita salariale dall'inizio del 2002 (cfr. tavola 5). Nel 2003 il tasso di variazione rispetto all'anno precedente è diminuito per tutti gli indicatori del costo del lavoro, benché la portata effettiva del rallentamento vari a seconda degli indicatori. La misura più armonizzata del costo del lavoro è data dai redditi

**Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

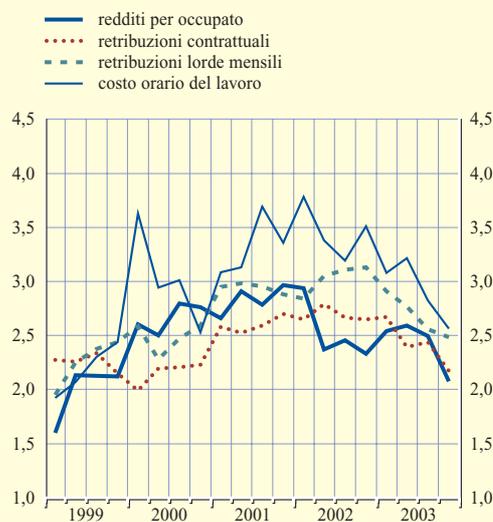
	2002	2003	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,4	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	3,5	2,9	3,5	3,1	3,2	2,8	2,6
Retribuzioni lorde mensili	3,0	2,7	3,1	2,9	2,8	2,6	2,5
Redditi per occupato	2,5	2,4	2,3	2,5	2,6	2,5	2,1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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

per occupato. La crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'intera economia è stata pari al 2,1 per cento nel quarto trimestre del 2003, in calo dal 2,5 del terzo trimestre, a causa principalmente della riduzione *una tantum* delle gratifiche natalizie in Germania. Nel complesso del 2003 i redditi per occupato sono cresciuti in media del 2,4 per cento rispetto al 2,5 nel 2002, mentre il tasso di crescita di altri indicatori del costo del lavoro ha mostrato un calo ancora più netto. Ad esempio, il tasso di variazione del costo del lavoro per ora lavorata è sceso in media al 2,9 per cento nel 2003 dal 3,5 nel 2002 (cfr. figura 18). Considerando i singoli comparti, nel 2003 è diminuita la crescita salariale media nel settore dei servizi, quelli di mercato in particolare, mentre nello stesso periodo è aumentata la crescita dei redditi per occupato nel settore industriale rispetto al 2002 (cfr. figura 19).

**Figura 18 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 19 Redditi per occupato per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riflettendo il calo della crescita salariale e il lieve incremento della produttività del lavoro, anche la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è calata nel quarto trimestre, mentre nell'insieme dell'anno è rimasta invariata al 2,2 per cento rispetto al 2002. Con l'avanzare della ripresa economica, la produttività del lavoro dovrebbe aumentare e ridurre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'aumento del tasso d'inflazione in aprile era ampiamente anticipato e probabilmente da ascrivere principalmente a effetti base riconducibili ai prezzi dei prodotti energetici. Gli effetti base e i recenti aumenti dei prezzi dei beni energetici continueranno a esercitare una pressione al rialzo sull'inflazione nei prossimi mesi. In una prospettiva di più lungo periodo, l'inflazione rimarrebbe su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. Tale aspettativa si basa sull'ipotesi di una graduale ripresa dell'attività economica, accompagnata solo da modesti incrementi salariali. Inoltre, lo scorso apprezzamento del tasso di cambio dell'euro dovrebbe continuare ad attenuare le pressioni sui prezzi all'importazione. In particolare, fattori da tenere sotto stretta osservazione sono l'andamento dei prezzi delle materie prime, sia petrolifere sia non petrolifere, e l'evoluzione delle attese di inflazione.

Per quanto riguarda le attese di inflazione, le informazioni più recenti sembrano indicare che l'inflazione si ridurrà nei prossimi due anni. Ad esempio, la più recente *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta in aprile pone l'inflazione complessiva all'1,8 per cento per il 2004 e il 2005 (cfr. riquadro 3).

#### 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 SECONDO TRIMESTRE 2004 E ALTRI INDICATORI DISPONIBILI

Nel presente riquadro vengono illustrati i risultati della ventitreesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF), condotta dalla BCE tra il 16 e il 26 aprile 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, con sede nell'Unione europea. È importante 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<sup>1)</sup>.

#### Aspettative di inflazione per il 2004 e il 2005

Le attese sull'inflazione armonizzata nel 2004 sono rimaste invariate, all'1,8 per cento, rispetto alla precedente SPF (relativa al primo trimestre 2004 e condotta lo scorso gennaio).

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 secondo trimestre gli orizzonti mobili sono fissati al marzo 2005 e 2006 per il tasso d'inflazione, al quarto trimestre del 2004 e 2005 per il tasso di crescita del PIL e al febbraio 2005 e 2006 per il tasso di disoccupazione. Gli orizzonti mobili possono essere utili per individuare dinamiche difficilmente deducibili dalle previsioni sugli andamenti medi negli anni solari.

### Risultati della Survey of Professional Forecasters (1° e 2° trimestre 2004) e di Consensus Economics (aprile 2004)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione				
	2004	marzo 2005	2005	marzo 2006	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 2° trim. 2004	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9
Precedente SPF, 1° trim. 2004	1,8	-	1,7	-	1,9
Consensus (aprile 2004)	1,7	-	1,6	-	1,9
Crescita del PIL in termini reali	2004	4° trim. 2004	2005	4° trim. 2005	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 2° trim. 2004	1,6	2,0	2,1	2,2	2,3
Precedente SPF, 1° trim. 2004	1,8	-	2,2	-	2,3
Consensus (aprile 2004)	1,6	-	2,0	-	2,1
Tasso di disoccupazione <sup>1)</sup>	2004	febbraio 2005	2005	febbraio 2006	A più lungo termine <sup>2)</sup>
SPF, 2° trim. 2004	8,8	8,6	8,5	8,3	7,5
Precedente SPF, 1° trim. 2004	8,8	-	8,5	-	7,4

1) In percentuale delle forze di lavoro.

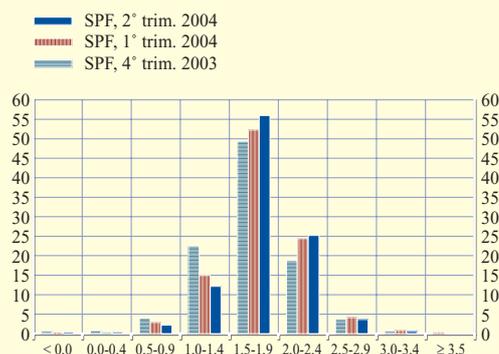
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2008. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2010-2014 (dati pubblicati nel *Consensus Economics Survey* di aprile 2004).

Tuttavia, è molto cresciuto il numero di intervistati che hanno individuato nell'andamento dei corsi delle materie prime un fattore di spinta al rialzo dei prezzi. Fra i fattori aventi tale effetto sono citati anche possibili incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati, dovuti al peggioramento del saldo di bilancio in taluni paesi. Pur essendo ancora annoverate fra i fattori di spinta al ribasso, alle scorse variazioni del tasso di cambio è stata attribuita minor importanza rispetto all'indagine precedente. L'andamento del costo del lavoro e le modeste pressioni interne sui prezzi derivanti dall'*output gap* sono le principali fonti di spinte al ribasso sull'inflazione nei prossimi due anni. Le aspettative di inflazione per il 2005 sono in lieve rialzo, all'1,8 per cento, in conseguenza soprattutto dell'andamento atteso dei corsi delle materie prime. Nel complesso, le attese rilevate dalla SPF sono lievemente superiori a quelle riportate lo scorso aprile da *Consensus Economics* (cfr. tavola) e *Euro Zone Barometer* (pari all'1,7 per cento sia per il 2004 che 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 valori percentuali. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette così di desumere come i partecipanti all'indagine valutino, in media, il rischio che il dato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto 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

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

(valori percentuali)



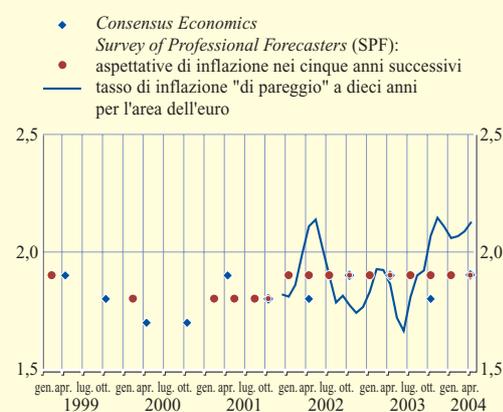
riscontra un ulteriore spostamento verso destra. Esso rispecchia l'aumento delle pressioni inflazionistiche che, come indicato in precedenza, sono riconducibili ai provvedimenti governativi e all'andamento dei corsi delle materie prime (petrolifere e non).

### 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 all'SPF sono rimaste invariate all'1,9 per cento per la decima indagine consecutiva (cfr. figura B). Tale risultato è in linea con quelli di altre indagini disponibili sulle aspettative di inflazione a più lungo termine: nell'aprile 2004 sia la previsione di *Euro Zone Barometer* per il 2008 sia quella pubblicato da *Consensus Economics* per la media del periodo 2010-2014 erano pari all'1,9 per cento. Nei mercati finanziari i 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), sono rimasti sostanzialmente invariati negli ultimi mesi<sup>2</sup>. Va tuttavia rilevato che tali tassi non costituiscono soltanto una misura delle aspettative a lungo termine degli operatori sull'inflazione, dal momento che scontano una serie di premi al rischio (compresi un premio per l'incertezza di inflazione e un premio di liquidità).

**Figura B Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine**

(valori percentuali)



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

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

Rispetto alla precedente indagine, la crescita del PIL attesa per il 2004 è stata rivista al ribasso, di 0,2 punti percentuali, all'1,6 per cento. Anche il tasso di crescita atteso per il 2005, che è più elevato (2,1 per cento), ha subito una revisione al ribasso, di 0,1 punti percentuali. In base ai riscontri di tipo qualitativo forniti dai partecipanti, i principali fattori che frenano le prospettive di crescita sono, dal lato esterno, lo scorso andamento del tasso di cambio e quello recente dei prezzi delle materie prime e, dal lato interno, la mancanza di fiducia, una domanda interna contenuta e una serie di incertezze relative alle riforme strutturali. I principali fattori che sostengono le prospettive di crescita indicati dai partecipanti sono, dal lato esterno, la ripresa dell'attività economica mondiale e, da quello interno, un incremento degli investimenti sostenuto da un miglior andamento degli utili e da condizioni di finanziamento favorevoli. Le previsioni per il 2004 e il 2005 rilevate dalla SPF sono sostanzialmente simili a quelle pubblicate in aprile da *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*, pari per il 2004 all'1,6 per cento e per il 2005, rispettivamente, al 2,0 e al 2,1 per cento. Quanto alle previsioni a più lungo termine, la crescita attesa a cinque anni (ovvero per il 2008) è pari al 2,3 per cento, invariata dalla precedente indagine.

2) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio rispecchia il valore medio delle aspettative di inflazione sull'orizzonte corrispondente alla vita residua del titolo indicizzato considerato e non costituisce una stima puntuale per un anno preciso (come è invece il caso per la maggior parte 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. il 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.

Nonostante le lievi revisioni al ribasso della crescita attesa del PIL, le previsioni dei partecipanti alla SPF sul tasso di disoccupazione per il 2004 e il 2005 sono rimaste invariate rispetto all'indagine precedente, rispettivamente all'8,8 e all'8,5 per cento. La gradualità della ripresa prevista per l'attività economica è il principale fattore sottostante la flessione relativamente modesta della disoccupazione per il 2004 e 2005. Tuttavia, allorché la ripresa raggiunga ritmi sostenuti, gli intervistati prevedono che la stessa abbia un effetto più incisivo sul calo della disoccupazione.

Il tasso di disoccupazione atteso per il 2008 si colloca al 7,5 per cento, registrando una lieve revisione al rialzo rispetto alla precedente indagine. Mentre alcuni intervistati vedono nelle riforme del mercato del lavoro il fattore alla base delle attese di flessione della disoccupazione nel lungo periodo, altri sono scettici sulla portata delle future riforme.

## 4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro indica una crescita del PIL in termini reali pari allo 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2003, invariata rispetto alla prima stima. Il quadro complessivo della composizione della domanda nel corso del quarto trimestre rimane invariato, in particolare per quanto riguarda il forte contributo alla crescita fornito dagli investimenti e dalla variazione delle scorte. I risultati delle ultime indagini congiunturali sono compatibili con un incremento della produzione industriale nel periodo marzo-aprile, dopo quattro mesi caratterizzati da un andamento debole. Gli indicatori di breve periodo continuano a mostrare una crescita moderata nel settore dei servizi dall'inizio dell'anno, mentre dagli indicatori dei consumi delle famiglie sono giunti segnali contrastanti nel corso del primo trimestre. In tale contesto, la situazione del mercato del lavoro non ha fatto registrare cambiamenti di rilievo. In prospettiva, le condizioni interne ed esterne dovrebbero continuare a favorire la graduale ripresa dell'attività economica nel 2004 e il suo rafforzamento nel corso del tempo.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

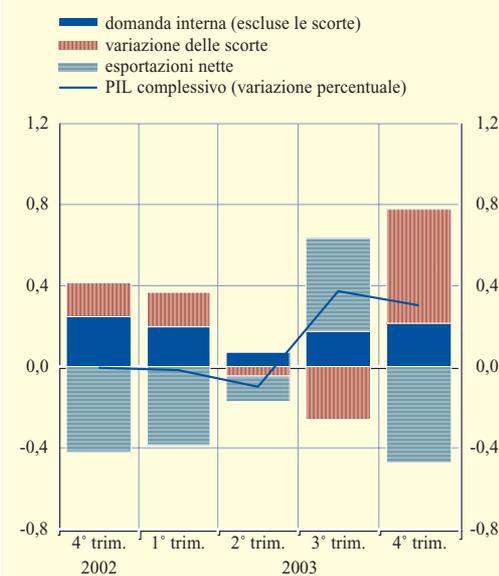
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

In base alle seconde stime di contabilità nazionale diffuse dall'Eurostat in aprile, la crescita del PIL in termini reali è rimasta invariata allo 0,3 per cento nel corso del quarto trimestre del 2003 rispetto allo 0,4 per cento del terzo trimestre (cfr. figura 20).

Sono state apportate varie revisioni ad alcune componenti di spesa e, in particolare, la domanda interna è risultata lievemente più debole rispetto a quanto previsto sulla base della prima stima dei dati. La crescita dei consumi privati, che in precedenza aveva mostrato un lieve incremento, è stata rivista al ribasso ed è pari a zero, mentre il contributo fornito dalla variazione delle scorte, pur subendo una lieve correzione al ribasso, rimane elevato. Il dato relativo agli investimenti, che non ha subito correzioni, fa registrare un incremento dello 0,6 per cento sul trimestre precedente e un forte contributo alla crescita reale del PIL. Il riquadro 4 contiene informazioni dettagliate sugli andamenti recenti degli investimenti distinti per tipo di prodotto. Il contributo delle esportazioni nette è stato oggetto di una lieve revisione al rialzo passando dal -0,7 per cento al -0,5 per cento sul trimestre precedente, a seguito di una significativa correzione al ribasso delle importazioni.

Figura 20 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti

(contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

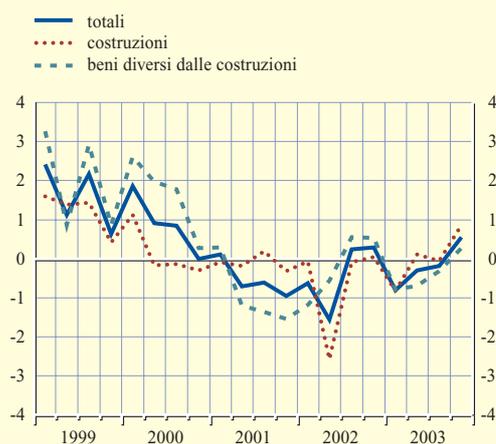
#### Riquadro 4

#### ANDAMENTO RECENTE DEGLI INVESTIMENTI PER CATEGORIA DI PRODOTTO

Dopo il netto calo evidenziato nel 2001 e nel 2002, nel corso del 2003 la componente di domanda del PIL costituita dagli investimenti, pur continuando a registrare tassi di variazione negativi,

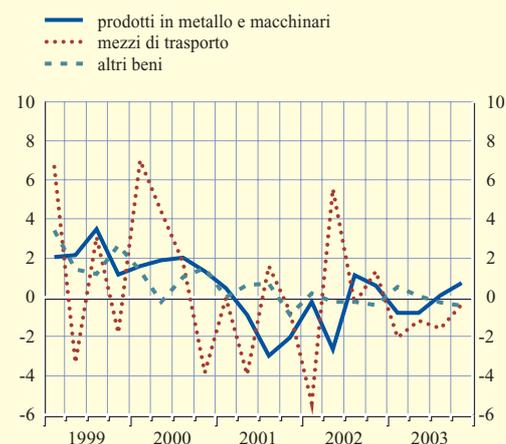
**Figura A Investimenti totali, in costruzioni e in beni diversi dalle costruzioni**

(variazioni sul trimestre precedente; dati trimestrali)



**Figura B Scomposizione degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni**

(variazioni sul trimestre precedente; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.  
Nota: gli investimenti in altri beni includono quelli del settore agricolo.

ha mostrato un generale miglioramento in tutte le categorie di beni. Questa dinamica più positiva si è tradotta in una crescita degli investimenti totali nel quarto trimestre dello scorso anno (cfr. figura A), alla quale hanno contribuito sia gli investimenti in costruzioni sia quelli in beni diversi dalle costruzioni (qui definiti “investimenti in beni strumentali”). Per quanto concerne quest’ultima categoria, il migliorato quadro economico internazionale e le favorevoli condizioni di finanziamento ne spiegano l’evoluzione osservata durante il 2003 e dovrebbero concorrere a rafforzarne la crescita nell’anno in corso. Il presente riquadro riassume gli andamenti più recenti degli investimenti per categoria di prodotto fino al quarto trimestre del 2003<sup>1)</sup>.

### **La dinamica più favorevole degli investimenti in beni strumentali è stata trainata dagli investimenti in prodotti in metallo e macchinari**

Nel quarto trimestre del 2003 i dati relativi agli investimenti in beni strumentali nell’area dell’euro hanno confermato i segnali di miglioramento osservati per questa categoria durante i due trimestri precedenti. Essi hanno infatti evidenziato una crescita dello 0,3 per cento sul periodo corrispondente, contro un calo dello 0,3 per cento nel terzo trimestre (cfr. figura B).

Gli investimenti in prodotti in metallo e macchinari, che costituiscono la componente principale della categoria degli investimenti in beni strumentali ammontando a circa il 30% degli investimenti totali, hanno trainato la ripresa degli investimenti. Nel quarto trimestre sono saliti dello 0,7 per cento sul periodo precedente, dopo essere rimasti stabili nel terzo ed essere scesi dello 0,8 per cento nella prima metà del 2003. Per quanto riguarda invece gli investimenti in mezzi di trasporto (che rappresentano circa il 10 per cento del totale e tendono a essere estremamente volatili), la flessione è diminuita nel corso del 2003 e nell’ultimo trimestre è stata pari allo 0,4 per cento. Infine, gli investimenti in altri beni (anch’essi rappresentativi del 10 per cento del

1) Gli andamenti fino al primo trimestre del 2003 sono stati trattati nel numero di settembre 2003 di questo Bollettino (riquadro 6).

totale) – che comprendono il software – hanno mostrato una decelerazione nel corso dell'anno e nel quarto trimestre hanno subito una perdita di valore pari allo 0,4 per cento.

### Ripresa degli investimenti in costruzioni

Nell'area dell'euro gli investimenti in costruzioni (che incidono per circa il 50 per cento sugli investimenti totali) sono aumentati dello 0,9 per cento sul periodo precedente durante il quarto trimestre del 2003. Tale risultato fa seguito al calo continuo dei due anni precedenti, che si è andato attenuando a partire dalla seconda metà del 2001. Inizialmente sorretto dalla lieve espansione degli investimenti in edilizia residenziale nel secondo e terzo trimestre, durante gli ultimi tre mesi dell'anno questo miglioramento progressivo ha riflesso anche la crescita della componente delle costruzioni non residenziali.

### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

L'attività industriale ha fornito un forte contributo positivo alla crescita del PIL nell'area dell'euro nel corso del quarto trimestre del 2003. La produzione di beni intermedi e beni strumentali è stata particolarmente rilevante, in linea con l'andamento degli investimenti. Per il terzo trimestre consecutivo, il settore delle costruzioni ha fornito un contributo positivo alla crescita del valore aggiunto totale. Sebbene a un ritmo moderato, anche l'attività economica nel settore dei servizi ha continuato a crescere, grazie agli andamenti registrati nei servizi finanziari, nei servizi alle imprese e in altre tipologie di servizi, mentre è diminuita l'attività nell'ambito del commercio, dei trasporti e delle comunicazioni.

Tuttavia, i dati disponibili nel mese di febbraio indicano che l'attività nel settore dell'industria all'inizio di quest'anno è risultata modesta (cfr. figura 21). La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è, infatti, diminuita in gennaio ed è stata fiacca in febbraio. In particolare, in

febbraio la produzione di beni d'investimento ha registrato una flessione per il terzo mese consecutivo. Nello stesso mese, i nuovi ordini effettivi hanno fatto segnare un lieve aumento, che tuttavia non è risultato sufficiente a compensare il forte decremento osservato in gennaio. Al di là della variabilità mensile delle serie storiche, i dati relativi ai nuovi ordini sembrano indicare una stabilizzazione della domanda per i prodotti industriali a partire dal novembre 2003.

**Figura 21 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 su tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima.

### RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

Sebbene la produzione industriale sia rimasta stabile nei mesi a cavallo della fine dell'anno, i risultati dell'indagine di aprile suggeriscono un possibile miglioramento nel periodo marzo-aprile. L'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali elaborato dalla Commissione europea è salito in aprile, fino a raggiungere i livelli più elevati registrati dall'aprile del 2001. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è nuovamente salito

in aprile. Nell'ambito del campione di imprese manifatturiere oggetto dell'indagine della Commissione, la percentuale di quelle che hanno indicato un incremento della produzione nei tre mesi precedenti è cresciuta notevolmente, superando la percentuale di imprese che ne hanno osservato un decremento. Secondo l'indagine della Commissione europea, anche la produzione di beni d'investimento ha iniziato ad aumentare. Le aspettative sulla produzione, migliorate in aprile, sono restatesu livelli elevati in tutte le principali categorie di prodotti industriali. Nel complesso, tutte le varie indagini concordano nell'indicare un incremento della produzione industriale all'inizio del secondo trimestre del 2004 (cfr. figura 22).

L'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea per il settore dei servizi ha mostrato un lieve calo in aprile. Sebbene le imprese abbiano indicato un notevole aumento del fatturato nei tre mesi precedenti, si è registrato un netto calo dell'indice delle attese sul fatturato (benché tali attese siano rimaste su livelli medi nel secondo semestre dello scorso anno). La valutazione del clima di fiducia complessivo

è restata invariata. L'indice PMI dei servizi è rimasto sostanzialmente inalterato in aprile; tuttavia, analogamente a quanto osservato dall'indagine della Commissione, l'indicatore relativo alle attese delle aziende ha fatto segnare una flessione.

Nel complesso, i risultati delle indagini più recenti fanno ritenere che l'attività economica potrebbe avere registrato un miglioramento all'inizio del secondo trimestre. L'indagine della Commissione europea per il mese di aprile indica che la valutazione da parte delle imprese dell'attività economica negli ultimi mesi mostra un miglioramento nei settori dell'industria, delle costruzioni e del commercio al dettaglio, mentre la valutazione dell'attività nel settore dei servizi è risultata più incerta.

#### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

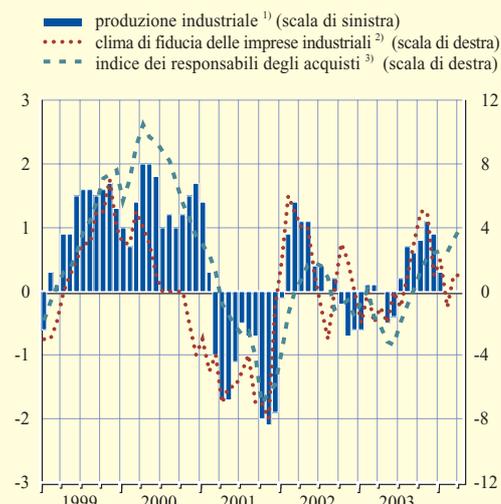
Nel primo trimestre gli indicatori della spesa delle famiglie hanno continuato a essere discordanti, sebbene vi siano alcuni segnali di un miglioramento dei consumi privati.

Nel complesso, si prevede che la crescita delle vendite al dettaglio sul periodo precedente sia risultata positiva nel primo trimestre, riflettendo il significativo aumento nel commercio al dettaglio osservato in gennaio. La stima preliminare delle vendite al dettaglio per il mese di febbraio pubblicata dall'Eurostat è stata rivista al ribasso. Al momento si prevede che le vendite abbiano registrato una netta flessione in febbraio e un lieve calo anche nel mese di marzo. Le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite nel corso del primo trimestre.

L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è rimasto stabile in aprile per il secondo mese consecutivo (cfr. figura 23). Gli andamenti di questo indicatore

**Figura 22 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti**

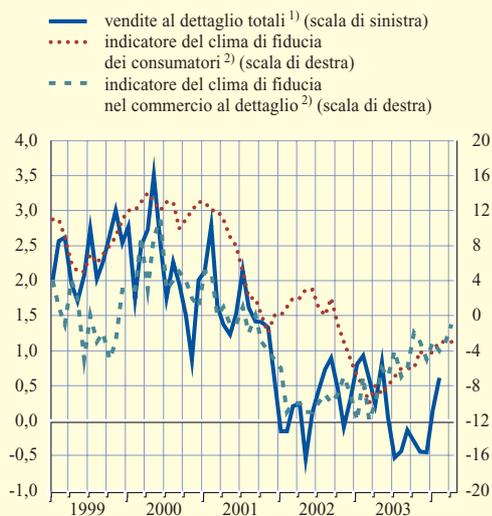
(dati mensili destagionalizzati)



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.

**Figura 23 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



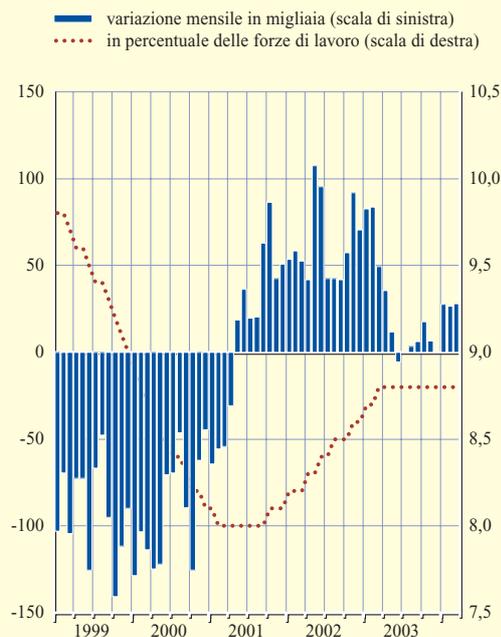
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali 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. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti, a causa di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

**Figura 24 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

sono in linea con il moderato ma costante miglioramento della fiducia dei consumatori, seguito ai bassi livelli osservati all'inizio dell'anno scorso. In particolare, tale miglioramento fa ritenere che gli attentati terroristici di Madrid non abbiano intaccato la fiducia dei consumatori, la quale, ad ogni modo, rimane ancora su livelli modesti rispetto ai valori storici.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

### DISOCCUPAZIONE

Nel mese di marzo il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è rimasto invariato all'8,8 per cento (cfr. figura 24). I dati destagionalizzati indicano in marzo un aumento di circa 28.000 disoccupati rispetto al mese precedente, sostanzialmente in linea con quelli registrati in gennaio e febbraio. Sebbene il tasso di disoccupazione sia rimasto invariato per 12 mesi, al momento il numero dei disoccupati è superiore di 157.000 unità rispetto allo scorso anno. Rispetto al secondo semestre del 2003, l'aumento del numero dei disoccupati nel primo trimestre, sebbene ancora modesto, riflette un lieve peggioramento della situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro.

### OCCUPAZIONE

L'occupazione è lievemente cresciuta nel complesso dell'economia nel corso del quarto trimestre del 2003 (cfr. tavola 6). Secondo le indagini della Commissione europea, in aprile le attese sull'occupazione sono lievemente migliorate nei settori dell'industria e dei servizi, pur rimanendo su livelli modesti. I dati esistenti mostrano che il tasso di disponibilità degli impieghi dell'area

## Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2002	2003	2002 4° trim.	2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.
Totale economia	0,5	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,9	-1,5	-0,6	-0,8	-0,1	0,2	0,2
Industria	-1,2	-1,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5
Escluse le costruzioni	-1,4	-1,9	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Costruzioni	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,7	-0,3
Servizi	1,4	0,9	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
Commercio e trasporti	0,3	0,5	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2
Finanziari e alle imprese	2,4	1,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,6
Amministrazione pubblica	1,8	1,1	0,4	0,3	0,2	0,0	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dell'euro è diminuito alla fine dell'anno scorso, segnalando che le imprese non erano ancora pronte ad aumentare le assunzioni nelle fasi iniziali della ripresa dell'attività economica. Nel settore industriale, la percentuale di imprese che hanno indicato una carenza di manodopera come un freno per la produzione è rimasta su livelli storicamente bassi nel corso del primo trimestre.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Per quanto riguarda la situazione attuale e le prospettive di brevissimo periodo, gli indicatori congiunturali disponibili continuano a fornire segnali contrastanti. Nel complesso, i dati suggeriscono che la ripresa dell'attività economica reale nell'area dell'euro si è protratta nel 2004, sebbene a un ritmo moderato. Si sono rivelate tuttavia più incoraggianti le indicazioni più recenti provenienti dai risultati delle ultime indagini congiunturali, le quali hanno offerto segnali più favorevoli con riferimento all'inizio del secondo trimestre.

Le recenti indicazioni positive, pur dovendo trovare conferma negli andamenti futuri, alimentano le attese di un proseguimento della graduale ripresa economica nell'area e di un suo rafforzamento nel corso del tempo. Le condizioni per una simile evoluzione sono già presenti. La crescita economica globale continua ad essere robusta, e ciò dovrebbe sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. È probabile, inoltre, che l'incremento della domanda interna continui a trarre vantaggio dalle favorevoli condizioni di finanziamento, dai miglioramenti dell'efficienza e dei profitti delle aziende e dall'aumento del reddito reale disponibile. Nel contempo, sono da tenere nella dovuta considerazione alcuni rischi e incertezze attinenti agli elevati prezzi del petrolio e delle altre materie prime, al perdurare degli squilibri economici al livello mondiale e alla incertezza relativa alle politiche fiscali e alle riforme strutturali nell'area dell'euro, che sembrano aver avuto un effetto negativo sulla fiducia dei consumatori.

## 5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

Tra la fine di marzo e l'inizio di maggio l'euro si è lievemente apprezzato in termini effettivi nominali. Ciò ha riflesso soprattutto un rafforzamento nei confronti dello yen giapponese e della sterlina britannica, solo in parte compensato da un indebolimento rispetto al dollaro statunitense.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

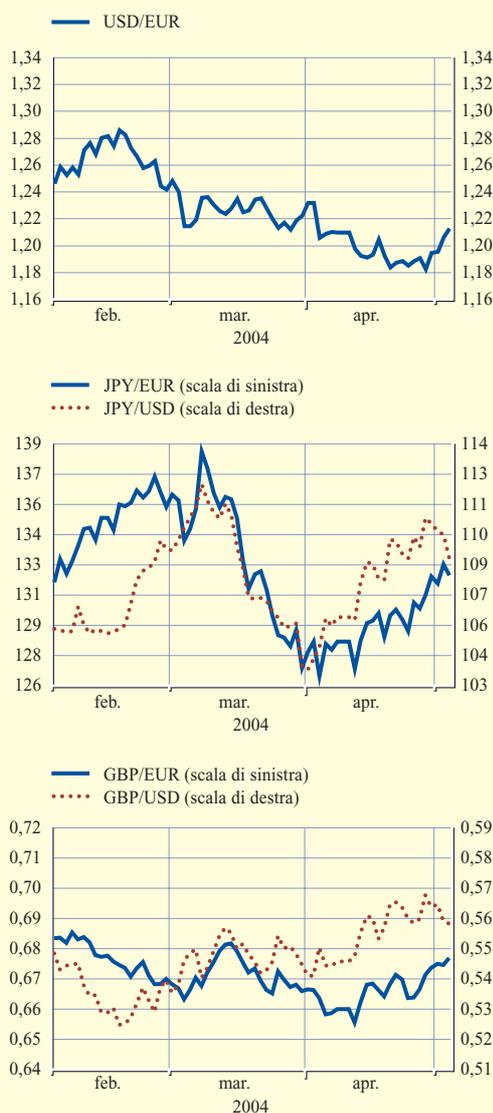
In aprile l'euro ha perso terreno sul dollaro statunitense allorché diventavano evidenti i segnali di rafforzamento della ripresa economica negli Stati Uniti (cfr. figura 25). Il vigore della moneta americana nel periodo è stato relativamente generalizzato e ascrivibile soprattutto alla pubblicazione di numerosi dati che indicavano, per gli Stati Uniti, un miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro e del clima di fiducia dei consumatori e una dinamica sostenuta delle vendite al dettaglio. Rafforzando ulteriormente le prospettive favorevoli per l'economia del paese, tali evidenze avrebbero determinato maggiori aspettative di rialzo dei rendimenti sulle attività statunitensi e potrebbero pertanto aver fornito un sostegno aggiuntivo al dollaro. Agli inizi di maggio l'euro è tuttavia risalito, riavvicinandosi ai livelli di fine marzo. Il comunicato emesso il 24 aprile dal G7 e la decisione – adottata dal Federal Open Market Committee il 4 maggio – di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui *federal funds* non sembrano avere influito in misura sensibile sui mercati valutari. Il 5 maggio l'euro si situava a 1,21 dollari, un livello inferiore dell'1 per cento a quello di fine marzo e superiore del 7,2 per cento alla media del 2003.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo essersi nettamente indebolito nella seconda metà di marzo, durante il periodo di riferimento l'euro ha guadagnato terreno sullo yen giapponese (cfr. figura 25). Nel contempo la valuta nipponica è arretrata anche rispetto a tutte le altre principali monete. Questa perdita di valore relativamente generalizzata dello yen è avvenuta nonostante il consolidarsi della ripresa economica in Giappone e, secondo indicazioni di mercato, potrebbe essere almeno parzialmente riconducibile ad acquisti netti di titoli esteri da parte di investitori nazionali all'inizio del nuovo esercizio finanziario giapponese. Il 5 maggio l'euro è stato quotato a 131,9 yen, un valore superiore del 3,9 per cento a quello di fine marzo e prossimo alla media del 2003.

Figura 25 Tassi di cambio

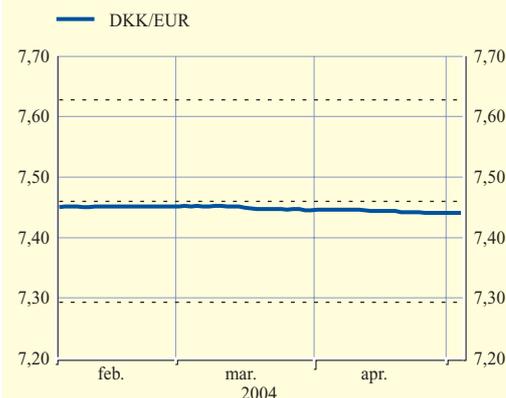
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 26 Tasso di cambio negli AEC II**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

### STERLINA BRITANNICA/EURO

Agli inizi di aprile l'euro si è deprezzato rispetto alla sterlina britannica, in un contesto in cui i mercati sembrano avere interpretato la diffusione di dati indicativi di una domanda sostenuta e di pressioni modeste sui prezzi nel Regno Unito come segnali di un possibile rialzo dei rendimenti sulle attività britanniche (cfr. figura 25). Nondimeno, più tardi nel corso del mese e agli inizi di maggio l'euro ha più che recuperato il terreno perduto. Il 5 maggio è stato scambiato a 0,68 sterline, un livello superiore dell'1,7 per cento a quello di fine marzo e inferiore del 2,2 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 26). Per quanto riguarda le altre valute europee, l'euro si è lievemente deprezzato sul franco svizzero e in misura più significativa sulla corona svedese e su quella norvegese.

### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 5 maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 12 importanti partner commerciali dell'area – si collocava lievemente al di sopra del livello di fine marzo ed era superiore del 2,3 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 27). Il leggero apprezzamento dell'euro in termini effettivi ha riflesso soprattutto un rafforzamento rispetto allo yen giapponese e alla sterlina britannica, solo in parte compensato dalla perdita di valore nei confronti del dollaro statunitense. Il riquadro 5 descrive gli andamenti del tasso di cambio effettivo reale nel periodo compreso fra il primo trimestre del 2002 e il primo trimestre del 2004, sia per l'area nel suo complesso sia per i singoli stati membri.

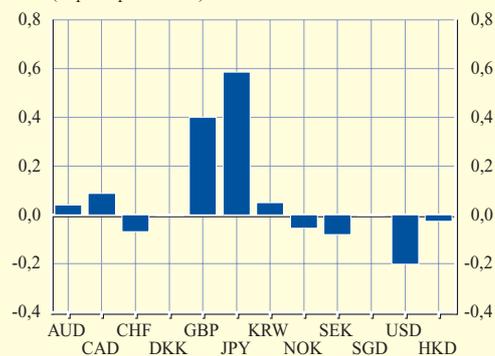
**Figura 27 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 31 marzo al 5 maggio 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 importanti partner commerciali.

2) Le variazioni sono calcolate, utilizzando pesi basati sull'interscambio commerciale, nei confronti di dodici importanti partner commerciali.

## Riquadro 5

**GLI ANDAMENTI DEL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO REALE NELL'AREA DELL'EURO  
E A LIVELLO NAZIONALE**

Questo riquadro esamina le differenze tra gli incrementi del tasso di cambio effettivo (TCE) reale dell'euro e quelli degli indicatori nazionali di competitività (INC) dei singoli paesi dell'area dell'euro a partire dal 2002, così come la diversa dinamica degli INC nei singoli paesi dell'area. Gli INC utilizzano lo stesso schema metodologico dei TCE reali e sono stati elaborati per facilitare il confronto delle dinamiche della competitività internazionale di prezzo di ciascuna economia nazionale dell'area <sup>1)</sup>.

Secondo l'analisi, l'aumento più contenuto degli INC rispetto al TCE reale dell'euro a partire dal 2002 è dovuto al fatto che gli INC comprendono l'interscambio commerciale all'interno dell'area. Le differenze tra i paesi dell'area negli andamenti degli INC sono ascrivibili principalmente a tre fattori: primo, la quota di interscambio commerciale con il resto del mondo varia da paese a paese; secondo, i differenziali di inflazione all'interno dell'area incidono sull'evoluzione degli INC e, terzo, il profilo d'interscambio con partner esterni all'area è diverso per ciascun paese.

Negli ultimi due anni l'euro si è apprezzato sensibilmente nei confronti delle monete dei principali partner commerciali. L'apprezzamento rispetto al dollaro statunitense (e ad alcune valute asiatiche ad esso collegate) è stato piuttosto pronunciato, ma è stato meno consistente rispetto allo yen giapponese, alla sterlina britannica e ad altre monete europee. Nel complesso, tali andamenti si sono tradotti in un incremento di quasi il 20 per cento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro tra il primo trimestre del 2002 e il primo trimestre del 2004. In termini reali – in base alle dinamiche relative dei prezzi al consumo – nello stesso periodo il TCE reale dell'euro è salito di oltre il 21 per cento, riflettendo le pressioni deflazionistiche gravanti su alcuni dei partner commerciali asiatici e i contenuti livelli di inflazione in vari altri paesi industrializzati. Tale apprezzamento può essere in parte interpretato come una ripresa da livelli storicamente molto bassi; ciò nonostante, ha comportato una perdita di competitività internazionale di prezzo delle imprese dell'area dell'euro. A livello nazionale, gli INC sono aumentati in misura minore rispetto al TCE reale dell'euro. Nella maggior parte dei paesi, l'aumento è stato inferiore al 10 per cento tra il primo trimestre del 2002 e il primo trimestre del 2004 (cfr. la tavola). Inoltre, in questo periodo il campo di variazione degli INC all'interno dell'area è stato piuttosto ampio, compreso tra il 4,6 per cento dell'Austria e il 16,2 dell'Irlanda.

Il maggiore aumento del TCE reale dell'euro rispetto agli INC dei singoli paesi dell'area può essere principalmente attribuito al fatto che tali indicatori tengono conto dell'interscambio commerciale all'interno dell'area dell'euro. Pertanto, la scomposizione di ciascun INC in due sottoindici, uno interno e l'altro esterno all'area, facilita il confronto tra il TCE reale della moneta unica e gli indicatori nazionali di competitività. Nel primo caso, gli INC annoverano tra i concorrenti solo i paesi dell'area; nel secondo, invece, i concorrenti sono solo dodici importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Poiché, con l'introduzione della moneta unica le oscillazioni del cambio sono state eliminate tra i paesi dell'area, i sottoindici interni variano solo molto gradualmente e in conformità con i differenziali di inflazione tra i paesi dell'area dell'euro. Di conse-

1) Per informazioni più dettagliate sul calcolo del tasso di cambio effettivo dell'euro e sugli indicatori nazionali di competitività, cfr. Buldorini L., Makrydakīs S., Thimann C., (2002), *The effective exchange rates of the euro*, ECB Occasional Paper, n. 2.

**Variazioni della competitività misurata sulla base degli indicatori nazionali di competitività (INC) e del tasso di cambio effettivo (TCE) reale dell'euro tra il 1° trimestre 2002 e il 1° trimestre 2004 <sup>1) 2)</sup>**

(punti percentuali)							
	TCE reale dell'euro <sup>3)</sup>	INC per					
		Belgio	Germania	Grecia	Spagna	Francia	Irlanda
Totale	-	5,9	7,3	8,3	8,5	8,8	16,2
Componente interna all'area	-	-1,0	-2,2	2,7	2,1	0,6	3,5
Componente esterna all'area	21,3	19,5	19,0	23,0	24,5	22,9	24,7
<b>Per memoria</b>							
<i>Quota del commercio interno all'area nell'indice <sup>4)</sup></i>							
		64,4	53,2	69,6	68,9	60,9	38,8

	TCE reale dell'euro <sup>3)</sup>	INC per					
		Italia	Lussemburgo	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Finlandia
Totale	-	9,7	7,1	8,6	4,6	6,7	7,3
Componente interna all'area	-	1,5	2,5	0,8	0,0	2,0	-1,2
Componente esterna all'area	21,3	23,7	25,4	21,3	18,5	20,6	15,2
<b>Per memoria</b>							
<i>Quota del commercio interno all'area nell'indice <sup>4)</sup></i>							
		61,0	78,0	60,1	74,4	73,8	46,6

Fonte: elaborazioni della BCE.

1) Un segno negativo (positivo) indica un aumento (diminuzione) della competitività di prezzo.

2) La tavola andrebbe letta per colonna, per esempio la competitività di prezzo della Germania è aumentata del 2,2 per cento rispetto agli altri paesi dell'area ed è diminuita del 19,0 per cento rispetto al resto del mondo. Sulla base del commercio estero totale, la competitività di prezzo della Germania è diminuita del 7,3 per cento.

3) Il tasso di cambio reale effettivo dell'euro utilizzato è deflazionato con l'IPC.

4) Le quote sono calcolate in termini di commercio complessivo, cioè tenendo conto anche della concorrenza sui mercati di paesi terzi. Cfr. tavola IV.1 in Buldorini et al. (2002), usando dati di commercio relativi al settore manifatturiero (medie sul periodo 1995-1997).

guenza, la tavola indica che le variazioni della componente interna degli INC sono state piuttosto contenute, mentre l'entità delle variazioni della componente esterna all'area ha, nel complesso, ricalcato più da vicino l'aumento del TCE reale dell'euro. Per ciascun paese, l'INC complessivo è una media ponderata dei due sottoindici. Poiché un'ampia quota del commercio estero dei singoli paesi dell'area si realizza con gli altri paesi membri che hanno adottato l'euro, le variazioni delle componenti interne incidono sensibilmente sugli andamenti degli INC complessivi.

Più in particolare, la perdita media di competitività nazionale misurata dagli INC complessivi è stata dell'8,2 per cento (contro il 21,3 per l'area dell'euro). Sebbene la maggior parte dei paesi abbia registrato una variazione di competitività intorno a questa media, le dinamiche nazionali continuano a mostrare alcune differenze che, in questo contesto, potrebbero essere spiegate da due elementi importanti: le rispettive quote di interscambio commerciale all'interno e all'esterno dell'area dell'euro e i differenziali di inflazione tra i paesi dell'area.

In particolare, i paesi che hanno una quota elevata di scambi all'interno dell'area e/o un differenziale di inflazione negativo hanno registrato un aumento relativamente minore dei propri INC (ad esempio l'Austria e il Belgio). Per contro, quelli con una quota elevata di interscambio con il resto del mondo e/o un differenziale di inflazione positivo rispetto al resto dell'area hanno registrato un aumento relativamente maggiore dei propri INC (ad esempio l'Irlanda e l'Italia). Per quanto attiene alla componente interna degli INC, i differenziali di inflazione sono l'unica fonte di diversità, il che può riflettere in parte un processo di aggiustamento delle differenze delle variabili

reali (quali, ad esempio, la crescita della produttività) osservate tra paesi <sup>2)</sup>. Di conseguenza, nei paesi con tassi di inflazione relativamente elevati l'incremento degli INC è stato più pronunciato, diversamente dai paesi in cui l'inflazione è stata più contenuta. Infine, la struttura dell'interscambio commerciale dei paesi dell'area ha inciso sul diverso andamento degli INC, come si evince dalla componente esterna all'area di questi indici. Negli ultimi due anni, il forte apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense e ad alcune monete asiatiche si è tradotto in un maggiore incremento della componente esterna degli INC di quei paesi che hanno scambi commerciali intensi con gli Stati Uniti e le economie asiatiche. Ciò, ad esempio, spiega in parte l'aumento relativamente maggiore dell'INC irlandese, visto che i legami commerciali dell'Irlanda con gli Stati Uniti sono molto più forti di quanto non siano quelli dell'intera area dell'euro. Per contro, l'aumento più contenuto degli INC di Portogallo e Austria è in parte riconducibile alla minore esposizione di quei paesi all'interscambio con gli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro.

In sintesi, il confronto degli INC complessivi con il TCE reale dell'area dell'euro suggerisce che la moneta unica ha contribuito ad attenuare l'impatto delle brusche variazioni dei cambi sulla posizione competitiva dei singoli paesi dell'area.

2) Per una discussione esauriente dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro, cfr. *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, BCE settembre 2003.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

*In febbraio l'avanzo del conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro è aumentato rispetto al mese precedente, soprattutto per effetto del minore disavanzo dei redditi, solo in parte compensato dal calo dell'avanzo dei beni e dei servizi. Benché in febbraio le esportazioni di beni abbiano continuato a crescere – in linea con la vigorosa domanda estera – le importazioni hanno registrato tassi di incremento superiori e hanno pertanto fatto scendere l'avanzo dei beni. Nel conto finanziario, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti riconducibili ai flussi netti in entrata per investimenti diretti e strumenti di debito.*

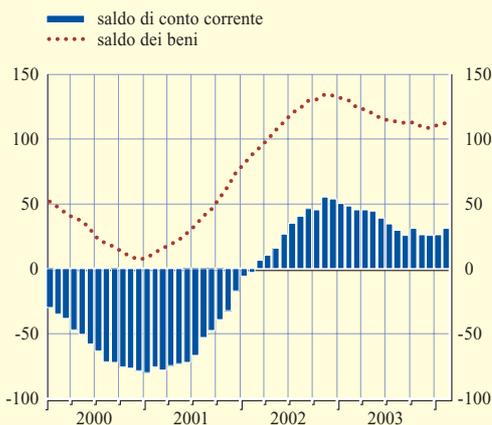
### CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in febbraio un avanzo di 5,4 miliardi di euro (corrispondente a un avanzo di 5,8 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 nel conto dei redditi e in quello dei trasferimenti correnti (cfr. la tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

Rispetto ai dati rivisti relativi a gennaio, in febbraio l'avanzo del conto corrente destagionalizzato è aumentato di 1,7 miliardi di euro. Ciò ha riflesso soprattutto il calo (pari a 3,1 miliardi di euro) del disavanzo dei redditi, solo parzialmente controbilanciato dal minore avanzo dei beni e dei servizi. Il disavanzo dei trasferimenti correnti è rimasto invece sostanzialmente invariato. La contrazione dell'avanzo dei beni va ricondotta a un aumento delle importazioni superiore a quello delle esportazioni nel periodo. Più nel dettaglio, rispetto al mese precedente il valore dei beni esportati è cresciuto dello 0,7 per cento in febbraio dopo un incremento del 2,7 per cento in gennaio. Tale andamento tende a confermare che la ripresa delle esportazioni di beni fuori dall'area – iniziata nella seconda metà dello scorso anno – è proseguita nei primi mesi del 2004. Dopo la netta ripresa messa a segno nell'ultimo trimestre del 2003, durante la prima parte del 2004 le importazioni di beni hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti (1,5 per cento in febbraio).

**Figura 28 Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro**

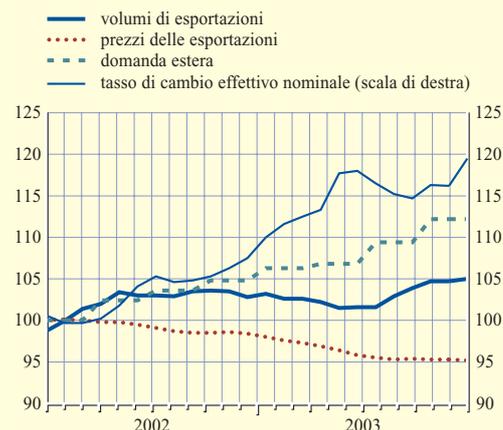
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati; saldi cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

**Figura 29 Esportazioni verso il resto del mondo e loro determinanti**

(indici: 1° trim. 2002 = 100; medie mobili a tre mesi)



Fonte: BCE ed Eurostat.

Nota: i dati relativi alla domanda estera sono a frequenza trimestrale e quelli relativi al quarto trimestre del 2003 sono stimati. I dati su volumi e prezzi delle esportazioni sono destagionalizzati.

In un'ottica di più lungo periodo, il saldo cumulato su dodici mesi fino a febbraio del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 31,1 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,4 per cento del PIL) contro i 48,3 miliardi nello stesso periodo dello scorso anno (cfr. figura 28). Ciò è principalmente ascrivibile al minore avanzo dei beni, il quale ha riflesso un calo (del 2,3 per cento) di valore delle esportazioni in quanto la ripresa osservata a partire dal terzo trimestre del 2003 non ha pienamente compensato la flessione precedente. L'aumento del disavanzo nel conto dei trasferimenti correnti è stato controbilanciato dal calo di quello dei redditi, mentre l'avanzo dei servizi è rimasto sostanzialmente invariato.

La disaggregazione dei dati sull'interscambio per volumi e prezzi – sulla base delle Statistiche sul commercio estero di Eurostat aggiornate a dicembre 2003 – sembra indicare che l'aumento di valore delle esportazioni registrato nella seconda metà del 2003 sia principalmente riconducibile all'incremento di volume delle stesse. Ciò è in linea con il rafforzamento della domanda osservato durante il periodo. Nel contempo i prezzi in euro delle esportazioni sono scesi in misura soltanto marginale, in contrasto con la più marcata flessione che li aveva contraddistinti a partire dall'inizio della fase di apprezzamento dell'euro nel secondo trimestre del 2002 (cfr. figura 29). Per quanto riguarda le importazioni, il recupero di valore dei beni importati nell'ultimo trimestre del 2003 ha riflesso soprattutto l'espansione dei volumi in quanto i prezzi sono rimasti quasi invariati. L'incremento di volume è in linea con la progressiva ripresa della domanda interna, in particolare nelle categorie di spesa ad alta intensità di importazioni. Allo stesso tempo, la stabilità complessiva dei prezzi costituisce la risultante di andamenti opposti di alcune componenti fondamentali: di fatto, il calo di prezzo dei prodotti dell'industria manifatturiera è stato compensato dal rincaro delle materie prime.

#### CONTO FINANZIARIO

In febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 12,2 miliardi di euro. Tale risultato è riconducibile ai flussi netti in entrata sia per investimenti diretti (7,8 miliardi) sia per investimenti di portafoglio in strumenti di debito

(4,4 miliardi), in quanto i flussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari sono risultati in equilibrio.

Sull'andamento degli investimenti diretti ha influito soprattutto la categoria "debito (principalmente prestiti intersocietari)", in un contesto in cui le imprese non residenti hanno accresciuto i prestiti intersocietari concessi alle consociate dell'area. Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono riconducibili al fatto che gli acquisti netti di obbligazioni e *notes* da parte di non residenti hanno sopravanzato quelli di strumenti di debito esteri effettuati dai residenti dell'area.

Il conto degli "Altri investimenti" ha registrato deflussi netti (per 11,5 miliardi di euro), ascrivibili soprattutto all'incremento netto delle attività sull'estero a lungo termine detenute dalle istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro escluso l'Eurosistema.

In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a febbraio gli investimenti diretti e di portafoglio si sono pressoché bilanciati nel loro insieme mentre nel corrispondente periodo fino a febbraio 2003 avevano registrato afflussi netti per 159,1 miliardi di euro. Ciò riflette principalmente la netta contrazione dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (cfr. figura 30), a sua volta in larga parte riconducibile al fatto che – in termini netti – gli acquisti sia di titoli azionari sia di strumenti di debito esteri da parte dei residenti sono aumentati (rispettivamente di 74,8 e 56,8 miliardi di euro). Nel periodo, gli investimenti effettuati da non residenti in titoli dell'area si sono mantenuti su livelli sostanzialmente simili, anche se – nella categoria dei titoli di debito – è diminuita l'incidenza degli strumenti del mercato monetario a vantaggio di quelli a più lunga scadenza (obbligazioni e *notes*).

Fattori alla base di questa dinamica degli investimenti di portafoglio potrebbero essere la minore incertezza geopolitica e il miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale osservato a partire dalla seconda metà del 2003. Le conseguenti prospettive di una maggiore redditività delle imprese – in presenza di tassi di interesse bassi – in altre parti del mondo sembrano avere incoraggiato gli investitori dell'area ad assumere un comportamento meno avverso al rischio e investire in particolare in titoli azionari esteri. Nel contempo, considerazioni di rendimento potrebbero spiegare in parte il maggiore interesse degli investitori esteri ad acquistare obbligazioni e *notes* dell'area.

#### REVISIONE DEI DATI

Oltre alle statistiche mensili riferite a febbraio 2004, di recente sono stati pubblicati i dati di bilancia dei pagamenti rivisti per il 2001, il 2002 e il 2003 e ulteriori disaggregazioni relative al quarto trimestre del 2003 (per informazioni più dettagliate, cfr. la tavola 7.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

A seguito di queste revisioni, il disavanzo registrato dal conto corrente dell'area dell'euro nel 2001 è stato corretto al rialzo (da 14,5 a 16,7

**Figura 30 Investimenti diretti e di portafoglio nell'area dell'euro**

(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.

miliardi di euro), mentre gli avanzi riferiti al 2002 e al 2003 sono stati abbassati (rispettivamente da 67,0 e 28,5 miliardi di euro a 54,5 e 26,1 miliardi). La correzione principale ha riguardato i redditi da investimenti diretti relativi al 2002.

Nel conto finanziario, le variazioni più importanti hanno interessato i deflussi netti per investimenti diretti esteri riferiti al 2002 e al 2003, che sono stati corretti al ribasso (rispettivamente da 41,5 e 19,5 miliardi di euro a 4,7 e 9,9 miliardi) soprattutto per effetto della revisione delle stime concernenti le transazioni relative ad azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti nel settore non IFM. Nel complesso, le suddette revisioni hanno comportato un calo sostanziale degli errori ed omissioni per il 2002 e il 2003.

## ARTICOLI

# L'ECONOMIA DELL'UE DOPO L'ADESIONE DEI NUOVI STATI MEMBRI

*Il 1° maggio 2004 l'Unione europea (UE) ha salutato l'ingresso di dieci nuovi paesi nel contesto dell'ampliamento più significativo dall'epoca della sua istituzione. Tuttavia, rispetto ai precedenti ampliamenti, il peso economico dei nuovi Stati membri è relativamente modesto. Di conseguenza, gli indicatori statistici macroeconomici dell'intera UE non hanno subito cambiamenti rilevanti. Di fatto, tra le variazioni di maggior rilievo figurano un incremento del 20 per cento della popolazione totale e un aumento del 5 per cento del PIL complessivo. In un'ottica di più lungo periodo, questo allargamento potrebbe contribuire positivamente alla crescita e al benessere economici dell'insieme dell'UE. Ampliando l'ambito di applicazione delle "quattro libertà" (libera circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro) l'estensione del mercato unico dovrebbe accrescere la concorrenza e creare delle economie di scala. Tuttavia, la misura e la rapidità con cui tali effetti si produrranno dipendono da molteplici fattori, non da ultimo dalle politiche economiche dei preesistenti e dei nuovi Stati membri.*

*Quest'articolo esamina alcune delle principali caratteristiche macroeconomiche dell'UE allargata. Inoltre, vi sono discusse alcune potenziali implicazioni a più lungo termine dell'ampliamento per la crescita e il benessere economici, con particolare attenzione agli aspetti connessi alle "quattro libertà" del mercato unico.*

### 1 INTRODUZIONE

Il 1° maggio 2004, dopo diversi anni di accurati preparativi, dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo – Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacchia, Slovenia – sono diventati membri dell'UE. L'adesione di questi paesi crea nuove opportunità, in termini di scambi commerciali e di investimenti, tanto per i preesistenti quanto per i nuovi Stati membri. Questo articolo esamina una serie di implicazioni economiche dell'ampliamento dell'UE.

La sezione 2 illustra le principali caratteristiche macroeconomiche dell'UE prima e dopo l'adesione dei nuovi Stati membri. Vengono, inoltre, effettuati dei raffronti con gli Stati Uniti e il Giappone. Nella sezione 3 sono poi discusse le implicazioni dell'ampliamento per la crescita e il benessere economici nell'UE. Poiché una valutazione esaustiva delle implicazioni economiche dell'ampliamento esula dall'ambito di quest'articolo, l'attenzione è dedicata a una serie di aspetti connessi alle "quattro libertà" del mercato unico. Altre implicazioni dell'ampliamento, quali l'impatto sui Fondi strutturali e di coesione dell'UE e sulla Politica agricola comune, non sono affrontate in questa sede.

### 2 PRINCIPALI CARATTERISTICHE MACROECONOMICHE DELL'UE ALLARGATA AI NUOVI STATI MEMBRI

L'ampliamento dell'UE a dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo non modifica nella sostanza le principali caratteristiche dell'economia dell'Unione, poiché il peso economico dei nuovi Stati membri è relativamente modesto. È tuttavia aumentata la diversità economica all'interno dell'UE, dato che i nuovi Stati membri ancora differiscono per molti aspetti, di tipo istituzionale e strutturale, dai preesistenti paesi membri. Nel breve termine, l'adesione dei nuovi Stati membri avrà un impatto al rialzo, da un punto di vista statistico, sulla crescita del PIL reale dell'UE, poiché l'espansione del prodotto in tali paesi è maggiore di quella dei paesi membri dell'UE-15. La tavola illustra le principali caratteristiche macroeconomiche dell'UE ampliata (confrontata con la precedente Unione a 15 membri, con gli Stati Uniti e il Giappone), utilizzando i dati disponibili più aggiornati di fonti diverse. Ove necessario, i raffronti tra l'Unione esistente e l'Unione allargata, gli Stati Uniti e il Giappone sono basati sulla conversione dei dati nazionali in una valuta comune, ai tassi di cambio nominali medi prevalenti nel periodo corrispondente, salvo diversa indicazione.

## Principali indicatori economici dell'UE con e senza i nuovi Stati membri

	Periodo di riferimento	Unità di misura	UE-15	UE-25	Stati Uniti	Giappone
Popolazione <sup>1)</sup>	2004	milioni	380,8	454,9	291,4	127,7
PIL (quota del PIL mondiale) <sup>2)</sup>	2002	%	26,8	28,1	32,5	12,3
PIL	2002	miliardi di euro	9.172	9.615	10.980	4.235
	2002	PPA migliaia	8.921	9.741	9.422	3.067
PIL pro capite	2002	migliaia di euro	24,0	21,1	37,7	33,2
	2002	PPA migliaia	23,3	21,4	32,7	24,1
Produttività del lavoro per persona impiegata	2002	indice PPA (UE-15 = 100)	100	92,8	118,9	87,9
Esportazioni	2002	% del PIL	10,9	9,5	6,5	9,9
Importazioni	2002	% del PIL	10,8	9,8	11,1	7,6
Settori produttivi <sup>3)</sup>						
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2002	% del PIL	2,0	2,1	1,3	1,3
Industria (incluse le costruzioni)	2002	% del PIL	27,0	27,2	21,6	29,1
Servizi	2002	% del PIL	71,0	70,7	77,1	69,6
Spesa pubblica per istruzione	2000	% del PIL	4,9	4,9	4,8	3,6
Spesa per ricerca e sviluppo	2001	% del PIL	2,0	1,9	2,7	3,1
Tasso di disoccupazione	2003	%	8,0	9,0	6,0	5,3
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro <sup>4)</sup>	2002	%	69,6	68,9	76,6	75,7
Tasso di occupazione <sup>5)</sup>	2002	%	64,3	62,9	71,2	65,2
Amministrazioni pubbliche <sup>6)</sup>						
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2002	% del PIL	-2,0	-2,1	-3,4	-6,1
Spese	2002	% del PIL	48,0	48,0	32,4	38,7
Entrate	2002	% del PIL	46,0	45,9	29,0	32,6
Debito lordo	2002	% del PIL	62,5	61,5	45,7	134,6
Depositi bancari <sup>7)</sup>	2002	% del PIL	81,5	80,1	44,0	118,8
Prestiti al settore privato (consistenze) <sup>8)</sup>	2002	% del PIL	97,1	94,2	51,2	101,0
Capitalizzazione del mercato azionario	2002	% del PIL	57,8	55,9	94,7	46,8

Fonti: Eurostat, Commissione Europea, FMI, BRI, BCE, World Federation of Exchanges, Bank of Japan e US Federal Reserve.

1) 1° gennaio 2004; Giappone: 1° aprile 2004.

2) Le quote del PIL sono calcolate sulla base dei PIL nazionali espressi in dollari.

3) In base al valore aggiunto lordo a prezzi correnti.

4) Definito come rapporto tra la forza lavoro e la popolazione in età lavorativa (compresa tra 15 e 64 anni).

5) Definito come rapporto tra il numero delle persone impiegate e la popolazione in età lavorativa (compresa tra 15 e 64 anni; per il Giappone: età compresa tra 15 e 70 anni).

6) Entrate, spese e disavanzo in base alla definizione SEC 95. Il debito lordo è calcolato secondo le definizioni della procedura dei disavanzi eccessivi. Giappone: dati riferiti al 2001.

7) UE-15 e UE-25: totale dei depositi presso le IFM; Stati Uniti: depositi a vista, a termine e a risparmio presso istituzioni bancarie; Giappone: depositi a vista e a termine presso banche di deposito.

8) UE-15 e UE-25: prestiti delle IFM a residenti; Stati Uniti: prestiti delle banche commerciali, banche di depositi e banche di credito cooperativo; Giappone: prestiti al settore privato.

### POPOLAZIONE E ATTIVITÀ ECONOMICA

L'ultimo ampliamento ha determinato una crescita del 20 per cento circa della popolazione dell'UE, che raggiunge un totale di 455 milioni di abitanti. Dal punto di vista della popolazione, questo è il maggiore ampliamento dalla istituzione, nel 1957, dell'UE (denominata all'epoca Comunità economica europea). In termini di popolazione, l'UE-25 è la maggiore entità economica nell'ambito dei paesi industriali. A titolo di confronto, le popolazioni degli Stati Uniti e del Giappone sono pari rispettivamente a meno di due terzi e a un terzo alla popolazione dell'UE-25.

Nel 2002 l'attività economica nei paesi che formano l'UE-25, misurata in termini di PIL, è stata di poco superiore a 9.600 miliardi di euro e, sulla base degli attuali tassi di cambio, i nuovi Stati membri vi hanno concorso per il 4,8 per cento. In una prospettiva storica, la dimensione economica di questo ampliamento è relativamente limitata. Ad esempio, l'adesione di Spagna e Portogallo alla Comunità europea nel 1986 (che all'epoca era composta da dieci paesi) determinò un aumento del PIL totale della UE lievemente superiore all'8 per cento e l'ampliamento ad Austria, Finlandia e Svezia nel 1995 incrementò il PIL totale di poco più

del 7 per cento. In base ai dati relativi al PIL e ai tassi di cambio riferiti al 2002, l'adesione dei nuovi Stati membri farebbe crescere la quota del PIL dell'UE sul totale mondiale dal 26,8 al 28,1 per cento. Va, tuttavia, rilevato che questi confronti internazionali sono fortemente influenzati dall'andamento dei tassi di cambio, sebbene sia possibile ovviare a tale inconveniente facendo ricorso alle parità dei poteri d'acquisto (PPA). La Parità dei poteri d'acquisto è un tasso di conversione valutaria in base al quale gli indicatori economici in valuta nazionale vengono espressi in una valuta comune convenzionale che equipara il potere d'acquisto delle diverse valute nazionali. Sulla base dei dati del 2002, l'ultimo ampliamento accresce, in termini di PPA, il PIL dell'UE del 9,2 per cento; la dimensione dell'economia dell'UE-25 risulta in tal modo maggiore di quella degli Stati Uniti.

Poiché i nuovi Stati membri hanno una popolazione relativamente numerosa rispetto al loro livello di attività economica, la loro adesione comporta una riduzione del livello medio del PIL pro capite nell'UE. In termini di PPA, tuttavia, il livello del PIL pro capite nei nuovi Stati membri è maggiore di quello misurato sulla base degli attuali tassi di cambio, dato il livello dei prezzi più basso nei nuovi Stati membri rispetto all'UE-15. Pertanto, la riduzione del PIL pro capite dell'UE conseguente all'adesione dei nuovi Stati membri è meno pronunciata in termini di PPA. Rispetto agli Stati Uniti e al Giappone, il PIL pro capite dell'UE-25 è relativamente basso, benché nel 2002 la differenza, in termini di PPA, sia molto più limitata nel confronto con il Giappone.

#### POSIZIONE SULL'ESTERO

Le caratteristiche fondamentali dell'UE, descritte in questa sezione, corrispondono in genere a una media ponderata dei singoli Stati membri. Un'eccezione di rilievo è il fatto che, con l'ampliamento, gli scambi commerciali dell'UE-15 con i nuovi Stati membri e di questi al loro interno diventano scambi intra-UE. Pertanto non sono più rilevati come commercio internazionale. Per contro, gli scambi tra i nuovi Stati membri e il resto del mondo confluiscono

ora nell'interscambio esterno all'UE-25. L'adesione dei nuovi Stati membri riduce lievemente l'apertura commerciale dell'Unione, poiché gli scambi commerciali tra l'UE-15 e i nuovi Stati membri sono maggiori di quelli tra i nuovi Stati membri e i paesi al di fuori dell'UE-15. Nel 2002, le esportazioni di beni dell'UE ampliata sono state pari al 9,5 per cento del PIL, contro il 6,5 e il 9,9 per cento rispettivamente di Stati Uniti e Giappone.

#### STRUTTURA DELLA PRODUZIONE

La struttura della produzione nei nuovi Stati membri è caratterizzata da un'incidenza sul PIL lievemente maggiore, rispetto alla media dei 15 vecchi paesi dell'UE, di agricoltura e industria e leggermente minore del settore dei servizi. Di conseguenza, l'adesione dei nuovi Stati membri ha determinato solo delle variazioni minime nell'incidenza di questi macro-settori sul PIL dell'UE. Le differenze settoriali rispetto all'UE-15 tendono a essere più pronunciate in termini di distribuzione dell'occupazione all'interno di tali settori. I nuovi Stati membri mostrano tutti notevoli differenze per quanto riguarda le quote settoriali e la distribuzione dell'occupazione. Tale diversità è ancor più pronunciata all'interno dei macro-settori dell'industria e dei servizi. Rispetto agli Stati Uniti e al Giappone, nell'UE il settore dell'agricoltura è relativamente ampio, mentre la dimensione del settore industriale è maggiore di quella degli Stati Uniti e minore di quella del Giappone. Il settore dei servizi ha un peso maggiore nell'UE che in Giappone mentre il suo peso è inferiore a quello degli Stati Uniti.

#### MERCATO DEL LAVORO

Poiché il tasso di disoccupazione medio nei nuovi Stati membri è più elevato di quello dei paesi dell'UE-15, l'adesione dei nuovi Stati membri ha portato a un lieve incremento del tasso di disoccupazione nell'UE-25. Nonostante una riduzione alla fine degli anni novanta, nell'UE-15 e nell'UE-25 la disoccupazione resta significativamente superiore a quella di Stati Uniti e Giappone. Nell'ultimo decennio, i tassi di disoccupazione nei nuovi paesi membri dell'Europa centrale e orientale sono cresciuti e le differenze regionali sono aumentate, come conseguenza degli aggiu-

stamenti strutturali connessi con la transizione a un'economia di mercato. Tuttavia, le prospettive occupazionali potrebbero migliorare negli anni a venire, perché la riduzione dei posti di lavoro associata al processo di ristrutturazione delle attività potrebbe giungere a termine. Nel più lungo periodo, anche il potenziale di recupero del divario (*catching-up*) in termini di PIL pro capite dei nuovi Stati membri potrebbe contribuire a un miglioramento delle dinamiche dell'occupazione e a una diminuzione della disoccupazione.

L'adesione dei nuovi Stati membri determina una riduzione del tasso di occupazione dell'UE di 1,4 punti percentuali, portandolo al 62,9 per cento. Una scomposizione dei tassi di occupazione nei nuovi Stati membri evidenzia che il tasso di attività degli uomini è nettamente inferiore al livello dei paesi dell'UE-15, mentre il divario è meno considerevole per le donne. Anche il tasso di occupazione dei lavoratori più anziani (compresi tra i 55 e i 64 anni) è sostanzialmente inferiore nei nuovi Stati membri rispetto a quello osservato nell'UE-15. Sono pertanto necessari sforzi ancora maggiori tanto nei preesistenti quanto nei nuovi Stati membri per il raggiungimento dell'obiettivo, di Lisbona di portare l'occupazione al 70 per cento entro il 2010. Rispetto a Stati Uniti e Giappone, il tasso di partecipazione delle forze di lavoro dell'UE è basso. L'effetto combinato di una più bassa partecipazione e di una più elevata disoccupazione nell'UE si traduce in un tasso di occupazione inferiore a quello degli Stati Uniti e del Giappone.

#### **BILANCIO E DIMENSIONE DEL SETTORE PUBBLICO**

L'adesione dei nuovi Stati membri non modifica sostanzialmente la media ponderata del rapporto disavanzo pubblico/PIL dell'UE, malgrado i nuovi Stati membri presentino in genere elevati disavanzi pubblici. Le entrate e la spesa del settore pubblico corrispondono a una quota del PIL lievemente inferiore nei nuovi paesi dell'UE e ciò riduce leggermente l'incidenza del settore delle Amministrazioni pubbliche nell'UE-25 rispetto all'UE-15. Poiché nei nuovi Stati membri la quota del debito pubblico è in genere significativamente inferiore a quella dei vecchi paesi membri

dell'UE, dopo l'ampliamento il rapporto medio debito pubblico/PIL della UE è diventato lievemente più basso.

Il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche, pari nel 2002 al 2,1 per cento nell'UE-25, era inferiore rispetto a Stati Uniti e Giappone. Sempre nel 2002, il settore delle Amministrazioni pubbliche nell'UE-25, dove la spesa ammontava al 48 per cento e le entrate a quasi il 46 per cento, corrispondeva a una quota maggiore dell'economia che negli Stati Uniti e in Giappone. Negli Stati Uniti tale settore concorrevano per appena più del 32 per cento del PIL in termini di spesa e per il 29 per cento del PIL in termini di entrate. In Giappone, all'ampio disavanzo pubblico può contribuire un rapporto fra spesa pubblica e PIL pari a quasi il 39 per cento e un rapporto fra entrate e PIL leggermente inferiore al 33 per cento. L'accumulo dei pregressi disavanzi pubblici emerge dal confronto dei rapporti debito pubblico/PIL della UE e degli Stati Uniti.

#### **STRUTTURA FINANZIARIA**

L'adesione dei nuovi Stati membri non implica cambiamenti significativi nella struttura finanziaria dell'insieme dell'UE. Sebbene il livello di intermediazione finanziaria sia relativamente basso nella maggior parte dei nuovi Stati membri e si concentri prevalentemente sulle banche rispetto all'UE-15, l'ampliamento non incide in misura rilevante sul valore aggregato relativo all'Unione, vista la dimensione relativamente modesta dei settori finanziari della maggior parte dei nuovi Stati membri. I mercati finanziari dei nuovi Stati membri sono in genere meno sviluppati che nell'UE-15. Rispetto agli Stati Uniti, il settore finanziario dell'UE continua a essere maggiormente orientato verso il settore bancario, mentre il ruolo dei mercati azionari nell'intermediazione finanziaria è meno importante. Si può invece affermare il contrario del settore finanziario dell'UE rispetto al Giappone.

### **3 L'IMPATTO DELL'AMPLIAMENTO DELL'UE SU CRESCITA E BENESSERE**

La precedente sezione è incentrata sull'impatto statistico dell'adesione dei nuovi Stati membri su

una serie di dati macroeconomici aggregati per l'UE. Oltre a esercitare un impatto sulle statistiche, l'ampliamento dell'UE influisce anche sugli incentivi e sugli ostacoli alla circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro tra l'UE-15 e i nuovi Stati membri. Sebbene il grado di integrazione economica tra l'UE-15 e i nuovi Stati membri raggiunto prima dell'ampliamento sia notevole e molti effetti siano già visibili, l'ampliamento svolgerà verosimilmente effetti ulteriori sull'integrazione. Tuttavia l'intensità e la velocità con cui questi effetti si concretizzeranno dipendono da molti fattori, quali le future dinamiche e politiche economiche negli Stati membri. Questa sezione esamina alcuni canali attraverso cui l'ampliamento potrebbe influire su crescita e benessere economici nel lungo periodo, incentrandosi sulle "quattro libertà" del mercato unico.

Gli studi esistenti hanno in genere indicato che gli effetti dell'integrazione connessi all'ampliamento produrranno probabilmente dei vantaggi economici sia per i 15 vecchi paesi membri dell'UE che per i nuovi Stati membri, a condizione che vengano perseguite politiche economiche nazionali appropriate. Le stime dei potenziali benefici dell'ampliamento in termini di crescita complessiva del PIL sono di norma positive – sebbene abbastanza limitate – per l'insieme dell'UE, ma sono sostanzialmente più elevate per i nuovi Stati membri data la loro dimensione relativamente modesta<sup>1)</sup>. In aggiunta, una maggiore convergenza nominale nei nuovi Stati membri (inclusa una riduzione dell'inflazione) può contribuire ad accelerare il *catching-up* in termini reali, come dimostrato dall'esperienza di alcuni paesi UE negli anni novanta. I benefici dell'ampliamento non saranno distribuiti uniformemente tra paesi, regioni e settori. Ad esempio, alcuni settori economici potrebbero trarre beneficio più di altri a causa di un'accresciuta domanda dei loro prodotti da parte dei nuovi Stati membri, mentre altri potrebbero essere esposti ad un aumento della concorrenza da parte dei produttori dei nuovi Stati membri.

### SCAMBI COMMERCIALI E CONCORRENZA

Secondo la teoria tradizionale del commercio internazionale, l'integrazione economica esercita due grandi effetti sulla configurazione degli

**Figura 1 Scambi commerciali dell'UE-15 con i nuovi Stati membri**

(quota del totale degli scambi commerciali extra UE-15)



Fonte: Eurostat.

scambi. Si ha creazione di scambi commerciali quando l'integrazione economica determina lo spostamento degli scambi da produttori ad alto costo a produttori a basso costo, incrementando così il volume degli scambi transfrontalieri. La deviazione degli scambi è ottenuta favorendo il commercio tra paesi all'interno di un'area di libero scambio a scapito dei produttori a più basso costo situati al di fuori di tale area.

È chiaro che l'attuazione dei cosiddetti Accordi europei ha portato a un significativo aumento del commercio. Questi accordi bilaterali tra l'UE-15 e gli attuali nuovi Stati membri sono stati conclusi agli inizi e a metà degli anni novanta e hanno istituito un'area di libero scambio per molti prodotti industriali, rimuovendo dazi e restrizioni quantitative. In seguito a tali accordi e ai profondi cambiamenti strutturali operati nei nuovi Stati membri, il commercio dell'UE con tale gruppo di paesi ha registrato una crescita relativamente forte nell'arco degli anni novanta e il gruppo dei nuovi Stati membri è così diventato uno dei principali partner commerciali dei paesi dell'UE-15 (cfr. figura 1). Sebbene gli Accordi europei abbiano implicato l'abolizione

1) Tali stime sono molto sommarie e possono fornire solo un'idea dell'entità degli effetti potenziali. Per un esame recente delle economie dei nuovi Stati membri, cfr. l'articolo *Le economie dei nuovi paesi membri alla vigilia del loro ingresso nell'UE* nel Bollettino di febbraio 2004.

delle barriere formali (dazi e restrizioni quantitative) al commercio di prodotti industriali, le restrizioni sui prodotti agricoli e sui cosiddetti prodotti sensibili (tra cui prodotti chimici, tessili e abbigliamento, calzature, ferro e acciaio e mobili) hanno continuato a esistere fino all'ampliamento. L'adesione all'UE ha definitivamente e irreversibilmente liberalizzato gli scambi tra i nuovi e i vecchi Stati membri anche per questi prodotti.

Oltre agli effetti dell'integrazione descritti in precedenza, l'espansione del mercato unico ha accresciuto il livello della concorrenza e la portata delle economie di scala. È probabile che il livello della concorrenza debba aumentare perché l'adesione dei nuovi Stati membri ha incrementato il numero di fornitori all'interno del mercato unico. Le economie di scala possono verificarsi allorché l'espansione del mercato unico ha ampliato la dimensione del mercato a disposizione dei fornitori. Un aumento della concorrenza e delle economie di scala dovrebbe far diminuire i prezzi e accrescere la produttività, contribuendo così a un innalzamento del tasso di crescita potenziale. Inoltre, l'espansione del mercato unico dovrebbe ampliare la gamma e la varietà dei prodotti a disposizione di produttori e consumatori.

La portata di un miglioramento della competizione e delle economie di scala è rafforzata dalla riduzione delle cosiddette barriere tecniche agli scambi che esistevano prima dell'ampliamento. Le barriere tecniche possono sorgere a causa delle differenze tra le regolamentazioni nazionali sui requisiti dei prodotti quali quelli relativi alla salute pubblica, alla sicurezza, all'ambiente e alla protezione dei consumatori. Il mercato unico mira ad abolire queste barriere tecniche tra Stati membri, istituendo tra le altre cose degli standard di armonizzazione oppure applicando il principio del mutuo riconoscimento delle norme e dei regolamenti di ciascuno Stato membro. Sebbene alcune barriere tecniche siano state rimosse durante l'adozione dell'*acquis communautaire*, nella fase precedente l'accesso all'UE, l'ulteriore rimozione di barriere tecniche dopo l'ampliamento avrà probabilmente un

effetto positivo aggiuntivo sui flussi commerciali. La misura di quest'effetto dipende dall'effettiva attuazione del mercato unico, inclusa il pieno recepimento delle Direttive comunitarie nella legislazione nazionale tanto dei vecchi quanto dei nuovi Stati membri.

### FLUSSI DI CAPITALE E LAVORO

Secondo la teoria economica, l'istituzione della libera circolazione di capitale tra i vecchi e i nuovi Stati membri dovrebbe determinare un flusso di capitali dai paesi dell'UE-15, caratterizzati da una relativa abbondanza di capitali, verso i nuovi Stati membri, dove lo stock di capitale è inferiore e il rendimento marginale del capitale è maggiore. Inversamente, il lavoro dovrebbe affluire dai nuovi Stati membri ai paesi dell'UE-15, dove il rendimento marginale del lavoro (il reddito) è più elevato. Sulla base di questo quadro teorico, la libera circolazione di capitale e lavoro dovrebbe contribuire a un aumento della crescita nell'insieme dell'UE poiché i fattori della produzione si spostano laddove sono maggiormente produttivi. Questo quadro tuttavia è molto semplificato. I flussi migratori, ad esempio, sono influenzati da una serie di altri fattori, quali il tasso di occupazione nel paese d'origine e di destinazione, la distanza geografica e le differenze tra paesi in termini di cultura e lingua.

I nuovi Stati membri hanno in larga misura liberalizzato la circolazione di capitale all'inizio del processo di transizione, anticipando gli obblighi per l'accesso all'UE. Gli investimenti diretti esteri (IDE) costituiscono di gran lunga la quota maggiore del totale complessivo degli afflussi netti di capitale privato verso i nuovi Stati membri, rispecchiando inoltre il ruolo degli IDE quale fonte di finanziamento nel processo di privatizzazione. La quota dei flussi di IDE dai paesi dell'UE-15 verso i nuovi Stati membri è aumentata negli ultimi anni, in connessione con la prospettiva dell'adesione all'UE (cfr. figura 2). Più specificamente, alcune imprese dei vecchi Stati membri hanno mostrato la tendenza a spostare parti della loro catena produttiva ad alta intensità di lavoro nei nuovi Stati membri. Le prospettive per i flussi

**Figura 2 Flussi degli IDE dall'UE-15 ai nuovi Stati membri**

(quota del totale dei flussi IDE extra UE-15)



Fonte: Eurostat.

degli IDE dipendono da una serie di fattori quali prezzi, costi di trasporto, nonché regolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi nelle economie in questione. Da un lato, si prevede che la diminuzione dei rischi associati con l'ingresso nell'UE sosterrà l'afflusso di IDE verso i nuovi Stati membri. Dall'altro lato, la fine del processo di privatizzazione nella maggior parte dei nuovi Stati membri potrebbe ridurre il ruolo degli IDE.

Contrariamente a quanto avviene per beni, servizi e capitale, le limitazioni alla circolazione del lavoro tra i nuovi e i vecchi Stati membri permangono. Agli Stati membri è consentito l'utilizzo di un periodo di transizione per posticipare la libera circolazione dei lavoratori e la maggior parte dei preesistenti paesi dell'UE ha mantenuto le restrizioni dopo l'ampliamento. Tuttavia, diversi Stati membri dell'UE-15 accordano ai cittadini dei nuovi Stati membri il diritto all'immigrazione temporanea. Gli afflussi di forza lavoro dai nuovi Stati membri sono stati perciò convogliati verso settori caratterizzati da un elevato grado di stagionalità, quali l'agricoltura e il turismo.

Molti studi indicano che i futuri flussi migratori verso gli attuali paesi dell'UE saranno probabilmente modesti rispetto alla dimensione delle forze lavoro nell'UE. Tuttavia, l'intervallo delle stime è piuttosto ampio e riflette una considerevole incertezza. Gli studi sulle implicazioni dell'ampliamento per la migrazione sono basati su metodologie molto diverse, quali sondaggi d'opinione,

estrapolazioni dalle precedenti migrazioni da sud a nord e analisi di passati episodi migratori in modelli econometrici. La maggior parte degli studi prevede un potenziale migratorio a lungo termine pari sostanzialmente all'1-4 per cento dell'attuale popolazione nei nuovi Stati membri. È importante ricordare che queste proiezioni sono spesso basate su ipotesi *ad hoc* relative alle determinanti dei flussi migratori, quali i differenziali futuri di disoccupazione e reddito tra i nuovi e i vecchi Stati membri. Inoltre, va sottolineato che queste cifre corrispondono a dati medi e che la distribuzione dei flussi migratori negli attuali Stati membri è verosimilmente difforme tra paesi e regioni.

#### 4 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Il 1° maggio 2004 l'UE è stata oggetto dell'ampliamento più significativo dalla sua creazione, passando da 15 a 25 Stati membri e da 381 a 455 milioni di abitanti. Dato che il peso economico dei nuovi Stati membri è relativamente modesto, in termini statistici i dati aggregati macroeconomici relativi all'economia dell'UE non sono fondamentalmente mutati. Di fatto, le variazioni di maggior rilievo nell'UE sono l'aumento del 20 per cento della popolazione e l'incremento del 5 per cento del PIL. Inoltre, poiché i nuovi Stati membri hanno una popolazione elevata rispetto al livello di attività economica, la loro adesione implica un abbassamento del livello medio del PIL pro capite nell'UE.

Nel più lungo periodo, l'ampliamento contribuirà probabilmente in modo positivo alla crescita e al benessere economici nell'insieme dell'UE, sebbene i vantaggi dell'ampliamento potrebbero non essere distribuiti uniformemente tra paesi, regioni e settori. L'estensione del mercato unico, ampliando la portata della libera circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro, dovrebbe accrescere la concorrenza e le economie di scala. Ciò dovrebbe far diminuire i prezzi e aumentare la produttività, contribuendo così a un incremento del tasso di crescita sostenibile nell'UE. L'intensità e la velocità con cui tali effetti si concretizzeranno dipenderanno, tra le altre cose, dalle politiche economiche nei vecchi e nei nuovi Stati

membri. In particolare, le politiche macroeconomiche dovrebbero essere mirate alla stabilità e dovrebbero attuare riforme strutturali per accrescere la flessibilità dei mercati, includendo anche un deciso e tempestivo completamento del mercato unico allargato. Pertanto l'ampli-

mento ha reso ancora più importante il pieno sfruttamento del potenziale del mercato unico tramite la soppressione di eventuali barriere residue alla libera circolazione di beni, servizi, capitale e lavoro e di eventuali residui ostacoli alla concorrenza.

## IL TASSO DI INTERESSE REALE NATURALE NELL'AREA DELL'EURO

*Nella letteratura economica, il tasso di interesse reale “naturale o “neutrale” è spesso definito come il tasso di interesse reale a breve termine coerente con un prodotto pari al suo livello potenziale e con un tasso d’inflazione stabile. Nel breve periodo, tuttavia, i tassi di interesse si scostano da quello naturale in quanto l’economia risente tipicamente di shock economici che possono costituire un rischio per la stabilità dei prezzi. Una banca centrale che persegue una politica orientata alla stabilità utilizzerà allora lo strumento dei tassi di interesse per portare i tassi reali a breve termine al livello inferiore o superiore a quello naturale necessario per contrastare gli effetti degli shock sull’andamento dei prezzi.*

*Da un punto di vista concettuale, il tasso di interesse reale naturale costituisce un importante punto di riferimento per la politica monetaria e potenzialmente, in teoria, un utile indicatore dell’orientamento monetario. In pratica, tuttavia, esso non è direttamente osservabile e può essere soltanto stimato sulla base di ipotesi specifiche e con un elevato grado di incertezza. Per tale ragione risulta difficile utilizzarlo nella conduzione quotidiana della politica monetaria.*

*Da un punto di vista empirico, il presente articolo affronta vari aspetti riguardanti l’andamento nell’area dell’euro del tasso di interesse reale naturale stimato sulla base di ipotesi specifiche. La conclusione principale consiste nel fatto che in generale tale tasso sembra essere andato calando negli ultimi dieci anni. Questo riflette fattori quali il rallentamento della produttività e dell’incremento demografico nell’area, la riduzione dei premi per il rischio di inflazione, la scomparsa dei premi per il rischio di cambio all’interno dell’area dopo l’introduzione dell’euro e il processo di risanamento dei conti pubblici nei paesi dell’area prima dell’avvio della Terza fase dell’Unione economica e monetaria (UEM).*

### I INTRODUZIONE

Il tasso di interesse reale è il rendimento espresso in termini reali che un prestatore ottiene dal suo investimento, vale a dire il rendimento deflazionato con la variazione dell’indice dei prezzi attesa tra il momento in cui i fondi vengono concessi in prestito e quello in cui sono restituiti. Se il tasso di interesse reale è relativamente basso rispetto al proprio livello di equilibrio, indebitarsi costa relativamente poco in termini reali e – *coeteris paribus* – risulta più facile finanziare i consumi e gli investimenti. Se invece tale tasso è relativamente elevato, colui che richiede un prestito per finanziare i propri consumi e investimenti affronterà costi di finanziamento relativamente alti in termini reali.

Nel lungo periodo, i tassi di interesse reali sono determinati principalmente da fattori di natura reale, quali ad esempio il tasso di crescita della produttività e la propensione delle famiglie ad anticipare o ritardare la spesa per consumi. A breve termine, invece, possono dipendere dal-

l’orientamento di politica monetaria. Modificando il tasso di interesse nominale a breve termine, una banca centrale può controllare quello reale grazie alla rigidità dei prezzi nel breve periodo.

In tale contesto, gli economisti hanno sviluppato il concetto di tasso di interesse reale “naturale” o “neutrale”, spesso definito come il tasso di interesse reale a breve termine coerente nel lungo periodo – entro il quale ci si attende che i prezzi si adeguino in modo flessibile agli shock che periodicamente colpiscono l’economia – con il prodotto al suo livello potenziale (o sostenibile) e con un tasso d’inflazione stabile. Pertanto, il suddetto concetto risulta potenzialmente importante per le autorità monetarie. Al pari del prodotto potenziale, tuttavia, il tasso di interesse reale naturale non è direttamente osservabile. Può soltanto essere stimato sulla base di ipotesi specifiche, con risultati che dipendono in modo cruciale da queste ultime.

Il presente articolo affronta vari aspetti connessi al tasso di interesse reale naturale nell’area dell’euro.

La sezione 2 ne descrive le determinanti fondamentali da un punto di vista concettuale, mentre la 3 presenta l'andamento di tali determinanti nell'area dell'euro durante gli ultimi decenni e illustra i risultati di alcuni esercizi empirici intesi a stimare l'evoluzione recente del tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro. La sezione 4 spiega le implicazioni di politica monetaria insite nel concetto di tasso di interesse reale naturale e – infine – la sezione 5 trae le conclusioni.

## 2 LE DETERMINANTI DEL TASSO DI INTERESSE REALE NATURALE

La letteratura economica individua varie determinanti del tasso di interesse reale naturale. Il presente articolo illustra in modo esplicito le più importanti: il profilo temporale delle preferenze dei consumatori; l'incremento demografico e della produttività; la politica fiscale e i premi per il rischio; la struttura istituzionale dei mercati finanziari. In termini generali, il primo fattore riguarda le preferenze, il secondo la tecnologia e la demografia, mentre gli altri attengono principalmente al contesto istituzionale e alla definizione della politica macroeconomica.

Le determinanti più intuitive e dirette del tasso di interesse reale naturale sono quelle ancorate alle decisioni delle famiglie circa il profilo temporale dei propri consumi e risparmi.

Ad esempio, a parità di altre condizioni un calo dell'importanza attribuita dalle famiglie ai consumi futuri in rapporto a quelli presenti – generalmente noto come riduzione del “fattore di sconto” delle famiglie – indurrà queste ultime ad anticipare i consumi riducendo i risparmi. In tale situazione, il tasso di interesse reale di equilibrio dovrà salire per fare in modo che – nell'insieme – i risparmi restino pari agli investimenti. Pertanto, una maggiore propensione delle famiglie a scontare il futuro fa innalzare il tasso di interesse reale di equilibrio. Più in generale, variazioni nel profilo temporale delle preferenze delle famiglie determinano delle fluttuazioni nel tasso di interesse reale naturale.

Benché il nesso fra il fattore di sconto delle famiglie e il tasso di interesse reale di equilibrio sia intuitivo, occorre tenere presente che il primo è un concetto prevalentemente teorico. In pratica, le preferenze intertemporali delle famiglie non sono osservabili ed è pertanto difficile valutarne gli effetti sui fattori di sconto e sui tassi di interesse reali.

Con riferimento alle imprese, una più rapida crescita della produttività comporta rendimenti maggiori sugli investimenti fisici e, di conseguenza, stimola la domanda. Per generare risparmi sufficienti a soddisfare la domanda di investimenti, il tasso di interesse reale naturale deve salire. Un incremento di produttività può inoltre influire sulla domanda e sull'offerta di fondi dei consumatori nella misura in cui si ripercuote sul tasso di crescita atteso dei redditi delle famiglie. Se prevedono di avere redditi futuri superiori in termini reali, queste ultime possono essere indotte ad accrescere il rapporto consumi/reddito presente rispetto a quello futuro. Ciò esercita ancora una volta un pressione verso l'alto sul tasso di interesse reale naturale in equilibrio.

Un più rapido incremento del numero di persone in età lavorativa determina di norma l'espansione delle forze di lavoro. Poiché i nuovi lavoratori necessitano di capitali, possono rendersi necessari maggiori investimenti da parte delle imprese. Nella misura in cui ai maggiori investimenti necessari per un numero crescente di soggetti in età lavorativa non corrisponde un incremento dei risparmi, il tasso di interesse reale naturale potrebbe dover salire al fine di mantenere l'equilibrio.

Alle suddette determinanti fondamentali, se ne aggiungono altre (quali la politica fiscale, i premi per il rischio e la struttura istituzionale dei mercati finanziari) che potrebbero incidere in misura significativa sul tasso di interesse reale naturale.

Per quanto concerne innanzitutto la politica fiscale, il comportamento dei governi – che di norma sono importanti prenditori o prestatori netti di fondi – può influire notevolmente sul

tasso di interesse reale in quanto fattore di equilibrio tra la domanda e l'offerta di finanziamenti. Un disavanzo di bilancio ampio e persistente che debba essere finanziato con l'emissione di titoli di stato necessiterà di una corrispondente domanda di risparmio da parte del settore privato. Se gli operatori privati decidessero di accrescere il risparmio per compensare il probabile aumento futuro dell'imposizione fiscale, ciò non influirebbe sul tasso di interesse reale naturale. In tal caso, infatti, l'aumento dei risparmi corrisponderebbe esattamente a quello del fabbisogno della pubblica amministrazione e non avrebbe conseguenze per il tasso reale che mantiene in equilibrio il mercato dei capitali. Se invece gli operatori non adeguassero appieno il livello dei loro risparmi in risposta all'incremento del disavanzo di bilancio, si renderebbe necessario un aumento del tasso di interesse reale naturale al fine di mantenere l'equilibrio. Un esempio importante della natura non neutrale delle decisioni di bilancio è rappresentato dal settore della previdenza sociale. È stato rilevato che, di norma, un aumento delle prestazioni sociali determina una riduzione dei risparmi privati in quanto le famiglie sono incoraggiate a ridurre gli accantonamenti per la vecchiaia. Di conseguenza, è necessario un tasso di interesse reale più elevato per finanziare i maggiori disavanzi dei sistemi previdenziali.

Oltre ai suddetti fattori possono risultare in realtà importanti anche i premi per il rischio. Sul tasso di interesse reale naturale influiscono ad esempio i premi per il rischio di cambio e di inflazione. Essi sono spesso interconnessi in quanto generalmente la credibilità di una valuta dipende in larga misura dal regime di politica monetaria e dal livello di inflazione. Ciò vuol dire che, ad esempio, i premi per il rischio di cambio possono essere superiori nei paesi in cui il tasso d'inflazione è alto e volatile e la credibilità della politica monetaria è bassa.

Le incertezze connesse all'inflazione e alla credibilità di una valuta, che trovano riflesso nei premi per il rischio di inflazione e di cambio, possono aumentare i costi di finanziamento. Questo introduce un elemento di distorsione nel

funzionamento efficiente dei mercati dei capitali. Pertanto, il mantenimento della stabilità dei prezzi e della credibilità della valuta aiutano in misura fondamentale i mercati finanziari ad assegnare le risorse in modo efficiente nel tempo accrescendo di conseguenza il potenziale di crescita dell'economia.

Infine, in tutte le economie moderne i risparmi e gli investimenti sono veicolati attraverso i mercati finanziari. La struttura istituzionale dei mercati finanziari può quindi rappresentare un altro fattore importante nella determinazione del tasso di interesse reale naturale. L'efficienza di tali mercati contribuisce in misura considerevole all'allocazione ottimale dei risparmi nel tempo e nei vari progetti di investimento. Ad esempio, una migliore struttura di mercato può ampliare il ventaglio di attività disponibili ai risparmiatori in termini di rendimento, rischio e liquidità. Ciò potrebbe avere l'effetto complessivo di indurre le famiglie ad accrescere i propri risparmi, determinando pertanto un tasso di interesse reale di equilibrio inferiore.

Le suddette considerazioni suggeriscono che un livello elevato o ridotto del tasso di interesse reale naturale non può essere interpretato necessariamente come un fattore positivo o negativo per l'economia. A seconda dei fattori che lo hanno determinato, un tasso elevato potrebbe essere per esempio sintomatico di un'economia sana e in rapida crescita oppure di una soggetta a numerose inefficienze e distorsioni. Per poter valutare le implicazioni del tasso di interesse reale naturale in termini di benessere economico è pertanto sempre fondamentale comprendere le determinanti del suo andamento.

### 3 IL TASSO DI INTERESSE REALE NATURALE NELL'AREA DELL'EURO

Come è stato indicato in precedenza, il tasso di interesse reale naturale è il valore di equilibrio attorno al quale oscillerebbe nel medio-lungo periodo il tasso di interesse reale a breve in un contesto di prezzi stabili. Per poter ottenere delle informazioni sul suo andamento nell'area

dell'euro durante gli scorsi decenni, può risultare utile iniziare la presente sezione con un'analisi dei tassi di interesse reali effettivi per poi fornire – nella seconda parte – alcune stime del tasso naturale e un esame più approfondito delle sue possibili determinanti.

### L'ANDAMENTO DEL TASSO DI INTERESSE REALE NELL'AREA DELL'EURO

Il tasso di interesse reale è difficile da misurare in quanto non è direttamente osservabile. Le autorità possono rilevare soltanto il tasso nominale (corrisposto su strumenti finanziari con scadenze e caratteristiche di rischio diverse) e quello d'inflazione (per il quale, ancora una volta, esistono varie misure). Da questi dati esse devono inferire il tasso di interesse reale utilizzato da famiglie e imprese nelle rispettive decisioni di risparmio e di investimento.

È a questo punto necessario distinguere tra le definizioni *ex post* ed *ex ante* del tasso di interesse reale. Mentre la prima rappresenta il rendimento in termini reali effettivamente ottenuto da un investimento, la seconda denota quello atteso e dovrebbe essere più utile a comprendere le decisioni di risparmio e di investimento.

Nella stima dei tassi di interesse reali *ex ante* si pongono tre problemi di misurazione. Il primo è rappresentato dalla scelta del tasso nominale. Il secondo consiste nell'individuazione dell'indice dei prezzi con il quale deflazionare i rendimenti nominali. Infine, il terzo riguarda le modalità di determinazione delle attese di inflazione.

Per quanto concerne la scelta del tasso di interesse nominale, è consigliabile utilizzare quello di uno strumento finanziario a breve termine emesso da un'istituzione con un rischio di inadempienza piuttosto stabile in modo da ridurre al minimo gli effetti delle variazioni nei premi per il rischio di inadempienza/credito. Con riferimento all'individuazione dell'indice dei prezzi, occorre tenere presente che nella letteratura empirica sono stati proposti vari deflatori e che il tasso di interesse reale stimato è estremamente sensibile all'indice utilizzato. Una scelta apparentemente naturale ricade su un indice

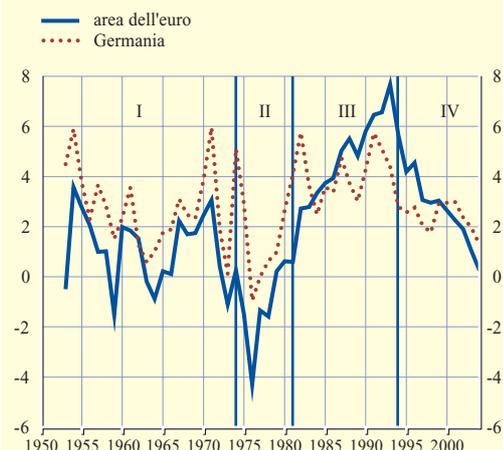
ampio dei prezzi al consumo, che tiene conto dell'aumento del costo della vita per gli operatori economici. Nondimeno, alcuni ritengono che in tale contesto siano preferibili gli indici dei prezzi alla produzione, più pertinenti per le decisioni di investimento in quanto rilevano il prezzo della produzione delle imprese.

Nella determinazione delle attese relative al tasso di inflazione, l'approccio più semplice consiste nell'ipotizzare che esse riflettano semplicemente l'andamento passato dello stesso e che quindi la previsione migliore dell'evoluzione futura del tasso di inflazione sia rappresentata dal suo livello più recente. Questa ipotesi è tuttavia problematica e può essere giustificata nel migliore dei casi per la stima del tasso di interesse reale corrisposto su strumenti finanziari a brevissima scadenza. Su orizzonti superiori a pochi mesi, invece, la differenza fra l'inflazione attuale e quella futura attesa potrebbe essere non trascurabile (cfr. il riquadro *Problematiche connesse all'analisi dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro* a pagina 16 del numero di marzo 1999 di questo Bollettino).

Tenendo conto dei suddetti elementi di cautela, la figura 1 illustra l'evoluzione di una possibile misura del tasso di interesse reale a breve nell'area dell'euro a partire dal 1952. Essa riporta inoltre una serie temporale riferita alla Germania: infatti, poiché nel periodo in esame tale paese aveva evidenziato – fra gli altri paesi europei – i risultati migliori in termini di bassi tassi di inflazione, l'andamento dei tassi di interesse dell'area dell'euro dall'avvio della Terza fase dell'UEM potrebbe risultare più facilmente confrontabile con l'evoluzione passata dei tassi tedeschi che con quella dei tassi medi dell'area nel suo insieme. La misura mostrata in entrambi i casi è la differenza fra la media annua dei tassi di interesse nominali interbancari a tre mesi e la media annua contemporanea dell'incremento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo. Pur naturalmente soggetta ai motivi di cautela indicati sopra, essa costituisce probabilmente la misura più semplice e meno controversa del tasso di interesse reale a breve termine disponibile per l'area dell'euro su un orizzonte temporale così ampio.

**Figura 1 Tassi di interesse reali a breve termine nell'area dell'euro e in Germania**

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

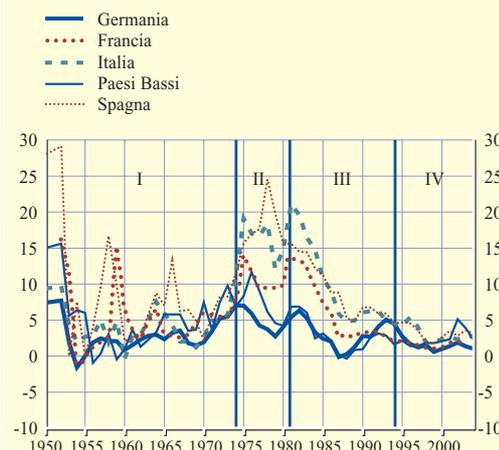


Fonti: BCN, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: tassi di interesse interbancari a 3 mesi o altri tassi di interesse a breve termine deflazionati con l'inflazione annuale sui prezzi al consumo fino al 1990 e successivamente con l'inflazione annuale sull'IAPC.

**Figura 2 Andamenti dell'inflazione nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro**

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



Fonti: BCN, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: inflazione sui prezzi al consumo per i dati prima del 1991, successivamente inflazione sull'IAPC. Per la Germania, è utilizzata l'inflazione sui prezzi al consumo fino al 1996 e sull'IAPC successivamente.

La figura 1 prende in esame quattro periodi diversi. Il primo è compreso fra gli inizi degli anni cinquanta e il 1973, anno in cui gli accordi monetari internazionali basati su tassi di cambio fissi – benché regolabili – che erano stati raggiunti nel dopoguerra furono finalmente abbandonati. In tale periodo, il tasso di interesse reale a breve termine nell'area dell'euro ha oscillato fra -2 e +4 per cento. Per interpretare correttamente tali cifre, occorre tenere presente che sotto diversi punti di vista il contesto istituzionale prevalente in gran parte del periodo si distingue da quello attuale nell'area dell'euro. In particolare, il regime di controllo sui movimenti dei capitali vigente in Europa durante la seconda guerra mondiale e nella fase postbellica limitava in misura significativa le decisioni delle famiglie di assegnare i propri risparmi agli usi più produttivi su scala internazionale. Inoltre, le oscillazioni relativamente ampie subite dall'inflazione in vari paesi negli anni cinquanta hanno influito sulle misure dei tassi a breve termine (cfr. figura 2). Mentre in Germania e – in una certa misura – anche in altri Paesi europei la politica monetaria ha favorito un contesto di forte crescita economica e di inflazione relativamente stabile dopo la fase di stabilizzazione dei primi

anni cinquanta, in altri paesi l'inflazione è stata più volatile e meno prevedibile, soprattutto negli anni sessanta. Tale situazione, unita alle restrizioni sulla mobilità internazionale dei capitali, può pertanto spiegare l'esistenza di tassi di interesse reali negativi anche in presenza di un sensibile incremento della produzione e dei redditi.

L'inizio del secondo periodo coincide con l'abbandono del regime di cambio fisso e l'impenntata dei prezzi petroliferi nel 1973. Gli anni settanta si sono aperti in un contesto di surriscaldamento dell'attività economica, caratterizzato da un'accelerazione dei prezzi al consumo e dei salari in presenza di un rallentamento della crescita potenziale e di una minore flessibilità del mercato del lavoro. Date le circostanze, il rincaro del petrolio e l'eliminazione del vincolo esterno rappresentato dal tasso di cambio fisso hanno indotto gran parte dei paesi a perseguire politiche monetarie e fiscali eccessivamente accomodanti. In tale periodo, l'inflazione è cresciuta rapidamente a fronte di un rialzo relativamente più modesto dei tassi di interesse. Di conseguenza, le misure del tasso di interesse reale sono scese molto al disotto dello zero fino

a toccare un minimo a -5 per cento nel 1975. È importante rilevare che i tassi d'inflazione relativamente elevati nel decennio successivo sembrano indicativi di un tasso di interesse reale effettivo lievemente inferiore a quello naturale, a dimostrare che in media in questo periodo l'orientamento della politica monetaria risultava "troppo accomodante" per essere compatibile con un'inflazione stabile (cfr. il riquadro *Gli attuali tassi di interesse dell'area dell'euro analizzati in prospettiva storica* a pagina 25-29 del numero di settembre 2003 di questo Bollettino).

Il terzo periodo, compreso tra il 1981 e il 1993, è contraddistinto da un sensibile incremento del tasso di interesse reale culminato nei massimi storici dei primi anni novanta. Possono avervi concorso l'ampliarsi del disavanzo pubblico in molti paesi del G7 e l'aumento dei premi per il rischio di inflazione a seguito degli andamenti economici degli anni settanta. Inoltre, dopo l'elevata inflazione del decennio precedente, gran parte delle autorità monetarie europee ha perseguito politiche di contenimento della dinamica dei prezzi che hanno contribuito a far scendere l'inflazione al consumo per tutti gli anni ottanta e oltre. Presumibilmente, quindi, in tale periodo il tasso di interesse reale è stato in media superiore a quello naturale a indicare un orientamento relativamente restrittivo della politica monetaria. Nel complesso, la necessità di contenere le attese di inflazione e ripristinare la stabilità dei prezzi dopo l'esperienza degli anni settanta ha pesato sulla crescita e sull'occupazione. Gli elevati costi economici della lotta a un'inflazione che si era mantenuta su livelli elevati per un lungo periodo hanno successivamente rafforzato la determinazione delle autorità monetarie a impegnarsi in politiche più orientate verso la stabilità.

Infine, a partire dalla metà degli anni novanta il tasso di interesse reale è andato costantemente calando per effetto di due fattori principali. Il primo è costituito dallo stabilizzarsi dell'inflazione su livelli bassi nell'area dell'euro e dalla diminuzione dei tassi di interesse nominali resa possibile dall'esistenza di condizioni di stabi-

lità monetaria. Il secondo è rappresentato dal processo di risanamento dei conti pubblici nella maggior parte delle economie dell'area prima dell'avvio della Terza fase dell'UEM. Tenendo presente tale contesto, il prossimo paragrafo intende trarre alcune conclusioni sull'evoluzione più probabile del tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro durante gli scorsi decenni.

#### **L'ANDAMENTO DEL TASSO DI INTERESSE REALE NATURALE NELL'AREA DELL'EURO**

Anche il tasso di interesse reale naturale è una variabile non osservabile. Inoltre, come indicato nella sezione 2, è determinato da una serie di fattori fondamentali di difficile misurazione e risulta pertanto ancora più difficile da stimare rispetto al tasso di interesse reale effettivo.

Gran parte delle stime dei tassi di interesse reali naturali si basano su tecniche che appiattiscono gli andamenti dei tassi reali effettivi. Un approccio semplice in questo senso consiste nel considerare le medie dei tassi di interesse reali su periodi relativamente lunghi, al cui interno le oscillazioni incidentali nel breve periodo si annullano a vicenda. Tuttavia, le semplici medie storiche dei tassi di interesse reali effettivi potrebbero non costituire un metodo attendibile per il calcolo di quelli naturali poiché vari fattori – compreso l'orientamento della politica monetaria – potrebbero inquinare il contenuto informativo. In particolare, nella misura in cui esistono dei periodi in cui l'inflazione non è stata stabile, la media dei tassi reali effettivi può determinare risultati fuorvianti.

Tenendo conto di tutti questi motivi di cautela, la tavola riporta le medie storiche dei tassi di interesse reali effettivi a breve termine nell'area dell'euro per tutti i decenni a partire dagli anni settanta.

Le misure statistiche contenute nella tavola segnalano per il periodo più recente un tasso sensibilmente inferiore a quello prevalente negli anni ottanta e novanta. Ciò suggerisce che nell'area dell'euro il tasso di interesse reale naturale potrebbe essere andato calando. Tali evi-

## Tassi di interesse reali a breve termine e inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno;)

Periodo	Tasso di interesse reale a breve termine			Inflazione media
	Medio	Minimo	Massimo	
1973-1980	-0,7	-5,2	2,1	10,3
1981-1993	5,2	1,5	9,1	5,5
1994-marzo 2004	2,4	0,0	5,1	2,0
1999-marzo 2004	1,4	0,0	2,9	2,0

Fonti: BCN, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: cfr. figura 1 e 2 per dettagli sul calcolo dei tassi di interesse reali a breve termine e inflazione.

denze tendono ad essere confermate dai risultati ottenuti con metodi di stima alternativi, che si fondano sull'applicazione di un filtro statistico più sofisticato ai dati delle serie temporali e su approcci strutturali che si avvalgono di modelli macroeconomici (cfr. il riquadro).

Vari fattori possono concorrere a spiegare l'apparente calo del tasso di interesse reale naturale osservato nell'area dell'euro durante gli ultimi dieci anni.

Innanzitutto, nel periodo indicato la crescita della produttività nell'area è andata diminuendo. Di fatto, la figura 3 suggerisce che – in ter-

mini sia di prodotto per addetto sia di produttività totale dei fattori – essa avrebbe seguito una tendenza discendente a partire dai primi anni settanta.

In secondo luogo, il minore incremento demografico registrato nell'area durante gli ultimi decenni potrebbe aver fornito un ulteriore contributo – per quanto lento e graduale – alla diminuzione del tasso di interesse reale naturale. In questo senso, la figura 4 illustra che fra gli anni sessanta e il 2003 il tasso di crescita della popolazione totale nell'area dell'euro è sceso da circa l'1 ad approssimativamente lo 0,3 per cento.

Figura 3 Misure del *trend* di crescita della produttività nell'area dell'euro

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



Fonti: BCE Area Wide Model. La produttività del lavoro è il PIL reale per persona occupata; la produttività totale dei fattori è il residuo di Solow ottenuto dalla funzione di produzione aggregata. Nota: cfr. anche G. Fagan, J. Henry e R. Mestre (2001), *An Area-Wide Model (AWM) for the euro area*, BCE Working Paper n. 42.

Figura 4 Crescita della popolazione totale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali in ragione d'anno; dati annuali)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono ai paesi che fanno parte attualmente dell'area dell'euro (sono esclusi la Germania dell'Est e il Lussemburgo dal 1961 al 1991).

I suddetti due fattori, vale a dire l'andamento demografico e quello della produttività, possono avere depresso il tasso di interesse reale a breve termine privo di rischio. Nondimeno, gran parte delle stime del tasso di interesse reale naturale si fonda su tecniche che appiattiscono l'andamento dei tassi reali a breve termine effettivi, i quali non sono del tutto esenti da rischi. Pertanto, l'esistenza di premi per il rischio nei tassi a breve termine potrebbe nella pratica distorcere le stime del tasso di interesse reale naturale. I paragrafi che seguono illustrano in maggiore dettaglio tre diverse tipologie di premi per il rischio (di cambio, di inadempienza e di inflazione) che potrebbero avere concorso al calo del tasso reale naturale stimato negli ultimi decenni.

L'introduzione dell'euro a gennaio del 1999 ha determinato la scomparsa dei premi per il rischio di cambio all'interno dell'area. Di fatto, l'euro ha contribuito a ridurre l'incertezza insita nelle transazioni e nelle decisioni commerciali a carattere transfrontaliero degli investitori dell'area. Ciò ha ridotto il costo dei finanziamenti in termini reali, vale a dire il tasso di interesse reale, nell'area dell'euro. Occorre rilevare che quanto minore è l'incertezza relativa al cambio, tanto maggiore è la quantità di risorse che può essere distolta da attività di copertura (non produttive) a vantaggio di impieghi produttivi. Questo è uno dei meccanismi mediante i quali la moneta unica potrebbe avere contribuito a creare un contesto più favorevole all'assunzione di rischi e all'attività delle imprese, promuovendo pertanto la crescita economica e occupazionale nel medio periodo.

Anche il processo di risanamento dei conti pubblici che ha interessato le economie dell'area fra i primi anni novanta e l'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999 potrebbe avere concorso a ridurre i premi per il rischio nell'area dell'euro. Il processo era motivato, fra l'altro, dall'impegno dei vari paesi di soddisfare i requisiti imposti dal Trattato di Maastricht. In questo senso, i maggiori sforzi intrapresi dagli Stati dell'area negli anni novanta per ridurre il disavanzo fiscale e il rapporto debito pubblico/PIL sono stati premiati con una maggiore fiducia

degli investitori e minori premi per il rischio nei redimenti sui titoli di Stato a scadenza medio-lunga, che hanno anch'essi influito sui tassi di interesse reali a breve <sup>1)</sup>. Tuttavia, la fiducia degli investitori potrebbe risultare intaccata e i premi per il rischio inclusi nei rendimenti sui titoli di Stato a medio-lungo termine potrebbero tornare a crescere se la recente tendenza verso un aumento dei disavanzi di bilancio nei paesi dell'area non sarà invertita.

Infine, nello scorso decennio le banche centrali dell'area dell'euro e, successivamente, la BCE sono riuscite a stabilizzare l'inflazione su livelli bassi. Come indicato nella sezione precedente, un tasso di inflazione maggiormente stabile è più facilmente prevedibile da parte dei consumatori, degli investitori e delle parti sociali e determina pertanto minori premi per il rischio di inflazione. Di conseguenza, grazie alla maggiore credibilità acquisita, una banca centrale potrà mantenere i propri tassi di interesse su livelli inferiori a quelli altrimenti necessari per raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi. In altri termini, premi per il rischio di inflazione più bassi consentono anche al tasso di interesse reale naturale di scendere.

Nel complesso, è probabile che il tasso di interesse reale naturale sia diminuito durante l'ultimo decennio per l'effetto congiunto dei fattori suindicati. Come mostra il riquadro, gran parte delle tecniche – benché non la totalità delle stesse – conduce a stime puntuali che negli ultimi anni sono comprese fra il 2 e il 3 per cento. Su queste ultime pesano tuttavia notevoli incertezze non soltanto in termini di stima (vale a dire di livello di confidenza nelle stime puntuali) ma anche di modalità di costruzione delle serie temporali dei tassi di interesse reali, periodo da considerare, metodologia più appropriata e dettagli circa i modelli economici e statistici specifici utilizzati. Le stime, pertanto, differiscono di norma da uno studio all'altro e vanno interpretate con grande cautela.

1) Per una descrizione degli effetti della politica fiscale sui tassi di risparmio e di interesse, si veda l'articolo *Le politiche di bilancio e la crescita economica* nel numero di agosto 2001 di questo Bollettino.

## Riquadro

## STIME DEL TASSO DI INTERESSE REALE NATURALE NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro presenta alcuni dettagli tecnici relativi a diversi metodi utilizzati in letteratura per stimare il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro.

### 1. Media dei tassi di interesse reali effettivi

Secondo questo metodo, che si fonda sulla legge dei grandi numeri, la media dei tassi reali effettivi calcolata su un periodo di tempo sufficientemente lungo elimina gli scostamenti di breve periodo tra il tasso di interesse naturale e quello effettivo. Una esempio di questo approccio particolarmente intuitivo alla stima del tasso di interesse reale naturale è contenuta nel testo principale.

### 2. Media dei tassi di interesse reali effettivi corretta per gli effetti di shock economici specifici

La tecnica di stima fondata sulle medie semplici dei tassi di interesse reali effettivi può essere affinata per tener conto di shock specifici che possono avere determinato asimmetrie di crescita e di inflazione su periodi di tempo più prolungati. Nella letteratura economica, tale calcolo viene spesso effettuato derivando il tasso di interesse naturale dalle stime della *regola di Taylor*. Originariamente proposta da Taylor (1993)<sup>1)</sup>, tale regola si configura come

$$r_t = r^* + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma x_t$$

dove  $r_t$  rappresenta il tasso di interesse reale a breve termine,  $r^*$  il tasso di interesse reale naturale,  $\pi^*$  l'obiettivo di inflazione della banca centrale,  $\pi_t$  la variazione percentuale del livello dei prezzi dal periodo  $t-1$  a quello  $t$ , e  $x_t$  l'*output gap* al periodo  $t$ . Secondo la regola, una banca centrale di norma consente scostamenti del tasso di interesse reale effettivo da quello naturale quando l'inflazione non è coerente con il proprio obiettivo di inflazione, ovvero quando l'*output gap* è diverso da zero. Per stimare il tasso di interesse reale naturale  $r^*$ , la media dei tassi di interesse reali osservati viene corretta per le fluttuazioni dei tassi di interesse reali effettivi dovute al fatto che l'inflazione si discosta dall'obiettivo o che l'*output gap* è positivo o negativo.

Un Working Paper della BCE (2003)<sup>2)</sup> ha utilizzato questo procedimento nella stima del tasso di interesse reale di equilibrio. Utilizzando dati relativi all'area dell'euro fra il 1985 e il 2002 per stimare diverse specificazioni della *regola di Taylor*, ha ottenuto valori che si collocano per lo più fra il 2,1 e il 3,2 per cento. Nel periodo a partire dal 1993, tuttavia, i livelli stimati sono stati inferiori e compresi fra l'1,8 e il 2,9 per cento.

### 3. Rendimenti reali delle obbligazioni indicizzate all'inflazione

Il metodo consiste nel calcolare il rendimento reale di un'obbligazione indicizzata all'inflazione partendo dal presupposto che le attese degli operatori costituiscono la migliore misura disponibile

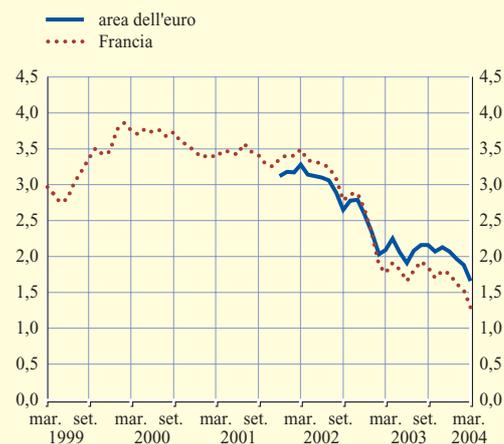
1) J.B. Taylor (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Series on Public Policy 39, pagg. 195-214. Sui motivi di cautela nell'utilizzo delle regole di Taylor per l'analisi delle decisioni di politica monetaria, si veda l'articolo *Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria* nel numero di ottobre 2001 di questo Bollettino.

2) D. Gerdesmeier e B. Roffia (2003), *Empirical estimates of reaction functions for the euro area*, Working Paper della BCE n. 206.

del tasso che potrebbe prevalere nel futuro lontano. In media, su un orizzonte sufficientemente lungo (ad esempio di dieci anni), è ragionevole ipotizzare che il rendimento reale a lungo termine di un'obbligazione possa costituire una misura valida del tasso di interesse reale naturale, almeno così come percepito dagli operatori. Rispetto alle medie storiche ex post, esso offre notevoli benefici (natura prospettica, semplicità e disponibilità su base giornaliera) ma presenta anche svantaggi significativi. In primo luogo, i rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione possono essere distorti dalla presenza di premi significativi, ad esempio connessi a fattori fiscali o di liquidità, anch'essi soggetti a variazione nel tempo. In secondo luogo, essi non misurano il tasso di interesse reale naturale in quanto tale bensì la percezione dello stesso da parte degli operatori, e in momenti di eccezionale ottimismo o pessimismo quest'ultima può risultare distorta.

#### Tassi di interesse reali sulle obbligazioni nell'area dell'euro e in Francia calcolati sui titoli francesi indicizzati

(percentuali in ragione d'anno; medie mensili)



Fonti: Ministero del Tesoro francese, Reuters e BCE.

Nota: il titolo francese indicizzato all'IPC francese scade nel 2009. Quello francese indicizzato all'IPC dell'area dell'euro scade nel 2012.

Con riferimento all'area dell'euro, un limite ulteriore è rappresentato dalla mancata disponibilità di serie lunghe per le obbligazioni indicizzate all'inflazione. Le obbligazioni indicizzate all'IAPC dell'area sono state introdotte soltanto nel novembre del 2001 e quelle indicizzate all'IPC francese poco prima. La figura riporta le serie temporali disponibili. Benché entrambe evidenzino un calo dei rendimenti sui titoli indicizzati nel 2003, l'eccessiva brevità del periodo esaminato non consente di valutare il contenuto informativo di questa misura per il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro.

#### 4. Modelli di serie temporali

Al fine di tener conto della possibilità che il tasso di interesse reale naturale sia soggetto a persistenti variazioni nel tempo, un numero ridotto ma crescente di studi – in particolare quelli che utilizzano dati statunitensi – ha costruito modelli semplici di serie temporali che considerano esplicitamente tale variabilità. In generale, gli studi in oggetto si basano sulle cosiddette tecniche della “componente non osservabile”, le quali aiutano a separare i movimenti tendenziali del tasso di interesse reale naturale da quelli transitori, più frequenti, dei tassi a breve termine<sup>3)</sup>.

Tali tecniche consentono di calcolare il tasso di interesse reale di equilibrio nell'area dell'euro<sup>4)</sup> utilizzando un modello econometrico multivariato che applica il filtro di Kalman ai dati mensili sulla produzione industriale, sul tasso di interesse reale e sull'inflazione nel periodo compreso fra il 1991 e il 2002. Si rileva che negli anni più recenti il tasso di interesse reale naturale, corrispondente alla componente non stazionaria della serie di tassi reali, è sceso a livelli prossimi o lievemente superiori al 2 per cento.

3) Un contributo importante in questo senso è offerto da T. Laubach e J.C. Williams (2001), *Measuring the natural rate of interest*, FEDS Working Paper n. 2001-56, che propone un modello macroeconomico semplice per stimare contemporaneamente la crescita tendenziale del prodotto e il tasso di interesse naturale negli Stati Uniti utilizzando un filtro di Kalman sul periodo compreso fra il 1960 e il 2000.

4) J.C. Cuaresma, E. Gnan e D. Ritzberger-Gruenwald (2003), *Searching for the natural rate of interest: a euro-area perspective*, Oesterreichische Nationalbank Working Paper n. 84.

Come indicato in precedenza, l'approccio basato su tecniche di filtraggio statistico offre il vantaggio di tener conto del fatto che il tasso di interesse reale naturale varia nel tempo. Inoltre, le stime mostrano di norma una dipendenza relativamente contenuta dall'esatta tipologia di modello utilizzata. Tale metodologia non fornisce però un'interpretazione strutturale dei movimenti del tasso reale di equilibrio, nel senso che non individua le possibili cause strutturali delle variazioni di quest'ultimo nel tempo.

## 5. Modelli strutturali

Il problema dell'assenza di un fondamento strutturale, appena descritto, può essere affrontato utilizzando modelli strutturali dell'economia completamente specificati. Una categoria di analisi strutturali che ha richiamato crescente attenzione prevede la costruzione di modelli di equilibrio generale che presuppongano esplicitamente un comportamento "ottimizzante" delle famiglie e delle imprese e l'esistenza di rigidità nominali tali per cui i prezzi sono vischiosi e pertanto non si adeguano immediatamente agli shock economici. Tale approccio è in grado di affrontare i problemi insiti nel calcolare un tasso di interesse reale naturale che vari nel tempo, offrendo nel contempo una spiegazione strutturale delle variazioni stimate. In particolare, i modelli strutturali possono essere utilizzati per elaborare il profilo temporale del tasso di interesse reale naturale in un periodo determinato definendo uno "scenario di prezzi flessibili" contraddistinto dall'assenza di rigidità nominali nell'economia. Il profilo del tasso di interesse reale naturale viene poi a coincidere con quello del tasso effettivo generato dal modello in risposta agli shock stimati nel suddetto scenario controfattuale. Un'applicazione pratica di questo approccio ha consentito di stimare una misura variabile nel tempo del tasso di interesse reale di equilibrio nell'area dell'euro<sup>5)</sup>.

In questo senso è opportuno sottolineare due aspetti. Innanzitutto, il concetto stesso di "tasso di interesse reale naturale" soggiacente a tali esercizi diverge per alcuni aspetti rilevanti da quello adottato ai fini del presente articolo. Invece di misurare il livello attorno al quale dovrebbero oscillare i tassi di interesse reali a breve su un orizzonte medio-lungo, determinato da fattori a evoluzione lenta, il tasso di interesse reale naturale implicito in questo approccio è inteso a fornire una misura di riferimento per la definizione del tasso di interesse a breve su orizzonti estremamente corti. Di conseguenza, tale misura risulta di norma molto volatile in quanto indica la direzione nella quale consentire al tasso di interesse reale a breve di muoversi in risposta agli shock economici in un'economia caratterizzata dall'assenza di attriti.

In secondo luogo, la possibilità di individuare gli shock strutturali che influiscono sull'evoluzione temporale del tasso di interesse naturale comporta di norma lo svantaggio di dover generare spiegazioni e stime strettamente legate al modello utilizzato. Ciò vuol dire che modelli diversi portano naturalmente a risultati diversi perché i canali mediante i quali uno shock influisce sul tasso reale possono differire sensibilmente da un modello all'altro. Inoltre, occorre sottolineare che in genere questi modelli attribuiscono notevole importanza agli shock alle preferenze e alla produttività, mentre i fattori elencati nella sezione 2 (e relativi a considerazioni di rischio, fiscali e istituzionali) sono di norma – benché non sempre – esclusi dall'analisi.

5) F. Smets e R. Wouters (2002), *An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area*, Working Paper della BCE n.171.

#### 4 LA POLITICA MONETARIA E IL TASSO DI INTERESSE REALE NATURALE

Come indicato nella sezione 2, il tasso di interesse reale naturale è il livello del tasso di interesse reale in corrispondenza del quale l'inflazione è stabile e il prodotto è pari al potenziale. Nel medio-lungo periodo, se l'inflazione è prossima all'obiettivo stabilito, si può ipotizzare che una banca centrale fissi in media il tasso di interesse reale a un livello prossimo a quello naturale e che il prodotto sia vicino al proprio potenziale. Nel breve periodo, tuttavia, l'economia potrebbe essere colpita da shock che – se non compensati dalle autorità monetarie – potrebbero rappresentare un rischio per la stabilità dei prezzi a medio termine. Una banca centrale che persegua una politica orientata verso la stabilità sposterà pertanto il tasso di interesse da essa controllato in maniera da compensare (o almeno affievolire) l'effetto di tali shock sull'andamento dei prezzi. Di conseguenza, i tassi di interesse reali effettivi si discostano spesso in modo sensibile dalle misure dei tassi di interesse naturali.

Secondo molti pareri espressi nella letteratura accademica, le differenze fra i tassi effettivi e quelli naturali possono essere considerate indicative dell'orientamento della politica monetaria. Di fatto, uno spostamento verso l'alto del tasso reale rispetto al suo livello naturale operato dalle autorità monetarie tende nel breve periodo a contrarre l'attività economica e quindi favorisce pressioni al ribasso sull'inflazione. Per contro, uno spostamento verso il basso del tasso reale tende a stimolare l'economia e induce pressioni al rialzo sull'inflazione. Questo è un canale di trasmissione degli impulsi della politica monetaria all'economia. Chiaramente, l'entità e la durata più opportune dello scostamento del tasso di interesse reale a breve termine dal suo livello naturale dipendono dalle proporzioni e dalla natura della minaccia per la stabilità dei prezzi nel medio periodo e pertanto dalla tipologia di shock che colpiscono l'economia.

Il livello del tasso di interesse reale naturale è dunque, in teoria, una misura di riferimento im-

portante per la politica monetaria. Se fosse possibile stimarlo con precisione e in tempo reale, le banche centrali potrebbero valutare meglio l'impatto della politica monetaria sull'attività economica e sui prezzi. In linea di principio, esso costituisce pertanto un concetto utile.

Tuttavia, come è stato dimostrato in precedenza, le banche centrali hanno una conoscenza molto imprecisa di questa variabile. Se già è difficile valutare il livello del tasso di interesse reale naturale a posteriori, le difficoltà crescono ove si desideri conoscerlo in tempo reale. Di conseguenza, le stime a disposizione delle autorità sono sempre soggette a un elevato grado di incertezza. Solo in situazioni particolari è possibile stabilire che un determinato livello del tasso di interesse reale è superiore o inferiore a una stima plausibile di quello naturale. In gran parte dei casi, il segno – per non parlare dell'entità – dello scostamento del tasso reale da quello naturale è estremamente difficile da accertare. Di fatto, studi recenti hanno dimostrato più in generale che le raccomandazioni di politica monetaria fondate su stime in tempo reale possono risultare notevolmente diverse da quelle basate su dati (rivisti) *ex post*<sup>2)</sup>. Ciò suggerisce cautela nel motivare le decisioni di politica monetaria con indicatori la cui stima in tempo reale è necessariamente imprecisa.

Se si tiene conto delle suddette difficoltà, il tasso di interesse reale naturale risulta in pratica un concetto che spesso non aggiunge molto valore in termini operativi alla conduzione della politica monetaria. Le difficoltà strutturali possono spiegare perché esso figuri raramente nelle comunicazioni ufficiali delle banche centrali relative alle decisioni di politica monetaria. Benché sia sempre utile valutare il livello del tasso reale a breve in una prospettiva storica, altri indicatori quali gli andamenti della moneta e del credito e le misure dell'eccesso di liquidità possono fornire informazioni almeno altrettanto utili sull'orientamento della politica monetaria. Inoltre,

2) Cfr., ad esempio, A. Orphanides (2003): *Monetary policy rules based on real-time data*, American Economic Review, 91(4), pagg. 964-985.

per accertare l'adeguatezza di quest'ultima, una banca centrale deve tener conto anche di altri elementi rilevanti. Tutto questo vuol dire che nella pratica è difficile ottenere una misura semplice dell'orientamento di politica monetaria. In ultima istanza, una banca centrale dovrà sempre valutarne l'adeguatezza alla luce delle prospettive di raggiungimento del proprio obiettivo a medio termine utilizzando in ogni caso l'intera serie di indicatori e di informazioni disponibili nell'analisi economica e monetaria.

## 5 CONCLUSIONI

Oltre a illustrare l'utilità potenziale del concetto di tasso di interesse reale naturale, il presente articolo ha altresì evidenziato le enormi difficoltà di utilizzo pratico dello stesso a causa dei rilevanti problemi di stima che comporta. Ciò nondimeno, l'evidenza passata in rassegna mostra che nel corso degli anni novanta il tasso di interesse reale naturale potrebbe essersi ridotto nell'area dell'euro per il possibile effetto di vari fattori. Il primo è rappresentato dalla minore crescita demografica e della produttività nell'area, che possono avere concorso – benché in misura solo lenta e graduale – a far diminuire il tasso di interesse reale naturale. Il secondo è costituito dalla scomparsa dei premi per il rischio di cambio all'interno dell'area nel corso

degli anni novanta. Il terzo consiste nel processo di risanamento dei conti pubblici avviato dai paesi dell'area prima dell'inizio della Terza fase dell'UEM. Un'ultima determinante può essere identificata nel calo dei premi per il rischio di inflazione nell'area.

In tale contesto, gran parte delle stime segnala che il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro si colloca attualmente entro un intervallo compreso fra il 2 e il 3 per cento. Nel contempo, occorre tenere presente che tali stime puntuali sono soggette a un notevole grado di incertezza e vanno pertanto interpretate con grande cautela. Bisogna altresì aggiungere che i dati, le tecniche e la definizione del tasso di interesse reale naturale restano tutti oggetto di accese discussioni, gran parte delle quali ancora aperte.

In pratica, le notevoli incertezze circa le stime del tasso di interesse reale naturale suggeriscono che queste ultime sono di utilizzo difficile (e potenzialmente molto rischioso) nel processo decisionale della politica monetaria. In questo senso, come dimostra la strategia di politica monetaria della BCE, occorre porsi in un'ottica più ampia e tener conto di tutte le informazioni provenienti da tutti gli indicatori disponibili in modo da trovarsi nelle migliori condizioni possibili al momento di valutare le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.



# I METODI DI ATTENUAZIONE DEI RISCHI NELLE OPERAZIONI DI CREDITO DELL'EUROSISTEMA

*In virtù dell'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC, la BCE e le BCN possono effettuare operazioni sui mercati finanziari, acquistando o vendendo attività in via definitiva o con contratti di vendita a pronti con patto di riacquisto a termine; l'articolo prescrive altresì che tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema (comprendenti le operazioni di rifinanziamento e quelle di credito infragiornaliero) siano effettuate a fronte di adeguate garanzie. Di conseguenza, tutte le operazioni finalizzate all'immissione di liquidità condotte dall'Eurosistema sono garantite da attività finanziarie, che le controparti forniscono sia trasferendone la proprietà (nel caso delle operazioni definitive e di quelle a pronti contro termine), sia costituendole in pegno (nel caso dei prestiti garantiti). La richiesta di garanzie e l'applicazione di un sistema di controllo dei rischi complementare sono destinati a tutelare l'Eurosistema dai rischi finanziari. Questo articolo descrive i rischi associati alle operazioni temporanee (pronti contro termine e prestiti garantiti) e spiega la funzione svolta dal sistema delle garanzie e da quello di controllo dei rischi nel fronteggiarli.*

## I INTRODUZIONE: DESCRIZIONE DELLE OPERAZIONI DI CREDITO DELL'EUROSISTEMA

L'Eurosistema dispone di una serie di strumenti per attuare la politica monetaria. Questi includono le operazioni temporanee, le operazioni definitive, l'emissione di certificati di debito, le operazioni di *swap* in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato. Finora lo strumento più utilizzato sono state le operazioni temporanee di immissione di liquidità, nell'ambito delle quali l'Eurosistema acquista specifiche tipologie di attività finanziarie mediante operazioni pronti contro termine, ovvero effettua operazioni di credito garantite da tali attività <sup>1)</sup>.

In media nel 2003 l'Eurosistema ha fornito liquidità al mercato per 243 miliardi di euro tramite operazioni temporanee di politica monetaria. Di questo importo, 198 miliardi sono ascrivibili a operazioni di rifinanziamento principali, generalmente con scadenza a due settimane, 45 miliardi a operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, e 0,3 miliardi alle operazioni di rifinanziamento marginale cui hanno fatto ricorso le controparti (credito *overnight*). Inoltre, attraverso il sistema Target l'Eurosistema ha offerto liquidità infragiornaliera a fronte del versamento di garanzie.

La natura temporanea di queste operazioni implica che i fondi sono forniti solo per un periodo limitato e predefinito. In tale contesto, l'Eurosistema assume un rischio di controparte nella

misura in cui la controparte potrebbe non essere in grado di adempiere ai propri obblighi. Per attenuare questa forma di rischio di credito viene richiesto il versamento di garanzie adeguate a copertura del prestito erogato. Tale requisito ha carattere fondamentale ed è sancito dall'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC, che specifica “[...] la BCE e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di [...] effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie”.

Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema è finalizzato a tradurre tale obbligo statutario in procedure e strumenti concreti, atti ad assicurare una sufficiente attenuazione dei rischi finanziari associati alle operazioni temporanee. Per conseguire questo livello di protezione, la quantità e la qualità delle attività accettate in garanzia devono essere tali da far sì che, in caso di inadempienza della controparte e di conseguente vendita delle attività sul mercato, l'Eurosistema abbia elevate probabilità di recuperare l'intero importo del credito.

Pertanto, al fine di ridurre efficacemente il rischio di controparte in un'operazione temporanea, il sistema delle garanzie deve ridurre in

1) Per informazioni più dettagliate, si veda il documento (noto come *General Documentation*) *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria*, BCE, febbraio 2004.

maniera opportuna le tre forme di rischio che si configurano specificatamente in caso di inadempienza della controparte, ossia: 1) il rischio di credito, connesso con le attività accettate in garanzia; 2) il rischio di mercato, derivante da un andamento sfavorevole dei prezzi delle attività dovuto a fattori esogeni emergenti fra l'ultima valutazione e la vendita delle garanzie; 3) il rischio di liquidità, risultante da variazioni sfavorevoli dei prezzi delle attività imputabili al tentativo dell'Eurosistema di liquidare una posizione potenzialmente rilevante in quegli strumenti.

La sezione 2 illustra un'operazione temporanea di finanziamento fra una BCN dell'Eurosistema e una controparte, sottolineando i diversi rischi di cui deve tenere conto un solido quadro di riferimento per la gestione dei rischi. Il sistema di controllo dei rischi e il sistema delle garanzie, che applicano una serie di metodi per contenere i rischi individuati, sono descritti in maggior dettaglio nelle sezioni 3, 4 e 5, mentre nella sezione 6 sono formulate le conclusioni.

## 2 I RISCHI ASSOCIATI ALLE OPERAZIONI TEMPORANEE

Data la natura stessa dell'attività di finanziamento ogni prestatore assume un rischio di credito, nella misura in cui alla scadenza dell'operazione il prestatore potrebbe non rispettare l'impegno assunto di restituire il contante ricevuto e/o di corrispondere il compenso dovuto (ossia l'interesse maturato). Il creditore dispone di diversi strumenti per attenuare questo rischio.

In primo luogo, il rischio di controparte può essere ridotto selezionando esclusivamente controparti con elevato merito di credito, così da limitare le probabilità di insolvenza. Tuttavia, per assicurare la parità di trattamento delle istituzioni nell'intera area dell'euro, l'Eurosistema ha scelto di ammettere alle proprie operazioni di politica monetaria un'ampia gamma di soggetti, a condizione che questi rispettino determinati requisiti operativi e prudenziali.

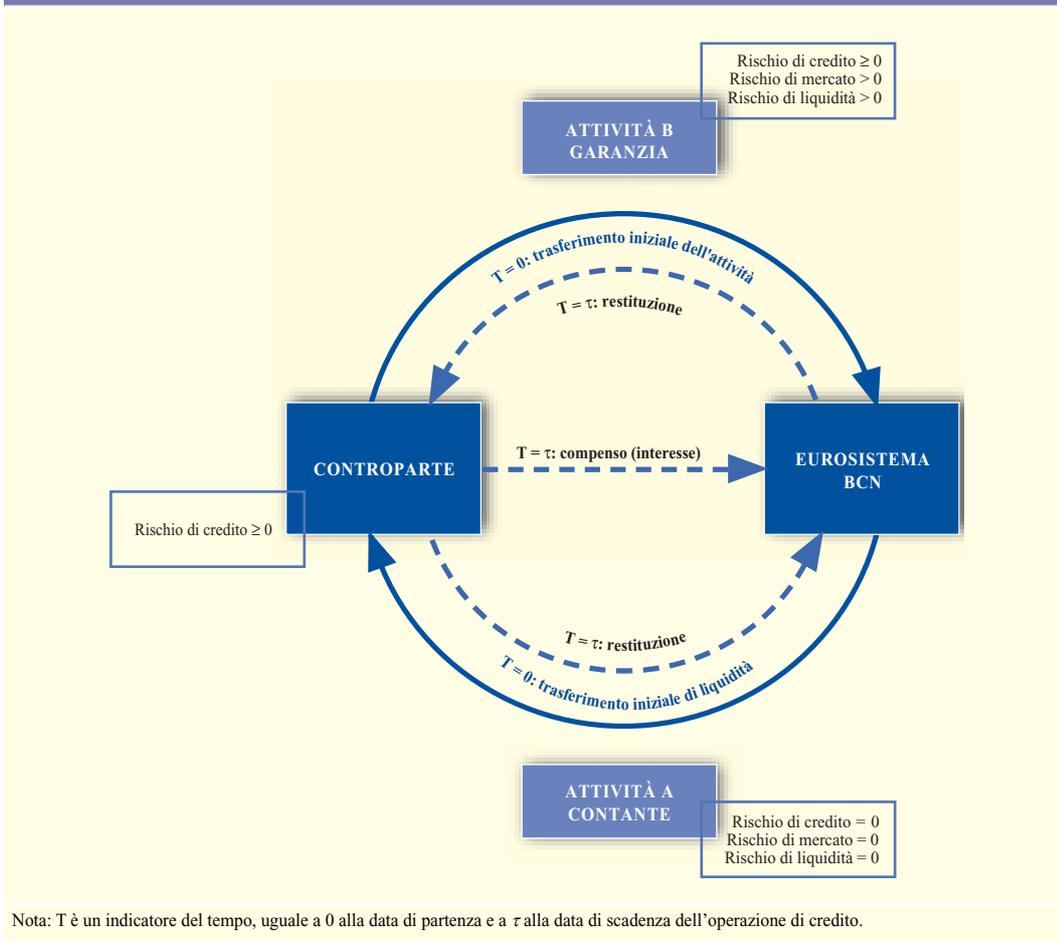
Sempre nella stessa ottica, il rischio di controparte può essere in secondo luogo ridotto applicando un sistema di limiti, in cui l'esposizione nei confronti di ciascuna controparte sia subordinata al merito di credito, così da mantenere su livelli bassi le perdite potenziali. Nel caso delle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema, tuttavia, questo sistema risulterebbe incompatibile con una procedura d'asta di assegnazione della liquidità efficiente e trasparente.

Infine, il rischio di controparte può essere attenuato richiedendo al prestatore di fornire adeguate attività in garanzia. Con questo approccio si attenuano i rischi finanziari senza limitare il numero delle controparti, né interferire con la procedura di aggiudicazione; esso pertanto è stato prescelto dall'Eurosistema. Quando integrata dagli opportuni strumenti di gestione del rischio, la costituzione di garanzie può ridurre il rischio complessivo su livelli trascurabili.

Nondimeno, anche in un'operazione temporanea garantita sussiste la possibilità che il prestatore subisca perdite finanziarie. Ciò tuttavia implicherebbe il contemporaneo verificarsi di più eventi sfavorevoli, che potrebbero configurarsi come segue: il prestatore non rispetta l'impegno di rimborsare il proprio debito e il prestatore, di conseguenza, entra in possesso delle attività fornite in garanzia. A questo punto, assumendo che al momento dell'inadempienza il valore delle garanzie copra la liquidità offerta, il rischio di subire perdite finanziarie potrebbe scaturire da due fonti:

- Il *rischio di credito connesso con le attività in garanzia*. L'emittente del titolo o il debitore del credito accettati in garanzia potrebbero a loro volta risultare inadempienti, dando luogo a una "doppia insolvenza". Le probabilità che si presenti una tale situazione possono considerarsi trascurabili se le attività idonee soddisfano elevati standard di credito e se il prestatore non accetta strumenti emessi dal prestatore o da entità ad esso strettamente collegate sul piano finanziario. Il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia delle garanzie,

Figura 1 Rischi connessi alle operazioni di credito dell'Eurosistema



illustrato nella sezione 3, assicura il rispetto di questi criteri.

- I rischi di mercato e di liquidità. Sono connessi alla possibile diminuzione del valore di mercato delle garanzie tra il momento dell'inadempienza della controparte e la vendita delle attività. Nell'intervallo di tempo fra l'ultima valutazione e il realizzo delle garanzie sul mercato, il loro prezzo potrebbe diminuire in misura tale che il creditore potrebbe non essere in grado di recuperare che una frazione del credito. In questo contesto, il rischio di mercato e il rischio di liquidità possono essere definiti come il rischio di subire perdite finanziarie risultante, rispettivamente, da un deprezzamento delle attività

dovuto a fattori esogeni e dalla difficoltà di liquidare prontamente una posizione senza incidere negativamente sul prezzo dell'attività. Anche i rischi di mercato e di liquidità possono essere significativamente limitati, aderendo alle prassi migliori nella valutazione delle attività e nell'applicazione delle misure per il controllo dei rischi. Il sistema di controllo dei rischi dell'Eurosistema è trattato nelle sezioni 4 e 5.

La figura 1 illustra schematicamente un'operazione temporanea di finanziamento e i rischi ad essa connessi.

La sola costituzione di garanzie pertanto non può eliminare e neppure ridurre in misura suf-

ficiente i rischi finanziari. Per assicurare che la qualità e la quantità delle garanzie tutelino adeguatamente il creditore, è necessario ricorrere a tre strumenti di attenuazione dei rischi, distinti ma fortemente interdipendenti: la valutazione della qualità creditizia delle attività sottostanti, la corretta valutazione delle garanzie e l'applicazione delle misure per il controllo dei rischi. Le sezioni successive descrivono ognuno di questi tre elementi.

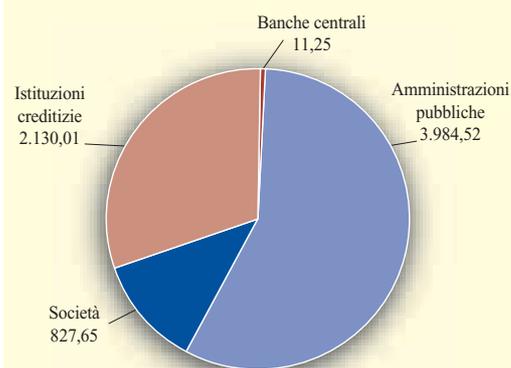
### 3 LA VALUTAZIONE DELLA QUALITÀ CREDITIZIA DELLE ATTIVITÀ FORNITE IN GARANZIA

Le attività utilizzate per garantire le operazioni di credito dell'Eurosistema devono soddisfare determinati requisiti comuni. Un importante criterio di idoneità è il rispetto di elevati standard creditizi. Tradizionalmente le banche centrali hanno preferito utilizzare i titoli di Stato, per via del loro basso rischio di credito e della loro elevata liquidità; queste caratteristiche consentono di applicare misure di controllo relativamente semplici e focalizzate principalmente sul rischio di mercato. Tuttavia, dato che la politica delle garanzie dell'Eurosistema deve tenere conto anche dell'articolo 102 del Trattato che istituisce la Comunità europea (ex articolo 104a), il quale vieta l'accesso privilegiato del settore pubblico alle istituzioni finanziarie, la discriminazione fra titoli pubblici e privati è preclusa. La figura 2 fornisce informazioni statistiche sulle quote di consistenze in essere relative ai principali gruppi di emittenti sul totale delle attività idonee di primo livello<sup>2)</sup> a fine 2003. Pur mostrando una prevalenza di titoli pubblici, il grafico rileva che gli strumenti emessi da istituzioni creditizie e da società contribuiscono al totale delle consistenze in essere con una quota considerevole (43 per cento).

La valutazione della qualità creditizia è più importante per i titoli del settore privato che per quelli pubblici, non solo in ragione del più forte rischio di insolvenza degli emittenti ma anche perché queste attività possono essere caratterizzate da una più elevata volatilità dei

**Figura 2 Attività idonee di primo livello per le operazioni di credito dell'Eurosistema: gruppi di emittenti**

(miliardi di euro; valori a fine dicembre 2003)



Fonte: BCE.

prezzi e da una minore liquidità che, in caso di vendita, potrebbero originare perdite finanziarie. Nel valutare il rischio di credito degli strumenti di debito, la BCE tiene conto, fra l'altro, dei *rating* disponibili forniti dalle agenzie specializzate e dei sistemi di valutazione interni delle BCN, nonché di determinati criteri istituzionali che assicurano una protezione particolarmente elevata dei detentori, comprese le garanzie. L'Eurosistema non accetta in garanzia strumenti di debito emessi o garantiti dalla controparte, o da qualsiasi altra entità a questa strettamente collegata. Lo standard di credito delle attività idonee è tenuto sotto costante osservazione per verificare che sia pari almeno al livello minimo di solidità finanziaria specificato dall'Eurosistema.

Di recente sono state intraprese iniziative tese a migliorare sia la confrontabilità tra le fonti di

2) A causa delle differenze nella struttura finanziaria dei paesi dell'area dell'euro e per scopi interni all'Eurosistema, si opera una distinzione tra due categorie di attività idonee, indicate rispettivamente come di "primo livello" e di "secondo livello". La lista di primo livello comprende strumenti di debito negoziabili che soddisfano i criteri uniformi di idoneità definiti dalla BCE, validi per tutta l'area dell'euro. La lista di secondo livello comprende ulteriori attività (negoziabili e non negoziabili) di particolare importanza per i mercati finanziari e i sistemi bancari nazionali.

valutazione del merito di credito esistenti, sia l'analisi di quelle nuove<sup>3)</sup>. Al riguardo sono state considerate, fra l'altro, le proposte del Comitato di Basilea per il nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali. In particolare, l'Eurosistema ha preso nota degli approcci proposti dal Comitato in materia di rischio di credito, con riferimento al processo di rilevazione e alla definizione dei criteri di idoneità per le istituzioni esterne specializzate nella valutazione del merito di credito e ai metodi basati sui *rating* interni.

#### 4 LA VALUTAZIONE DELLE GARANZIE

Le garanzie devono essere sottoposte regolarmente a valutazione affinché l'Eurosistema possa giudicare se è necessario richiedere attività aggiuntive, ovvero se alla controparte debbano essere restituite le garanzie in eccesso. Le BCN dell'Eurosistema calcolano su base giornaliera il valore richiesto delle attività sottostanti, tenendo conto dei principi di valutazione stabiliti dall'Eurosistema. Nel caso di mercati mobiliari relativamente efficienti e liquidi, il prezzo di mercato tende a essere l'indicatore migliore del valore di un titolo. In assenza di tali mercati, è possibile ricorrere a modelli di valutazione teorici (*mark-to-model*)<sup>4)</sup>.

Per le attività negoziabili di primo e di secondo livello, viene indicato il prezzo più rappresentativo rilevato su un unico mercato di riferimento. Questo prezzo di riferimento è utilizzato per valutare le garanzie ai prezzi di mercato (approccio di tipo *mark-to-market*); se nel mercato di riferimento sono quotati più prezzi, è utilizzato quello inferiore. Per le attività non negoziabili di secondo livello o per le attività negoziabili non scambiate normalmente (per le quali, quindi, il metodo *mark-to-market* non è applicabile), l'Eurosistema sta predisponendo un approccio di tipo *mark-to-model*, basato sul valore attuale dei flussi di cassa futuri. L'attualizzazione si basa su una adeguata curva *zero coupon*; la metodologia, inoltre, tiene conto esplicitamente, tramite differenziali di credito, delle differenze in termini di rischio di credito tra emittenti. È stato intrapreso uno studio volto a migliorare le

metodologie impiegate per valutare le garanzie su base giornaliera e in particolare a perfezionare i metodi teorici di valutazione in modo da includere attività più complesse.

L'impiego di un modello teorico dovrebbe fornire un valore "equo" (ossia un valore né troppo prudente, né eccessivo) delle attività costituite in garanzia. Il sistema di controllo dei rischi è concepito per tutelare l'Eurosistema dai rischi di mercato e di liquidità nella conduzione delle operazioni garantite; nel contempo, esso consente alle controparti un uso efficiente delle attività idonee.

#### 5 LE MISURE PER IL CONTROLLO DEI RISCHI

Le misure per il controllo dei rischi sono applicate alle garanzie per l'intera durata dell'operazione di finanziamento al fine di salvaguardare l'Eurosistema da eventuali perdite finanziarie. Tali misure hanno lo scopo di ridurre al minimo la probabilità che, in caso di realizzo sul mercato delle attività sottostanti, i proventi della vendita non siano sufficienti a recuperare la liquidità fornita inizialmente dall'Eurosistema; esse pertanto tengono conto dei rischi di mercato e di liquidità. Nel riquadro 1 sono elencate le misure per il controllo dei rischi applicate dall'Eurosistema, le quali sono definite nel documento relativo alle caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (noto come "*General documentation*")<sup>5)</sup>.

Le due misure per il controllo dei rischi attualmente applicate nel quadro del sistema delle garanzie sono gli scarti di garanzia e i margini di variazione.

3) Per ulteriori informazioni sulle modifiche previste del sistema delle garanzie, si rimanda alla procedura di consultazione avviata l'11 giugno 2003 intitolata *Interventi atti a migliorare il sistema delle garanzie vigente nell'Eurosistema* e alla relativa sintesi dei commenti pervenuti, pubblicata il 15 gennaio 2004.

4) L'approccio *mark-to-model* implica l'uso di un *input* di mercato come termine di riferimento, ovvero come base per l'estrapolazione o il calcolo del valore.

5) Cfr. nota 1.

## LE MISURE PER IL CONTROLLO DEI RISCHI

L'Eurosistema attualmente applica le seguenti misure per il controllo dei rischi nelle operazioni temporanee di rifinanziamento:

### Scarti di garanzia

L'Eurosistema applica scarti di garanzia, ossia calcola il valore dell'attività sottostante sulla base del valore di mercato diminuito di una certa percentuale (scarto di garanzia). Negli assetti operativi che prevedono la valutazione delle attività su base giornaliera, gli scarti di garanzia devono coprire le normali oscillazioni giornaliere dei prezzi (ossia le fluttuazioni che, in termini statistici, sono comprese entro determinati limiti con un livello di confidenza specificato) riconducibili a fattori connessi ai mercati e alla liquidità.

### Margini di variazione (*marking to market*)

L'Eurosistema richiede che il valore di mercato al netto dello scarto di garanzia delle attività idonee utilizzate in un'operazione temporanea di finanziamento sia mantenuto per tutta la durata dell'operazione. Ne consegue che se il valore di tali attività, misurato a intervalli regolari, scende al di sotto di un determinato livello scatterà una richiesta di margini, ossia la BCN richiederà alla controparte di fornire attività aggiuntive o contante. Analogamente, qualora il valore delle attività sottostanti superi un livello prestabilito, la controparte può ritirare le attività in eccesso o contante.

L'Eurosistema dispone anche delle seguenti misure per il controllo dei rischi, ma attualmente non le applica:

### Margini iniziali

Alla data di regolamento dell'operazione temporanea, l'Eurosistema può richiedere alla controparte di fornire attività per un valore pari almeno alla liquidità offerta più il valore di un margine iniziale. Questa misura può essere utilizzata per dare alle controparti un incentivo preliminare a evitare situazioni di insolvenza a seguito di variazioni improvvise delle condizioni di mercato. Prima della sospensione dei margini iniziali, nel marzo di quest'anno, i loro livelli erano definiti in funzione della scadenza dell'operazione (1 per cento per le operazioni infragiornaliere e *overnight*, 2 per cento per tutte le scadenze più lunghe).

### Limiti in relazione agli emittenti/debitori o garanti

L'Eurosistema può stabilire limiti alla propria esposizione nei confronti di emittenti/debitori o garanti.

### Garanzie aggiuntive

Per accettare determinate attività l'Eurosistema può richiedere garanzie aggiuntive da parte di soggetti finanziariamente solidi.

### Esclusione

L'Eurosistema può escludere determinate attività dall'utilizzo nelle proprie operazioni di politica monetaria.

### GLI SCARTI DI GARANZIA

Non sempre è agevole fare una distinzione fra le due forme di rischio coperte dagli scarti di garanzia, vale a dire il rischio di mercato e quello di liquidità. In genere si considera che il rischio di mercato misuri la sensibilità dei prezzi a fattori esogeni (come il livello generale dei tassi di interesse), sui quali normalmente non dovrebbe incidere l'eventuale tentativo dell'Eurosistema di ridurre prontamente una posizione rilevante in un'attività costituita in garanzia. Il rischio di liquidità per contro si riferisce ai potenziali effetti sui prezzi di una tale manovra dell'Eurosistema. Al fine di definire scarti di garanzia adeguati, il rischio di mercato è misurato in base alla volatilità dei prezzi degli strumenti finanziari, mentre il rischio di liquidità è espresso in termini di tempi necessari per una ordinata vendita delle attività.

Fino a marzo 2004, solo gli scarti di garanzia applicati alle attività di secondo livello tenevano conto del rischio di liquidità, mentre quelli previsti per le attività di primo livello consideravano unicamente il rischio di mercato. Tuttavia, nel quadro del riesame periodico del sistema di controllo dei rischi, sono stati rivisti gli schemi di applicazione degli scarti di garanzia per le attività sia di primo che di secondo livello, mentre è stata eliminata l'applicazione dei margini iniziali, a decorrere da marzo 2004. Quest'ultima decisione è stata resa possibile non solo dal migliore trattamento del rischio di liquidità negli schemi di applicazione degli scarti di garanzia, ma anche da una più ampia disponibilità di prezzi di attività finanziarie rispondenti ai principi di valutazione definiti dall'Eurosistema. Lo schema relativo agli scarti di garanzia applicati alle attività di primo livello è stato rivisto in modo da tenere specificamente conto delle caratteristiche di liquidità proprie di ciascuna tipologia di attività idonee. Quattro nuove categorie di liquidità sono state definite sulla scorta delle caratteristiche formali delle attività e di misure quantitative della liquidità.

– *I categoria:* strumenti di debito emessi da amministrazioni centrali e da banche centrali.

– *II categoria:* strumenti di debito emessi da amministrazioni locali e regionali, strumenti jumbo di tipo *Pfandbrief*, titoli di debito emessi da agenzie e da enti sovranazionali.

– *III categoria:* strumenti di debito tradizionali di tipo *Pfandbrief*, titoli di debito emessi da istituzioni creditizie, società e altri emittenti.

– *IV categoria:* titoli garantiti da attività.

Il nuovo schema si fonda su considerazioni relative al rischio di mercato (volatilità) e ai tempi complessivi necessari per un'ordinata liquidazione di una posizione in titoli rilevante. Le stime della volatilità si basano su scenari storici e simulati di variazione dei rendimenti dei titoli di Stato e includono uno scenario di crisi di base (costruito sulla scorta dei livelli di volatilità registrati nei mercati a seguito degli attacchi dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti e sulla simulazione dello scenario peggiore – *worst-case* – caratterizzato da elevata volatilità). A livelli di volatilità più elevati, comuni a tutte le categorie di liquidità, corrispondono scarti di garanzia più ampi. Il tempo di liquidazione complessivo si articola in tre fasi: il periodo di valutazione, il periodo di moratoria e i tempi di vendita. Il periodo di valutazione, pari a un giorno (data la valutazione su base giornaliera), e quello della moratoria, che si assume sia di tre-quattro giorni, sono anch'essi comuni a tutte le categorie di liquidità. Per contro, si presuppone che i tempi necessari per un'ordinata vendita delle attività siano una funzione crescente della posizione occupata in ordine di liquidità. Poiché l'Eurosistema non si è mai trovato a dover vendere attività a seguito dell'inadempienza di una controparte, la stima di tali tempi si basa sulle informazioni raccolte nei mercati finanziari.

Il riquadro 2 presenta informazioni aggiuntive di natura tecnica sui due metodi impiegati per derivare gli scarti di garanzia.

### I MARGINI DI VARIAZIONE

La seconda misura di controllo del rischio è costituita dai margini di variazione. L'Eurosistema

## Riquadro 2

### I METODI APPLICATI PER DERIVARE GLI SCARTI DI GARANZIA

Questo riquadro presenta una descrizione tecnica di due metodi di calcolo degli scarti di garanzia usati, rispettivamente, per i titoli negoziabili e per quelli non negoziabili.

#### 1. L'approccio basato sul rischio di andamenti sfavorevoli nei mercati (attività negoziabili)

La metodologia generale si fonda sul concetto di valore a rischio (*Value at Risk*, VaR)<sup>1)</sup>, con un livello di confidenza dato, durante il periodo di liquidazione. Il livello dello scarto di garanzia atto a fornire un adeguato grado di protezione a fronte di andamenti di mercato sfavorevoli può essere determinato in funzione della probabilità che il valore dei titoli forniti in garanzia subisca ampie variazioni. Il valore dell'attività  $V_i$  nel giorno  $t$  è definito come  $V_{i,t}$ . Il guadagno o la perdita di valore delle garanzie nell'intervallo di tempo fra le date  $t$  e  $t+$  (dove  $\tau$  rappresenta il tempo complessivo di liquidazione) è  $V_{i,t+\tau} - V_{i,t}$ .

Il volume totale delle garanzie ricevuto al netto dello scarto  $h_i$  alla data  $t$  ( $h_i V_{i,t}$ ) dovrebbe essere tale che

$$P(V_{i,t+\tau} - V_{i,t} < -h_i V_{i,t}) = \alpha.$$

Il simbolo  $\alpha$  rappresenta un valore di probabilità basso (pari ad esempio all'1 per cento) e si riferisce alla probabilità che il deprezzamento della garanzia non superi il valore delle attività aggiuntive ricevute mediante l'applicazione dello scarto di garanzia. Dividendo per  $V_{i,t}$  si ottiene

$$P(v_{i,t+\tau} < -h_i) = \alpha$$

dove  $v_{i,t+\tau}$  indica la variazione percentuale del valore della garanzia (ossia  $\{(V_{i,t+\tau} - V_{i,t}) / V_{i,t}\}$ ).

Le espressioni sopraindicate rappresentano il VaR di un portafoglio composto unicamente dal titolo  $i$  calcolato sulla base di un livello di confidenza pari a  $1-\alpha$ . Esso dovrebbe essere uguale al valore  $h_i$ .

#### 2. L'approccio basato sul rischio connesso al costo opportunità (attività non negoziabili)

Gli scarti di garanzia applicati alle attività non negoziabili dovrebbero riflettere il rischio associato al costo opportunità di dover detenere un titolo fino alla scadenza, che corrisponde alla differenza fra il rendimento a scadenza dell'attività e il rendimento che si sarebbe realizzato attraverso il rinnovo delle operazioni di politica monetaria fino alla scadenza dell'attività data in garanzia. Questo è il rischio connesso a una posizione vincolata in uno strumento a reddito fisso, che preclude l'opportunità di investire in futuro a un tasso potenzialmente più elevato.

1) Il valore a rischio (VaR) di una posizione detenuta in un titolo o in un portafoglio di attività per un orizzonte temporale  $T$  e con un determinato livello di confidenza  $p$  (compreso normalmente fra 90 e 99 per cento) rappresenta il valore  $q$  per il quale la probabilità  $P(V < -q) = 1-p$ , dove  $V$  è la variazione di valore della posizione nell'orizzonte temporale  $T$ .

richiede che il valore di mercato delle attività sottostanti utilizzate nelle operazioni temporanee copra la liquidità erogata per tutta la durata dell'operazione. Pertanto, se tale valore, misurato su base giornaliera, scende al di sotto di un determinato livello, le BCN richiederanno alle controparti di fornire attività aggiuntive o pagamenti in contante, ossia effettueranno una richiesta di margini. Analogamente, se il valore delle attività stanziate supera un certo livello, la controparte può ritirare le attività in eccesso o contante. La frequenza delle richieste di margini dipende non solo dalla volatilità dei prezzi delle attività ma anche dal sistema di gestione delle garanzie utilizzato da ciascuna BCN. In relazione al diverso ordinamento giuridico nazionale e ai differenti sistemi operativi, le BCN consentono che non vengano specificate le attività date in garanzia (sistema di *pooling*), ovvero ne richiedono l'individuazione specifica per ogni singola operazione (sistema di *earmarking*). Alcune BCN si avvalgono di entrambi i metodi. In un sistema di *pooling* delle garanzie, le controparti detengono un conto di deposito indistinto in cui costituiscono un insieme di attività a garanzia del complesso delle loro operazioni con la banca centrale. Poiché, in pratica, il volume di garanzie fornite dalle controparti alle BCN che usano un sistema di *pooling* è generalmente superiore a quello necessario, le richieste di margini avvengono solo di rado.

L'integrazione di un meccanismo di valutazione giornaliera delle attività con la possibilità di effettuare richieste di margini assicura che il valore delle garanzie copra la liquidità erogata in ogni momento dell'operazione di finanziamento. In questo contesto, gli scarti di garanzia sono destinati pertanto a fronteggiare i movi-

menti del mercato nel lasso di tempo necessario al realizzo delle attività, e non nel corso dell'operazione. Questo aspetto semplifica considerevolmente il sistema di controllo dei rischi poiché implica che, nell'applicare gli scarti di garanzia non occorre distinguere fra le diverse tipologie di operazioni temporanee e fra le loro diverse scadenze (nel caso dell'Eurosistema, queste ultime sono comprese fra un giorno e tre mesi).

## 6 CONCLUSIONI

L'attenuazione dei rischi nel quadro delle operazioni temporanee di immissione di liquidità condotte dall'Eurosistema si fonda su tre elementi:

- Per garantire le proprie operazioni l'Eurosistema impiega *attività con elevato merito creditizio*. Ai fini della valutazione di quest'ultimo e considerata l'eterogeneità delle attività idonee accettate, esso si avvale delle fonti di mercato e delle migliori prassi.
- Le attività offerte in garanzia devono essere *accuratamente valutate su base giornaliera* in modo da assicurare che l'Eurosistema sia adeguatamente tutelato dal rischio di credito.
- Per far fronte ai rischi di mercato e di liquidità alle garanzie opportunamente valutate sono applicate *misure per il controllo dei rischi*. Oltre a salvaguardare l'Eurosistema dai rischi finanziari nelle operazioni di finanziamento, queste misure mirano altresì a non penalizzare le controparti e a consentire loro un uso efficiente delle attività idonee.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

# INDICE <sup>1)</sup>



## 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) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int). Si rimanda al sito della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S66
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S67
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S68
9.2	Stati Uniti e Giappone	S69
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	<b>S71</b>
	<b>NOTE TECNICHE</b>	<b>S73</b>
	<b>NOTE GENERALI</b>	<b>S77</b>

## NOVITÀ

In seguito all'allargamento dell'UE, da maggio 2004, le tavole 7.3.2 (Commercio di beni) e 9.1.1 (Indicatori per i paesi non appartenenti all'area dell'euro) sono state emendate per tener conto di tale evento.

### Segni convenzionali nelle tavole

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,4	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,0	-	4,9	20,3	2,33	4,16
2003 2° trim.	11,3	8,3	8,5	-	4,6	20,3	2,37	3,96
3° trim.	11,4	8,5	8,3	-	4,9	22,1	2,14	4,16
4° trim.	11,1	7,9	7,6	-	5,3	21,6	2,15	4,36
2004 1° trim.	11,1	7,2	6,5	-	5,5	.	2,06	4,15
2003 nov.	10,5	7,6	7,4	7,5	5,6	21,7	2,16	4,44
dic.	10,5	7,6	7,0	7,0	5,5	19,2	2,15	4,36
2004 gen.	11,3	7,4	6,5	6,6	5,5	16,9	2,09	4,26
feb.	11,1	7,0	6,3	6,4	5,5	15,8	2,07	4,18
mar.	11,4	6,8	6,3	.	5,5	.	2,03	4,02
apr.	.	.	.	.	.	.	2,05	4,24

### 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	0,5	8,4
2003	2,1	1,6	2,9	0,4	0,3	80,9	0,2	8,8
2003 2° trim.	1,9	1,5	3,2	0,1	-0,8	80,8	0,2	8,8
3° trim.	2,0	1,2	2,8	0,3	-0,2	81,0	0,2	8,8
4° trim.	2,0	1,1	2,6	0,6	1,5	80,9	0,2	8,8
2004 1° trim.	1,7	0,2	.	.	.	80,5	.	8,8
2003 nov.	2,2	1,4	-	-	0,9	-	-	8,8
dic.	2,0	1,0	-	-	2,1	-	-	8,8
2004 gen.	1,9	0,3	-	-	0,6	80,6	-	8,8
feb.	1,6	0,0	-	-	0,6	-	-	8,8
mar.	1,7	0,4	-	-	.	-	-	8,8
apr.	2,0	.	-	-	.	80,4	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: 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)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	65,4	133,6	-4,7	114,4	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	39,3	107,6	-9,9	25,3	306,5	99,9	103,6	1,1312
2003 2° trim.	-5,0	24,2	2,7	62,0	326,1	101,0	104,7	1,1372
3° trim.	14,3	36,8	-19,1	-59,1	332,9	100,2	103,9	1,1248
4° trim.	25,8	29,9	-6,4	18,2	306,5	101,8	105,9	1,1890
2004 1° trim.	.	.	.	.	308,4	103,9	108,2	1,2497
2003 nov.	5,0	8,5	4,6	4,6	321,9	100,9	104,9	1,1702
dic.	11,5	8,3	-0,9	-24,9	306,5	103,7	108,1	1,2286
2004 gen.	-4,9	4,2	-11,9	-14,9	309,7	104,7	108,9	1,2613
feb.	7,8	9,5	7,8	4,4	298,5	104,4	108,6	1,2646
mar.	.	.	.	.	308,4	102,8	107,1	1,2262
apr.	.	.	.	.	.	100,9	105,2	1,1985

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.

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



## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

	9 aprile 2004	16 aprile 2004	23 aprile 2004	30 aprile 2004
<b>Oro e crediti in oro</b>	136.529	136.529	136.529	136.529
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	171.428	171.190	171.723	173.580
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	16.791	16.995	17.511	17.691
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.321	7.991	7.361	7.407
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	293.528	280.507	286.034	295.059
Operazioni di rifinanziamento principali	218.499	205.500	211.000	220.002
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	75.000	75.000	75.000	75.001
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	19	3	33	44
Crediti connessi a scarti di garanzia	10	4	1	12
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.010	999	925	1.000
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	69.862	70.036	71.189	71.043
<b>Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche</b>	42.589	42.589	42.546	42.547
<b>Altre attività</b>	108.055	108.420	108.900	108.682
<b>Attività totali</b>	<b>848.113</b>	<b>835.256</b>	<b>842.718</b>	<b>853.538</b>

#### 2. Passività

	9 aprile 2004	16 aprile 2004	23 aprile 2004	30 aprile 2004
<b>Banconote in circolazione</b>	441.418	435.813	432.009	435.421
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	135.074	135.225	131.071	133.564
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	135.008	135.165	131.026	133.513
Depositi overnight	65	49	44	48
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	11	1	3
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	302	301	302	301
<b>Certificati di debito</b>	1.054	1.054	1.054	1.054
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	51.605	44.294	59.028	62.077
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.551	8.475	8.384	8.563
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	297	298	300	301
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.973	8.385	8.797	10.289
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.924	5.924	5.924	5.924
<b>Altre passività</b>	55.035	55.607	55.968	56.162
<b>Rivalutazioni</b>	80.604	80.604	80.604	80.604
<b>Capitale e riserve</b>	59.276	59.276	59.277	59.278
<b>Passività totali</b>	<b>848.113</b>	<b>835.256</b>	<b>842.718</b>	<b>853.538</b>

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

Fonte: BCE.

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

### 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1) 2)</sup>

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

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine <sup>3)</sup>

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 6 gen.	118.344	229	80.000	2,00	2,02	2,04	15
14	166.033	314	144.000	2,00	2,00	2,02	14
21	101.083	291	85.000	2,00	2,00	2,01	14
28	165.044	315	139.000	2,00	2,01	2,02	14
4 feb.	112.763	276	76.000	2,00	2,01	2,02	14
11	147.492	313	137.000	2,00	2,00	2,01	12
18	104.015	285	83.000	2,00	2,00	2,01	14
23	135.659	268	135.659	2,00	2,00	2,00	16
3 mar.	100.586	253	85.000	2,00	2,00	2,01	14
10	147.204	267	127.500	2,00	2,00	2,01	7
17	224.149	330	216.500	2,00	2,00	2,01	7
24	224.531	333	224.531	2,00	2,00	2,00	7
31	257.167	335	218.000	2,00	2,00	2,01	7
7 apr.	255.399	317	218.500	2,00	2,00	2,01	7
14	265.103	341	205.500	2,00	2,00	2,01	7
21	267.511	371	211.000	2,00	2,00	2,01	7
28	270.499	366	220.000	2,00	2,00	2,01	7
5 mag.	267.916	349	211.000	2,00	2,00	2,01	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2003 30 apr.	35.096	164	15.000	-	2,50	2,51	92
29 mag.	30.218	120	15.000	-	2,25	2,27	91
26 giu.	28.694	124	15.000	-	2,11	2,12	91
31 lug.	25.416	134	15.000	-	2,08	2,10	91
28 ago.	35.940	143	15.000	-	2,12	2,13	91
25 set.	28.436	106	15.000	-	2,10	2,12	84
30 ott.	32.384	150	15.000	-	2,13	2,14	91
27 nov.	25.402	128	15.000	-	2,12	2,13	91
18 dic.	24.988	114	15.000	-	2,12	2,14	105
2004 29 gen.	47.117	145	25.000	-	2,03	2,04	91
26 feb.	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 apr.	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 gen. <sup>5)</sup>	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 apr.	Operazione temporanea	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 set.	Operazione temporanea	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operazione temporanea	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 nov.	Operazione temporanea	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 gen.	Operazione temporanea	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operazione temporanea	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 dic.	Operazione temporanea	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.850	12	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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
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	
3° trim.	11.396,7	6.173,3	405,1	1.433,2	791,7	2.593,3	
2003 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.	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 gen.	11.691,2	6.328,2	428,0	1.461,4	825,3	2.648,3	
feb.	11.775,2	6.315,9	431,3	1.470,0	882,0	2.676,0	

**2. Assolvimento dell'obbligo di riserva**

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
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
4° trim.	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.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
6 apr.	134,6	135,3	0,7	0,0	2,00
11 mag.	134,4	.	.	.	.

**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						Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	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		
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
4° trim.	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.	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4
9 mar.	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
6 apr.	301,4	217,9	67,1	0,4	0,0	0,4	0,0	425,3	51,5	-25,7	135,3	561,0

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 monetari <sup>1)</sup>	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
3° trim.	1.089,1	462,5	23,7	0,6	438,1	121,7	110,5	1,1	10,1	-	12,4	341,8	12,3	138,4
4° trim.	1.085,7	471,3	22,6	0,6	448,0	133,5	121,5	1,2	10,8	-	12,8	318,0	12,4	137,7
2004 gen.	1.090,0	469,7	22,6	0,7	446,4	136,3	123,9	1,3	11,2	-	12,9	321,7	13,0	136,3
feb.	1.091,3	474,4	22,6	0,6	451,1	140,4	127,1	1,3	11,9	-	13,1	309,1	13,9	140,4
mar. <sup>(p)</sup>	1.102,4	467,3	22,6	0,7	444,0	143,3	129,2	1,5	12,7	-	13,1	320,8	14,0	143,9
IFM escluso l'Eurosistema														
2001	18.226,3	11.134,7	822,0	6.518,7	3.794,0	2.535,9	1.077,4	335,6	1.122,9	38,5	810,8	2.408,8	168,1	1.129,5
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003 1° trim.	19.184,0	11.733,1	804,8	6.854,1	4.074,2	2.830,6	1.210,0	385,9	1.234,7	66,8	818,3	2.544,3	160,8	1.030,1
2° trim.	19.528,1	11.879,3	794,2	6.941,9	4.143,2	2.886,6	1.239,4	405,1	1.242,1	69,0	853,4	2.624,2	157,9	1.057,7
3° trim.	19.565,7	11.948,0	797,6	6.994,6	4.155,7	2.926,5	1.258,5	411,5	1.256,4	69,3	879,4	2.547,2	158,6	1.036,8
4° trim.	19.795,4	12.106,5	819,4	7.093,5	4.193,6	2.947,5	1.246,0	425,7	1.275,9	67,3	895,0	2.567,0	162,1	1.050,1
2004 gen.	20.038,4	12.130,0	816,8	7.108,9	4.204,3	2.992,3	1.271,4	425,0	1.295,9	76,2	909,6	2.694,6	159,3	1.076,4
feb.	20.160,7	12.152,9	808,3	7.140,9	4.203,7	3.040,6	1.293,6	430,7	1.316,4	77,3	908,3	2.723,4	159,6	1.098,6
mar. <sup>(p)</sup>	20.422,4	12.228,7	823,1	7.171,5	4.234,1	3.080,6	1.303,9	431,8	1.344,9	77,8	928,4	2.827,8	160,0	1.119,1

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	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
3° trim.	1.089,1	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,2	32,4	134,4
4° trim.	1.085,7	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	139,9	27,5	142,2
2004 gen.	1.090,0	430,0	345,9	42,7	15,5	287,6	-	1,6	140,8	29,4	142,2
feb.	1.091,3	433,4	349,4	48,9	16,5	283,9	-	1,6	142,3	24,3	140,2
mar. <sup>(p)</sup>	1.102,4	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,0
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	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,6	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003 1° trim.	19.184,0	0,0	10.317,2	125,5	5.995,4	4.196,3	617,6	3.045,5	1.115,8	2.665,5	1.422,4
2° trim.	19.528,1	0,0	10.540,9	147,6	6.096,4	4.296,9	640,1	3.080,4	1.126,3	2.642,3	1.498,1
3° trim.	19.565,7	0,0	10.566,1	128,9	6.128,3	4.308,9	646,2	3.125,6	1.142,5	2.607,2	1.478,2
4° trim.	19.795,4	0,0	10.769,0	132,3	6.274,1	4.362,7	649,1	3.158,8	1.151,1	2.609,6	1.457,8
2004 gen.	20.038,4	0,0	10.764,5	131,3	6.267,7	4.365,5	667,8	3.206,0	1.153,7	2.720,2	1.526,3
feb.	20.160,7	0,0	10.807,0	144,1	6.288,1	4.374,7	676,4	3.236,1	1.154,0	2.742,3	1.545,0
mar. <sup>(p)</sup>	20.422,4	0,0	10.859,6	140,7	6.307,6	4.411,3	678,6	3.302,5	1.160,7	2.835,4	1.585,6

Fonte: BCE.

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

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro**

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	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	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003 1° trim.	14.124,7	7.683,6	828,9	6.854,8	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.893,6	172,7	1.116,4
2° trim.	14.381,3	7.760,4	817,9	6.942,6	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.958,5	169,9	1.149,6
3° trim.	14.406,6	7.816,6	821,3	6.995,3	1.781,7	1.369,0	412,6	614,8	2.889,0	170,8	1.133,7
4° trim.	14.548,8	7.936,2	842,0	7.094,1	1.794,3	1.367,4	426,9	623,7	2.885,0	174,5	1.135,1
2004 gen.	14.763,8	7.949,0	839,4	7.109,6	1.821,6	1.395,3	426,3	632,9	3.016,3	172,3	1.171,8
feb.	14.863,5	7.972,5	830,9	7.141,6	1.852,7	1.420,7	432,0	633,3	3.032,5	173,5	1.199,0
mar. <sup>(p)</sup>	15.078,7	8.017,9	845,7	7.172,2	1.866,4	1.433,1	433,3	649,2	3.148,5	174,0	1.222,6
Transazioni											
2001	906,4	365,6	-7,6	373,2	71,4	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,8
2002	601,2	299,2	-9,4	308,6	75,8	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003 1° trim.	220,9	87,1	-0,7	87,8	63,0	46,4	16,6	0,2	91,6	-3,6	-17,5
2° trim.	321,2	96,2	-8,6	104,8	52,0	37,9	14,1	21,2	122,9	-2,5	31,5
3° trim.	1,7	60,4	3,5	56,9	39,6	32,7	6,9	-4,8	-72,1	0,8	-22,3
4° trim.	250,6	141,8	19,8	122,0	16,3	-0,4	16,7	7,2	82,8	1,9	0,6
2004 gen.	182,2	22,9	-2,7	25,6	15,5	17,5	-1,9	7,4	111,4	-2,4	27,2
feb.	103,1	28,3	-8,5	36,7	27,8	23,0	4,8	1,5	23,0	1,2	21,4
mar. <sup>(p)</sup>	170,5	44,3	16,0	28,3	12,5	11,7	0,8	16,4	76,2	0,5	20,7

**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 <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	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	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003 1° trim.	14.124,7	327,2	176,2	6.011,6	550,8	1.804,0	1.001,0	2.694,2	1.545,7	14,1
2° trim.	14.381,3	351,0	200,3	6.115,3	571,0	1.830,8	997,7	2.672,2	1.626,4	16,5
3° trim.	14.406,6	364,8	183,9	6.145,7	576,9	1.861,7	1.016,6	2.639,6	1.612,6	4,8
4° trim.	14.548,8	397,9	153,6	6.290,9	581,8	1.873,6	1.006,9	2.637,1	1.600,1	6,8
2004 gen.	14.763,8	389,1	174,1	6.283,2	591,6	1.900,5	1.004,8	2.749,6	1.668,5	2,5
feb.	14.863,5	393,5	193,1	6.304,6	599,1	1.909,4	1.008,2	2.766,6	1.685,2	3,8
mar. <sup>(p)</sup>	15.078,7	399,5	183,9	6.323,4	600,7	1.946,6	1.023,9	2.859,1	1.730,6	11,0
Transazioni										
2001	906,4	-116,4	-26,9	385,4	91,0	107,7	81,0	338,4	97,0	-50,7
2002	601,2	101,4	-5,8	222,0	70,0	104,5	39,1	75,9	-92,6	86,7
2003 1° trim.	220,9	7,7	32,8	50,8	35,8	25,0	2,6	59,6	-18,2	24,9
2° trim.	321,2	23,8	24,1	110,8	19,8	34,1	0,5	26,5	61,8	19,8
3° trim.	1,7	14,4	-13,7	-1,1	3,5	37,3	23,9	-20,9	-34,1	-7,7
4° trim.	250,6	33,1	-30,3	155,1	-1,3	34,0	4,7	67,1	-33,4	21,6
2004 gen.	182,2	-8,8	20,5	-9,2	9,2	22,7	0,1	86,1	70,0	-8,4
feb.	103,1	4,3	19,0	22,1	7,5	9,8	2,3	16,8	18,0	3,4
mar. <sup>(p)</sup>	170,5	6,0	-9,2	15,3	3,6	28,3	7,1	72,4	45,2	1,8

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

## 2.3 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 monetari<sup>1)</sup> e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	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	54,7
2002	2.439,3	2.474,3	4.913,6	854,5	5.768,1	-	3.994,1	2.073,7	7.723,9	6.780,6	184,6
2003 1° trim.	2.508,7	2.495,0	5.003,7	857,8	5.861,4	-	4.005,0	2.120,9	7.788,3	6.847,2	223,4
2° trim.	2.552,2	2.536,7	5.088,9	887,2	5.976,1	-	4.028,6	2.143,2	7.911,6	6.911,8	278,9
3° trim.	2.621,6	2.547,7	5.169,3	888,8	6.058,2	-	4.106,0	2.200,9	8.046,8	7.005,5	237,5
4° trim.	2.673,9	2.554,2	5.228,0	909,4	6.137,4	-	4.141,9	2.228,0	8.149,1	7.095,3	221,1
2004 gen.	2.714,6	2.546,3	5.260,9	898,7	6.159,5	-	4.156,0	2.241,5	8.174,5	7.114,8	265,9
feb.	2.736,6	2.548,3	5.285,0	911,7	6.196,7	-	4.180,7	2.249,2	8.216,4	7.152,1	273,4
mar. <sup>(a)</sup>	2.770,0	2.546,0	5.316,0	890,9	6.206,8	-	4.237,2	2.264,6	8.237,8	7.164,7	313,2
Transazioni											
2001	121,4	158,3	279,7	118,6	398,4	-	178,1	2,4	467,0	377,4	-6,7
2002	214,6	88,4	303,0	68,4	371,4	-	187,7	38,0	346,3	312,6	167,9
2003 1° trim.	67,8	48,2	116,0	-7,9	108,1	-	29,5	16,6	81,9	80,9	84,0
2° trim.	59,1	45,2	104,3	26,5	130,8	-	38,0	25,2	128,7	81,6	65,0
3° trim.	72,4	10,6	82,9	1,3	84,2	-	87,1	63,9	114,0	97,9	-55,6
4° trim.	56,3	10,9	67,3	13,4	80,7	-	74,6	27,5	126,2	113,0	0,9
2004 gen.	40,3	-9,5	30,8	-8,5	22,3	-	10,0	2,8	32,7	29,7	51,3
feb.	23,2	1,5	24,7	13,9	38,6	-	23,7	5,5	46,6	42,1	14,5
mar. <sup>(a)</sup>	31,9	-4,0	27,9	-19,0	8,9	-	38,7	15,7	19,1	10,1	20,0
Variazioni percentuali											
2001 dic.	5,9	7,1	6,5	17,6	8,0	7,9	4,8	0,1	6,7	6,1	-6,7
2002 dic.	9,7	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	167,9
2003 mar.	11,6	4,8	8,1	8,0	8,0	8,3	4,4	1,7	4,8	4,7	229,9
giu.	11,2	5,8	8,4	8,6	8,5	8,6	5,0	3,7	5,1	4,6	247,0
set.	11,1	5,3	8,2	4,4	7,6	8,0	5,3	5,6	5,5	4,9	165,7
dic.	10,5	4,7	7,6	3,9	7,0	7,0	5,8	6,4	5,8	5,5	94,3
2004 gen.	11,3	3,6	7,4	1,3	6,5	6,6	5,9	6,0	5,8	5,5	109,5
feb.	11,1	3,0	7,0	2,4	6,3	6,4	6,1	5,8	5,9	5,5	105,6
mar. <sup>(a)</sup>	11,4	2,2	6,8	3,2	6,3	.	6,8	6,6	6,0	5,5	96,1

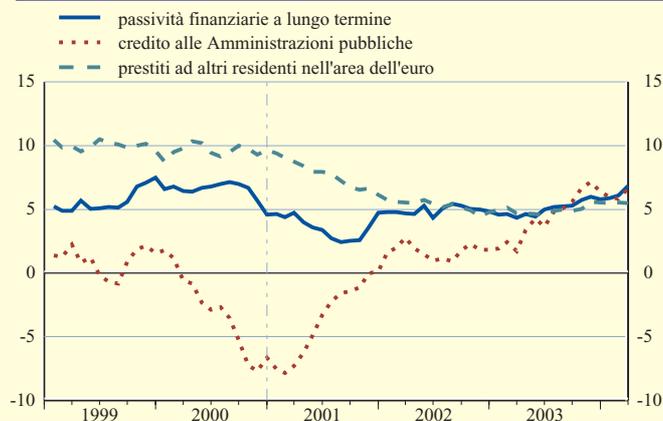
### F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, M2, M3: cfr. Glossario).

2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

## 2.3 Statistiche monetarie

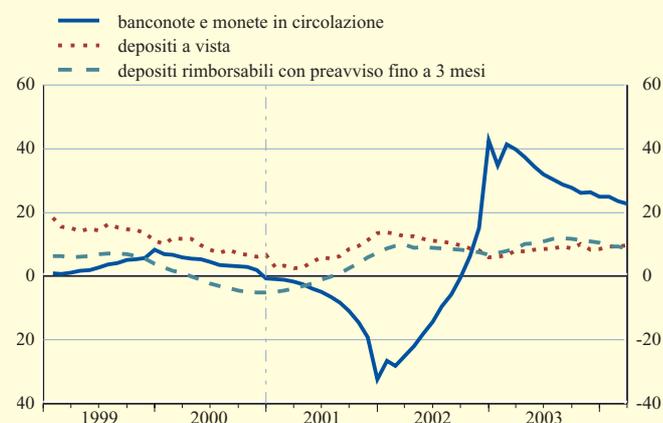
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	1.696,9	103,7	1.187,2	1.006,4
2003 1° trim.	331,9	2.176,8	1.071,5	1.423,4	209,4	549,1	99,4	1.702,6	100,2	1.203,1	999,2
2° trim.	347,1	2.205,0	1.074,1	1.462,7	220,9	569,3	97,0	1.728,5	96,2	1.210,8	993,1
3° trim.	366,9	2.254,7	1.051,4	1.496,4	215,6	582,0	91,3	1.770,3	90,9	1.230,8	1.014,0
4° trim.	388,5	2.285,4	1.042,5	1.511,6	219,7	601,9	87,7	1.793,1	90,5	1.251,9	1.006,4
2004 gen.	396,6	2.318,1	1.029,2	1.517,1	212,1	595,5	91,0	1.812,1	90,3	1.256,1	997,4
feb.	400,0	2.336,6	1.012,8	1.535,5	225,0	595,2	91,5	1.816,8	90,2	1.264,8	1.008,9
mar. <sup>(p)</sup>	406,5	2.363,5	1.000,0	1.545,9	202,4	599,2	89,2	1.855,7	90,3	1.269,4	1.021,9
Transazioni											
2001	-112,5	233,9	69,3	88,9	26,8	93,9	-2,1	110,1	-10,6	-2,4	81,1
2002	99,6	115,0	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,2	117,6	-10,0	41,2	38,9
2003 1° trim.	20,9	46,8	-5,9	54,1	-21,7	17,4	-3,6	20,2	-3,5	11,9	0,9
2° trim.	15,2	43,9	5,8	39,4	11,6	19,7	-4,8	35,6	-4,0	8,6	-2,3
3° trim.	20,4	52,0	-23,1	33,7	-4,0	10,4	-5,1	47,6	-5,3	19,0	25,8
4° trim.	21,6	34,7	-4,6	15,5	3,2	13,7	-3,4	44,7	-0,4	23,3	6,9
2004 gen.	8,1	32,2	-14,8	5,3	-6,6	-7,0	5,1	13,0	-0,1	3,9	-6,8
feb.	3,4	19,8	-17,0	18,5	12,8	-0,4	1,4	4,7	-0,2	8,7	10,4
mar. <sup>(p)</sup>	6,5	25,4	-14,3	10,3	-22,6	5,9	-2,4	30,0	0,1	4,2	4,3
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	-9,5	7,3	-8,8	3,6	3,9
2003 mar.	39,7	8,1	0,0	8,6	0,9	16,5	-11,4	6,6	-8,2	3,9	2,5
giu.	31,9	8,4	-0,5	10,9	-0,9	19,3	-14,3	7,1	-10,7	3,9	4,5
set.	27,8	8,7	-2,5	11,6	-6,7	14,2	-16,2	7,8	-15,2	4,7	4,0
dic.	24,9	8,4	-2,6	10,4	-4,8	11,6	-16,8	8,8	-12,7	5,3	3,1
2004 gen.	25,0	9,3	-3,7	9,3	-7,8	8,9	-16,6	9,5	-11,9	5,7	1,9
feb.	23,5	9,2	-5,1	9,2	-1,7	7,8	-15,1	9,4	-11,1	5,8	2,6
mar. <sup>(p)</sup>	22,7	9,6	-6,4	8,6	-2,7	7,7	-8,5	10,4	-9,9	5,6	3,9

### F3 Componenti degli aggregati monetari

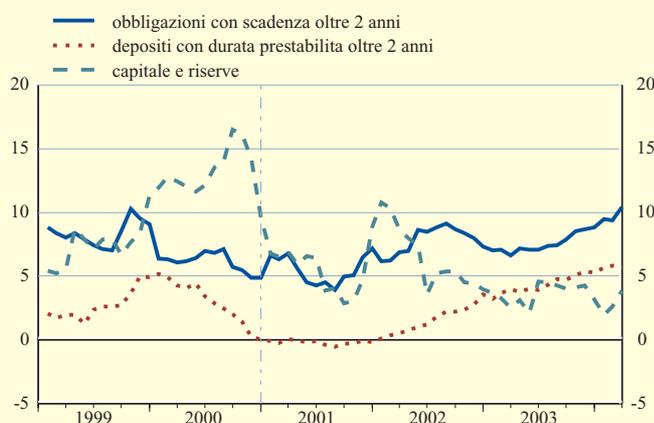
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

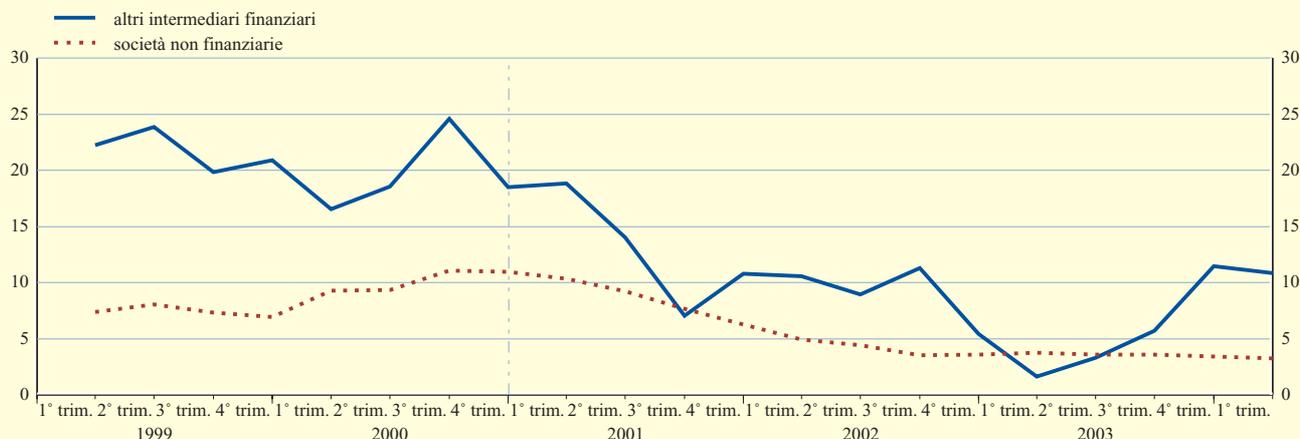
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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	455,2	289,3	2.965,6	980,1	514,8	1.470,6
2003 1° trim.	42,4	30,0	472,2	302,7	2.980,9	989,9	512,4	1.478,6
2° trim.	44,8	31,3	479,3	305,5	3.006,8	999,1	508,4	1.499,3
3° trim.	44,3	28,3	480,1	296,9	3.006,4	971,1	518,8	1.516,5
4° trim.	35,6	22,1	506,6	317,2	3.030,5	959,1	524,6	1.546,7
2004 gen.	47,5	34,2	497,5	306,1	3.038,1	959,8	528,4	1.549,9
feb.	47,0	33,2	514,0	318,7	3.040,2	954,8	529,1	1.556,2
mar. <sup>(p)</sup>	46,3	32,1	509,1	307,1	3.050,4	956,3	523,5	1.570,6
Transazioni								
2001	3,6	3,0	42,7	25,6	170,8	19,9	57,0	94,0
2002	-4,0	-7,3	23,6	16,2	104,0	-24,5	32,0	96,6
2003 1° trim.	11,2	10,3	9,6	5,3	28,4	12,5	1,5	14,4
2° trim.	2,6	1,4	9,6	4,5	36,1	13,0	-2,7	25,8
3° trim.	-0,5	-3,0	2,0	-8,0	1,4	-27,1	10,2	18,3
4° trim.	-8,8	-6,3	32,0	23,6	35,5	-6,2	6,4	35,3
2004 gen.	11,9	12,1	-2,6	-4,2	9,4	1,9	3,8	3,7
feb.	-0,5	-1,0	16,1	13,9	4,9	-4,2	1,0	8,0
mar. <sup>(p)</sup>	-0,7	-1,1	-6,3	-12,2	9,1	1,4	-1,2	9,0
Variazioni percentuali								
2001 dic.	11,4	13,6	10,8	10,1	6,3	2,1	13,1	7,2
2002 dic.	-10,2	-26,4	5,4	5,9	3,6	-2,4	6,5	6,9
2003 mar.	8,3	-1,6	1,6	-2,7	3,7	-1,0	5,8	6,4
giu.	4,9	-3,9	3,3	-0,7	3,6	0,5	2,4	6,2
set.	10,4	-5,6	5,7	1,9	3,6	-1,0	4,4	6,4
2003 dic.	12,9	12,7	11,5	8,5	3,4	-0,8	3,1	6,4
2004 gen.	12,6	15,6	12,3	10,6	3,3	-3,0	5,2	7,0
feb.	6,8	5,5	14,8	13,5	3,2	-3,2	4,5	7,1
mar. <sup>(p)</sup>	9,5	7,0	10,8	5,8	3,3	-2,1	3,4	6,8

### 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 <sup>1)</sup>

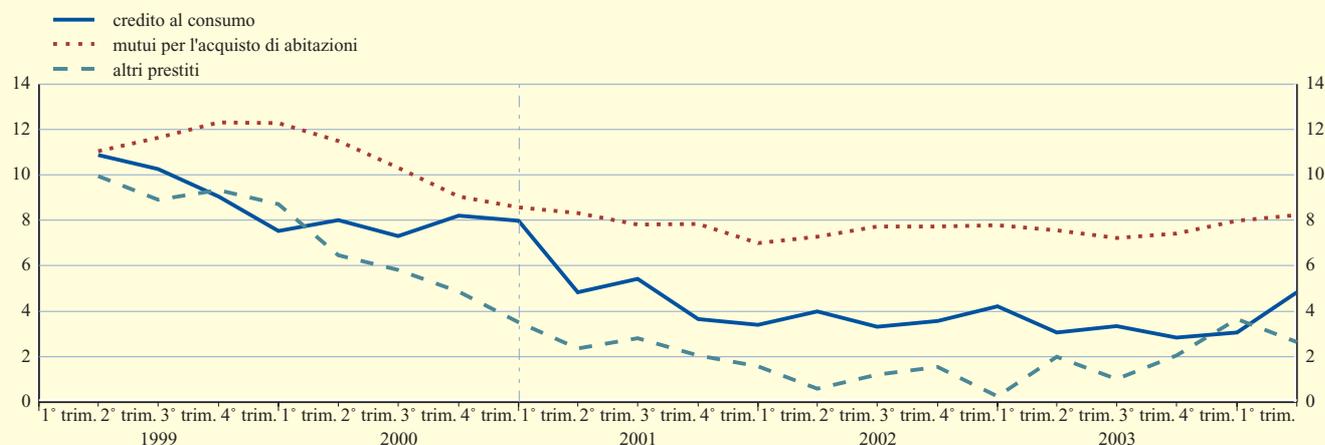
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 2. Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

	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	3.327,2	518,1	105,1	178,3	234,7	2.191,4	23,1	65,1	2.103,2	617,5	153,9	99,7	363,9
2003 1° trim.	3.358,6	492,9	112,2	176,6	204,1	2.227,6	16,3	68,2	2.143,0	638,1	144,2	94,7	399,2
2° trim.	3.410,9	501,1	115,7	179,3	206,1	2.265,6	16,6	68,5	2.180,5	644,3	144,8	92,5	406,9
3° trim.	3.463,8	477,1	110,4	178,3	188,4	2.313,2	16,9	70,1	2.226,2	673,5	144,0	97,0	432,5
4° trim.	3.520,8	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	16,1	67,3	2.277,0	676,0	144,9	95,9	435,2
2004 gen.	3.525,7	481,0	110,3	179,1	191,6	2.372,6	15,8	66,3	2.290,5	672,1	142,4	95,1	434,6
feb.	3.539,8	481,4	109,3	180,1	191,9	2.385,1	15,6	66,3	2.303,2	673,3	140,6	95,2	437,4
mar. <sup>(p)</sup>	3.565,7	484,8	110,2	181,8	192,8	2.400,3	15,9	70,6	2.313,8	680,5	141,6	94,5	444,5
Transazioni													
2001	158,1	16,4	-0,8	4,4	12,8	131,8	0,4	-1,8	133,2	9,9	-2,0	3,0	8,8
2002	179,8	21,1	6,4	5,4	9,4	157,1	0,4	2,5	154,1	1,5	-3,0	2,2	2,2
2003 1° trim.	38,3	-6,1	6,8	-3,1	-9,7	36,9	-6,6	3,2	40,3	7,8	-7,4	-2,4	17,5
2° trim.	56,5	8,4	1,6	4,6	2,3	41,4	0,3	-0,2	41,3	6,7	3,2	-2,8	6,4
3° trim.	54,0	3,0	-1,1	2,1	2,0	48,5	0,5	1,6	46,4	2,6	-4,4	1,3	5,7
4° trim.	63,3	9,2	2,2	2,9	4,1	48,2	-0,7	-2,7	51,6	6,0	1,9	-1,0	5,1
2004 gen.	6,9	-3,0	-1,4	-1,8	0,2	12,6	-0,3	-1,0	13,8	-2,7	-2,1	-0,7	0,1
feb.	16,3	0,9	-0,9	1,2	0,6	13,2	-0,1	0,0	13,3	2,2	-1,4	0,2	3,5
mar. <sup>(p)</sup>	26,0	4,4	0,9	1,9	1,6	19,3	0,3	5,2	13,7	2,3	1,1	-0,1	1,4
Variazioni percentuali													
2001 dic.	5,3	3,4	-1,0	2,6	6,1	7,0	1,8	-2,8	7,4	1,6	-1,3	2,9	2,4
2002 dic.	5,7	4,2	6,2	3,1	4,2	7,8	1,9	4,2	8,0	0,2	-1,9	2,2	0,6
2003 mar.	5,8	3,1	17,3	0,6	-1,2	7,6	-28,6	9,9	7,9	2,0	-5,6	0,0	5,8
giu.	5,4	3,4	15,8	2,8	-1,6	7,2	-29,3	9,5	7,6	1,0	-7,2	-5,6	6,3
set.	5,7	2,8	12,6	4,0	-2,3	7,4	-30,0	12,0	7,7	2,1	-6,2	-2,9	6,7
2003 dic.	6,4	3,1	9,1	3,6	-0,2	8,0	-28,5	2,8	8,6	3,6	-4,5	-5,0	9,2
2004 gen.	6,4	3,8	1,5	6,4	3,0	8,2	-1,6	-0,7	8,5	2,4	-2,3	-4,1	5,6
feb.	6,4	4,9	-0,1	7,5	5,6	8,1	-3,3	-1,5	8,5	1,5	-2,2	-5,8	4,6
mar. <sup>(p)</sup>	6,7	4,8	1,3	6,2	5,6	8,2	0,2	4,2	8,4	2,6	-1,3	-3,3	5,4

### 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 <sup>1)</sup>

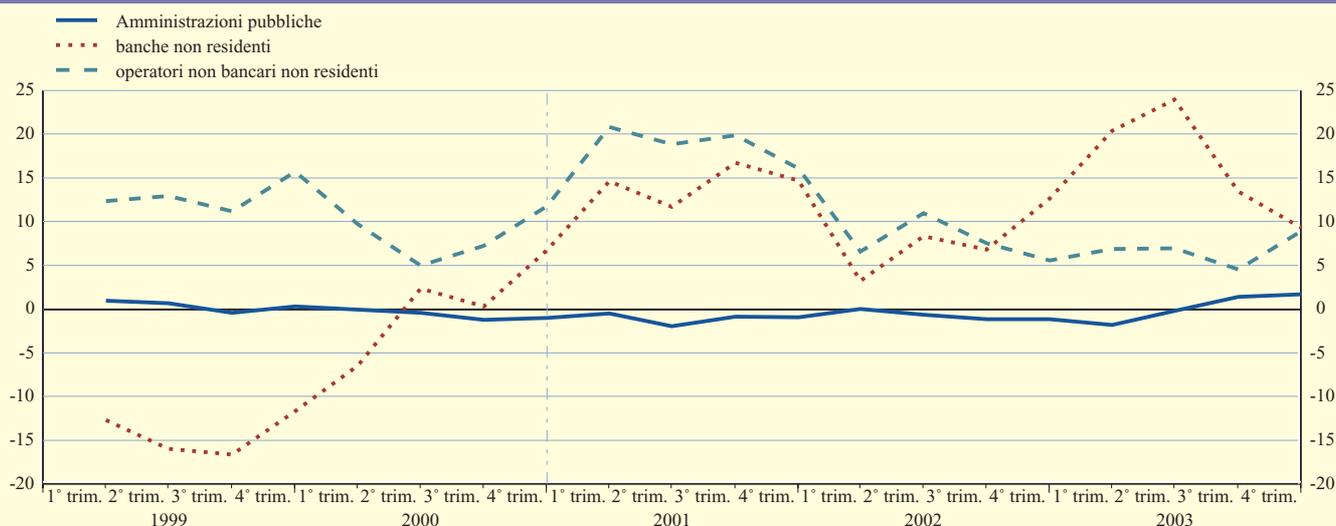
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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 <sup>2)</sup>	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	145,6	298,3	362,9	15,2	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 1° trim.	804,8	134,7	267,2	379,0	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
2° trim.	794,2	126,9	263,5	375,4	28,3	1.833,2	1.242,2	590,9	59,2	531,7
3° trim.	797,6	128,4	262,5	376,0	30,6	1.741,1	1.157,4	583,7	59,8	523,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	819,4	128,5	265,3	392,5	32,6	1.762,8	1.181,3	579,9	58,9	521,0
Transazioni										
2001	-6,2	-18,7	1,1	9,9	1,7	225,2	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 1° trim.	-0,6	0,7	-10,2	4,8	4,1	66,2	43,8	22,9	-5,5	28,5
2° trim.	-8,2	-7,3	-3,8	-1,6	4,5	105,3	93,1	12,8	0,3	12,5
3° trim.	3,5	1,5	-1,0	0,5	2,2	-86,9	-82,9	-3,9	0,6	-4,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	20,9	0,7	2,8	16,5	2,0	74,9	54,2	20,1	-0,6	20,8
Variazioni percentuali										
2001 dic.	-0,8	-11,4	0,4	2,8	12,4	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 dic.	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 mar.	-1,6	-13,2	-9,2	7,1	56,3	15,6	20,6	7,1	-13,9	9,9
giu.	0,0	-8,5	-6,3	5,3	54,3	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
set.	1,6	-3,3	-4,3	5,1	50,1	10,4	13,6	4,8	-10,5	6,7
dic. <sup>(p)</sup>	1,9	-3,3	-4,4	5,4	65,0	9,3	9,5	9,1	-8,2	11,3

### 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 <sup>1)</sup>

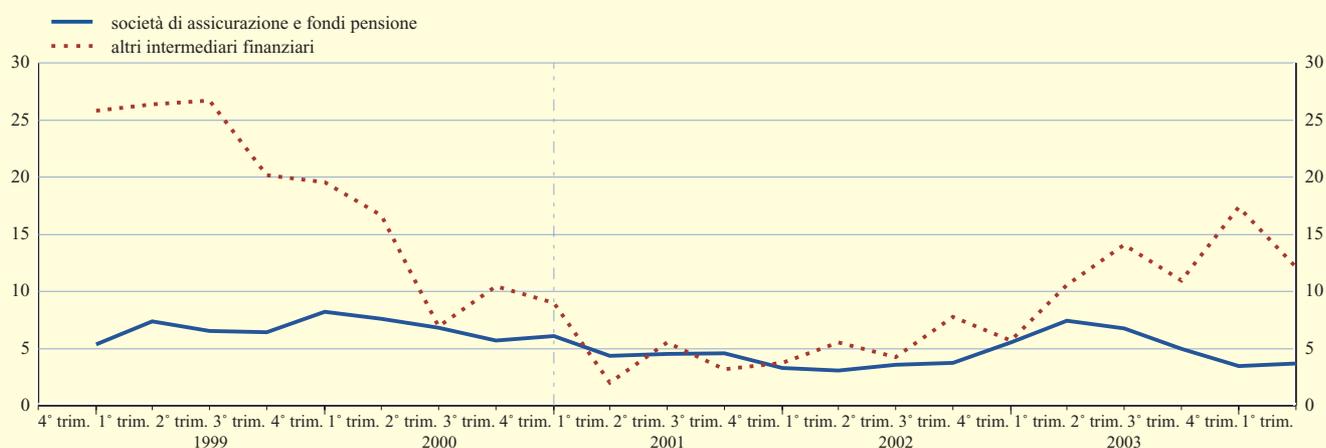
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>						
	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	523,1	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003 1° trim.	535,8	61,7	39,2	415,0	0,9	0,6	18,3	526,4	168,2	133,5	119,6	5,3	0,1	99,6
2° trim.	537,8	63,8	38,1	412,4	1,0	0,3	22,3	546,6	180,3	132,6	129,8	5,8	0,1	98,0
3° trim.	532,7	57,3	33,0	422,3	1,1	0,3	18,7	540,3	177,2	125,2	129,3	5,0	0,1	103,6
4° trim.	541,9	58,8	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	562,9	180,2	129,6	142,4	6,1	0,1	104,4
2004 gen.	554,1	65,4	43,2	422,2	1,3	0,3	21,7	567,1	178,3	130,7	140,4	6,9	0,1	110,8
feb.	556,3	62,8	42,4	424,3	1,3	0,3	25,1	579,8	184,5	123,1	143,5	8,5	0,1	120,1
mar. <sup>(p)</sup>	556,4	64,5	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	585,6	196,7	119,8	146,7	7,8	0,1	114,6
Transazioni														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 1° trim.	12,6	4,2	-6,8	14,8	-0,1	-0,1	0,5	42,2	12,8	2,0	14,0	2,3	0,0	11,0
2° trim.	2,3	2,2	-1,0	-2,9	0,0	0,0	3,9	22,6	13,2	-0,2	10,8	0,5	0,0	-1,6
3° trim.	-6,5	-6,6	-5,1	8,9	0,1	0,0	-3,8	-7,2	-3,1	-8,2	-0,8	-0,8	0,0	5,7
4° trim.	9,6	1,7	9,0	-1,7	0,2	0,0	0,5	26,9	4,5	5,3	15,0	1,2	0,0	0,9
2004 gen.	12,1	6,5	1,4	1,6	0,0	0,0	2,6	5,1	-1,5	0,8	-2,3	0,8	0,0	7,4
feb.	2,1	-2,6	-0,8	2,2	0,0	0,0	3,4	11,9	6,3	-8,5	3,2	1,6	0,0	9,3
mar. <sup>(p)</sup>	0,0	1,6	-0,3	1,8	0,0	0,0	-3,1	4,4	11,7	-3,6	2,5	-0,8	0,0	-5,4
Variazioni percentuali														
2001 dic.	3,3	18,7	-	-	-	-	-5,1	3,7	2,3	-	-	-	-	14,0
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 mar.	7,5	37,0	-	-	-	-	3,3	10,5	5,2	-	-	-	-	17,7
giu.	6,8	28,7	-	-	-	-	17,4	14,1	9,2	-	-	-	-	16,3
set.	5,0	11,5	-	-	-	-	28,2	11,0	11,6	-	-	-	-	8,8
2003 dic.	3,4	2,8	-8,4	4,8	40,8	-12,6	6,0	17,4	17,7	-0,9	37,1	70,8	-	17,1
2004 gen.	4,3	15,2	5,5	2,8	50,0	-9,7	-0,3	13,6	11,5	4,0	23,9	58,0	-	15,1
feb.	4,8	15,4	6,1	2,7	57,9	-7,7	15,2	14,9	18,6	-6,9	26,8	78,6	-	20,9
mar. <sup>(p)</sup>	3,7	4,9	8,0	2,4	40,3	1,8	18,6	12,1	18,6	-10,9	23,9	47,7	-	16,3

### 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 <sup>1)</sup>

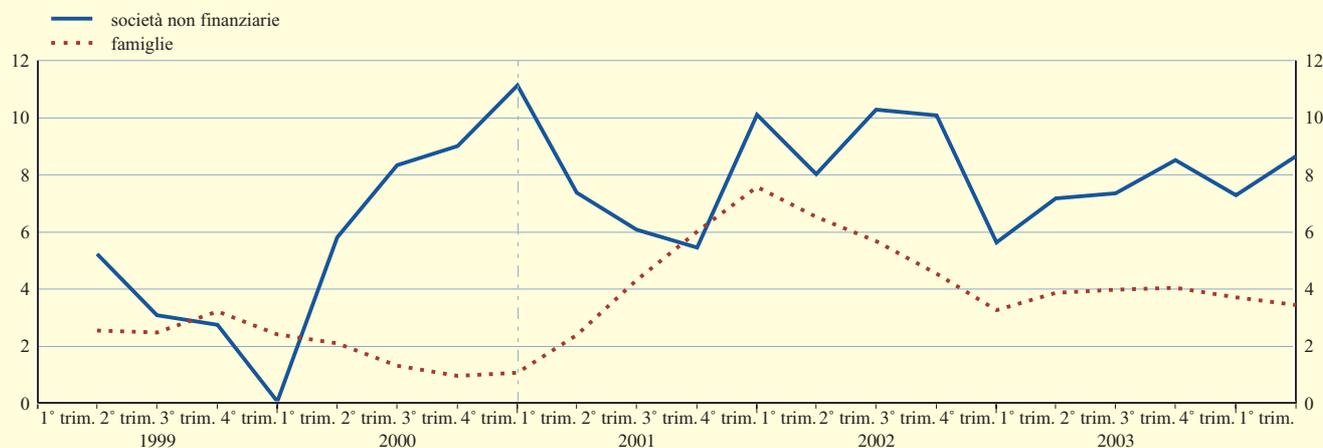
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>2)</sup>						
	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.	959,8	565,6	271,0	61,7	28,0	1,1	32,3	3.834,9	1.195,9	580,2	586,4	1.303,2	98,6	70,6
2° trim.	1.000,7	599,2	279,1	61,0	30,2	1,4	29,8	3.868,0	1.236,6	562,8	585,0	1.328,7	93,0	61,9
3° trim.	1.017,9	608,3	282,1	65,7	30,9	1,5	29,4	3.902,3	1.270,8	555,1	586,2	1.345,3	88,6	56,3
4° trim.	1.051,9	639,3	282,2	66,3	32,6	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	545,0	600,8	1.378,1	89,9	52,9
2004 gen.	1.013,1	613,9	270,8	67,9	33,5	1,5	25,4	3.995,2	1.315,7	539,8	604,7	1.392,1	88,8	54,1
feb.	1.019,1	605,5	277,4	69,2	39,3	1,7	26,0	3.996,2	1.318,0	532,5	607,0	1.396,2	88,4	54,2
mar. <sup>(p)</sup>	1.035,8	624,9	275,5	68,5	39,9	1,7	25,3	3.997,7	1.320,7	526,6	609,2	1.401,2	88,2	51,9
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.	-28,2	-35,7	43,9	-39,6	5,4	0,3	-2,4	26,7	9,9	-42,2	25,7	42,3	-5,0	-4,1
2° trim.	43,6	34,7	9,2	-0,1	2,2	0,0	-2,4	34,7	41,0	-16,2	-1,4	25,5	-5,5	-8,7
3° trim.	19,4	9,3	3,6	4,7	0,7	0,1	1,1	2,1	2,8	-8,0	0,8	16,6	-4,4	-5,6
4° trim.	36,9	33,0	1,8	0,9	1,7	0,0	-0,5	78,4	41,5	-8,7	14,7	33,0	1,3	-3,4
2004 gen.	-40,2	-26,0	-12,0	1,5	0,8	0,0	-4,6	15,9	3,7	-5,7	3,9	13,9	-1,1	1,2
feb.	7,2	-7,4	6,8	1,3	5,8	0,1	0,6	1,2	2,3	-7,2	2,3	4,1	-0,4	0,1
mar. <sup>(p)</sup>	15,9	18,8	-2,5	-0,3	0,6	0,0	-0,7	0,5	2,5	-6,5	2,2	4,9	-0,3	-2,3
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.	7,2	7,8	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
giu.	7,4	7,7	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
set.	8,5	8,3	-	-	-	-	-15,0	4,1	8,2	-	-	-	-	-28,2
2003 dic.	7,3	6,8	25,7	-33,7	40,8	44,2	-12,4	3,7	7,9	-12,1	7,1	9,3	-13,2	-29,2
2004 gen.	7,4	10,0	2,7	12,7	32,2	38,3	-27,1	4,1	9,6	-9,0	3,7	8,7	-12,4	-28,5
feb.	8,3	9,5	4,0	14,7	46,9	18,0	-19,3	3,7	8,7	-8,8	3,3	8,1	-11,6	-28,4
mar. <sup>(p)</sup>	8,6	11,0	2,5	13,0	42,7	20,6	-20,4	3,4	7,7	-9,0	3,8	7,5	-10,5	-26,5

### 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 <sup>1)</sup>

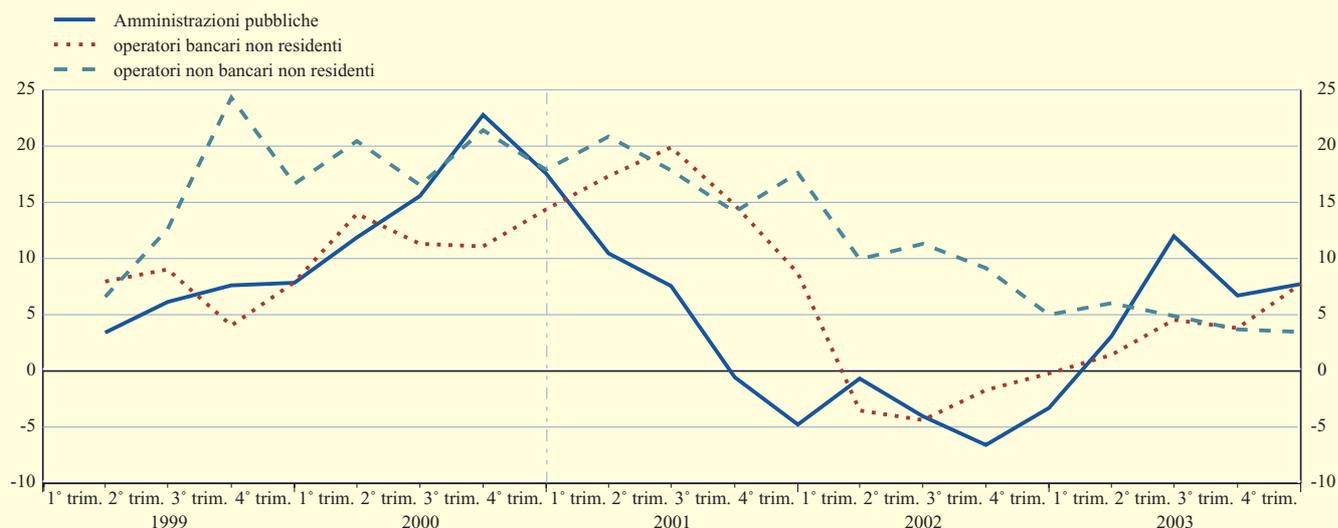
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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 <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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	2.292,0	1.588,0	704,0	97,8	606,2
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.	264,1	128,9	32,3	64,2	38,7	2.256,2	1.562,4	693,7	93,4	600,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	271,2	132,3	30,2	67,9	40,8	2.246,3	1.582,2	667,0	95,9	571,0
<b>Transazioni</b>										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,7	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 1° trim.	8,7	11,6	0,4	-3,7	0,3	61,6	30,2	31,4	0,5	30,8
2° trim.	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,2	27,2	3,0	-3,3	6,3
3° trim.	-23,4	-16,0	-1,9	-0,4	-5,0	-6,6	-7,9	1,3	-1,2	2,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	7,1	3,4	-2,0	3,7	2,1	54,4	69,0	-11,7	2,6	-14,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
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	0,0	6,9
giu.	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,5	5,8
set.	6,7	18,9	-5,7	0,8	-5,3	3,8	3,8	3,7	-7,7	5,6
dic. <sup>(p)</sup>	7,7	19,3	-4,4	-1,9	2,4	6,3	7,7	3,4	-1,4	4,2

### 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.

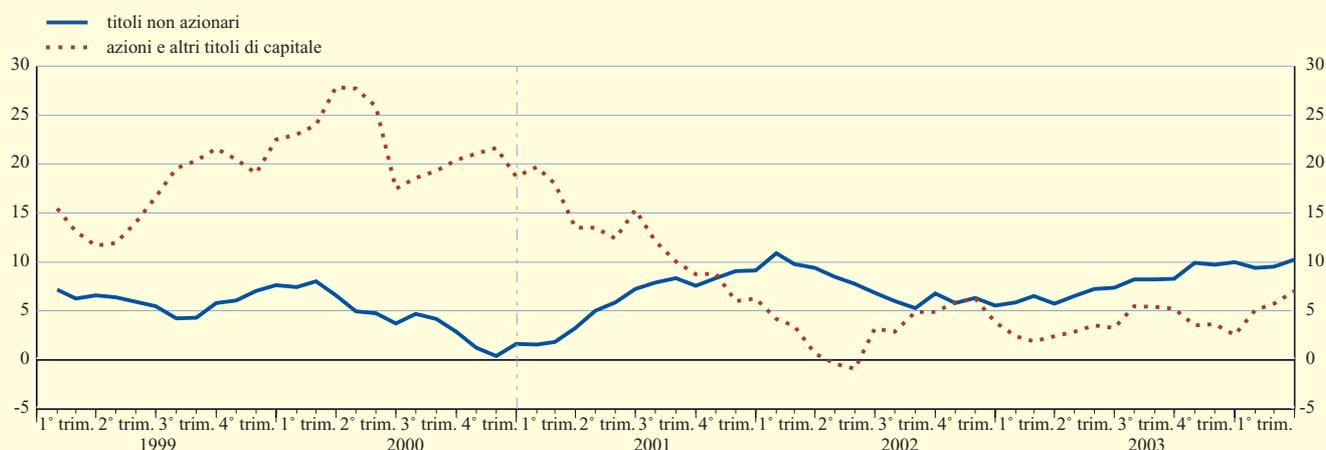
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

(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	1.173,7	61,0	1.192,3	17,7	366,9	19,0	595,8	998,7	259,2	559,1	180,3
2° trim.	3.501,5	1.183,1	59,1	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
3° trim.	3.551,7	1.199,1	57,3	1.241,9	16,7	392,4	19,2	625,2	1.059,0	272,6	606,8	179,6
4° trim.	3.576,8	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,1	18,6	629,3	1.068,6	279,6	615,4	173,7
2004 gen.	3.661,7	1.235,0	60,9	1.255,3	16,1	407,3	17,7	669,4	1.089,7	285,4	624,3	180,1
feb.	3.714,8	1.258,6	57,8	1.277,6	16,0	412,7	18,0	674,2	1.093,1	283,6	624,6	184,9
mar. <sup>(p)</sup>	3.765,7	1.284,0	60,9	1.286,2	17,7	413,6	18,2	685,0	1.117,6	287,9	640,5	189,2
Transazioni												
2001	258,2	82,4	-4,2	13,1	-4,9	63,0	-0,1	108,9	57,1	10,5	29,6	17,0
2002	171,3	48,0	-0,6	40,9	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003 1° trim.	131,1	42,3	3,4	36,1	1,5	16,4	0,2	31,2	0,8	-3,0	0,7	3,1
2° trim.	87,7	16,5	-0,4	30,9	-0,7	14,0	0,2	27,2	20,5	6,0	21,0	-6,4
3° trim.	55,4	15,1	-1,9	24,1	0,4	5,9	0,9	10,9	0,9	1,9	-4,9	3,9
4° trim.	51,8	19,5	2,3	-12,0	-0,3	15,8	0,7	25,8	3,1	3,2	7,2	-7,3
2004 gen.	61,6	14,0	2,3	15,1	0,1	-0,7	-1,3	32,2	17,9	4,0	7,5	6,4
feb.	50,4	23,1	-3,2	20,4	0,1	4,2	0,5	5,3	6,0	-0,1	1,6	4,5
mar. <sup>(p)</sup>	41,2	25,3	2,1	8,7	1,1	1,1	-0,3	3,3	24,3	4,7	16,4	3,2
Variazioni percentuali												
2001 dic.	9,2	8,2	-7,3	1,2	-23,4	25,0	-0,4	25,4	6,3	4,2	5,7	12,0
2002 dic.	5,6	4,5	-2,0	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 mar.	5,7	4,3	-3,8	3,2	7,5	9,9	25,4	12,0	2,4	1,0	2,3	5,2
giu.	7,4	4,3	-10,0	4,9	7,2	15,3	15,8	16,3	3,3	0,0	5,8	0,4
set.	8,3	6,0	-9,1	6,6	8,4	15,3	18,6	13,9	5,2	3,4	6,2	4,9
dic.	10,0	8,3	7,3	6,9	5,9	14,8	10,2	17,1	2,5	3,0	4,2	-3,7
2004 gen.	9,4	7,4	4,1	6,5	1,8	12,9	9,3	18,0	5,1	7,4	5,4	0,7
feb.	9,5	8,4	-0,6	7,0	-4,0	12,0	10,3	16,6	5,7	7,6	6,0	2,2
mar. <sup>(p)</sup>	10,2	9,7	2,3	7,3	5,0	10,9	3,0	18,0	7,1	7,5	8,4	2,3

## Fluidi 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 <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>**

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,0	-	-	-	-0,6	-	-	-	-6,7	-	-	-
2002	-0,9	-	-	-	-1,3	-	-	-	-5,3	-	-	-
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
3° trim.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,3	-0,1	-0,8
4° trim.	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2004 gen.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,5	-0,1	-0,8
feb.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,2	0,0	-0,6
mar. <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	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	-9,1	-0,7	-5,4	-2,9	-1,0	-	-
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003 1° trim.	-7,5	-4,1	-0,6	-2,8	-0,1	0,0	-0,1
2° trim.	-2,3	-1,1	-0,1	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1
3° trim.	-2,1	-0,5	-0,2	-1,4	-0,2	-0,1	-0,1
4° trim.	-5,8	-3,0	-0,4	-2,4	-0,4	0,0	-0,4
2004 gen.	-3,6	-1,8	-0,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2
feb.	-1,6	-0,5	-0,1	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1
mar. <sup>(p)</sup>	-1,2	-0,7	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,2

**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	9,9	0,1	5,9	0,1	-1,5	7,3	1,1	7,6	-1,3
2002	35,2	9,8	0,6	11,1	-0,1	5,1	0,2	8,4	-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	-8,3	-1,1	-7,2	0,0
2° trim.	-0,3	-1,3	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,8	8,8	2,1	6,0	0,7
3° trim.	-2,1	0,1	0,0	-2,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	5,0	4,5	0,2	0,3
4° trim.	-6,2	0,5	-0,2	-4,2	0,1	-0,3	-0,1	-1,9	4,4	1,5	1,5	1,4
2004 gen.	9,7	1,5	0,2	7,8	0,1	0,0	0,0	0,2	3,2	1,5	1,7	-0,1
feb.	3,7	0,6	0,0	1,7	0,0	1,1	0,0	0,2	-2,6	-1,7	-1,2	0,3
mar. <sup>(p)</sup>	2,8	0,2	0,1	1,5	0,1	0,1	0,0	0,8	0,2	-0,4	-0,5	1,1

Fonte: BCE.

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

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	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	6.061,2	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	6.120,9	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	6.244,0	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
3° trim.	4.308,9	91,0	9,0	5,6	0,5	1,5	0,9	6.257,2	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.362,7	91,2	8,8	5,5	0,5	1,5	0,9	6.406,4	97,3	2,7	1,7	0,3	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.	1.588,0	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,0	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.	1.562,4	46,4	53,6	35,9	1,7	4,1	8,9	693,7	52,9	47,1	30,3	2,4	2,3	9,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.582,2	47,0	53,0	35,4	1,7	3,6	9,5	667,0	50,9	49,1	32,2	2,1	2,2	9,6

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

	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	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	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 1° trim.	3.197,1	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
2° trim.	3.226,5	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
3° trim.	3.261,6	85,3	14,7	8,2	1,5	1,7	2,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.303,2	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,2

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 <sup>1)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	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	-	-	-	-	-	7.658,9	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2° trim.	4.143,2	-	-	-	-	-	7.736,1	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
3° trim.	4.155,7	-	-	-	-	-	7.792,3	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3	
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.193,6	-	-	-	-	-	7.912,9	96,5	3,5	1,6	0,3	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.	1.157,4	49,7	50,3	30,4	5,6	2,4	8,7	583,7	38,3	61,7	45,9	2,1	4,4	6,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.181,3	50,3	49,7	28,9	5,2	2,3	9,3	579,9	38,3	61,7	44,2	2,4	4,6	6,9

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>2)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	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	2,7	0,6	0,1	0,7	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003 1° trim.	1.234,7	95,1	4,9	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.	1.256,4	95,4	4,6	1,5	0,5	0,3	1,1	1.670,1	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.275,9	95,5	4,5	1,4	0,5	0,3	1,3	1.671,6	98,0	2,0	1,1	0,6	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.	256,7	39,8	60,2	36,3	3,7	3,4	12,0	339,1	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.	261,3	43,0	57,0	32,4	3,5	2,8	14,6	362,9	45,0	55,0	34,7	9,4	0,7	5,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	271,2	44,7	55,3	30,4	3,8	2,0	15,2	357,5	46,1	53,9	33,2	9,1	0,7	6,1

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.

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

(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 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.	2.860,6	242,2	1.335,0	72,0	1.263,1	853,4	203,1	120,5	106,4
2003 1° trim.	2.746,9	217,2	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	116,7	108,1
2° trim.	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
3° trim.	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.174,3	234,9	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,9	243,6	133,9	139,0

### 2. Passività

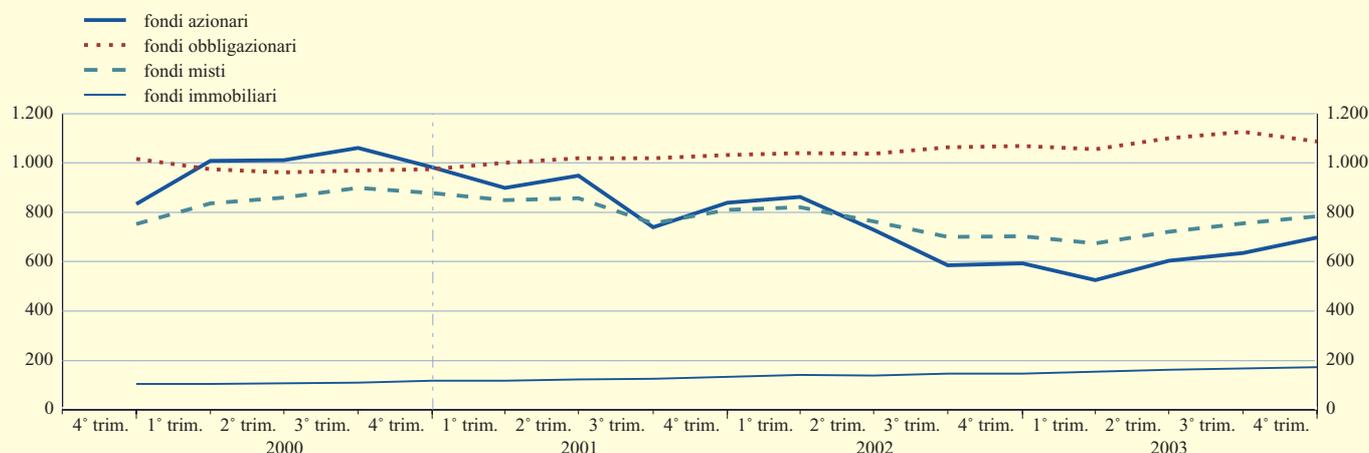
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
4° trim.	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 1° trim.	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.174,3	44,2	3.010,9	119,1

### 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 3° trim.	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2
4° trim.	2.860,6	594,1	1.068,2	701,6	147,5	349,2	2.087,7	772,9
2003 1° trim.	2.746,9	525,9	1.054,1	675,3	153,9	337,7	1.975,5	771,4
2° trim.	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,4	374,4	2.140,4	819,1
3° trim.	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,0	836,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.174,3	697,8	1.086,2	783,3	171,9	435,1	2.318,1	856,2

## FI2 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	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2002 3° trim.	585,2	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	-	14,1
4° trim.	594,1	26,6	28,0	3,1	24,9	506,1	18,4	-	14,9
2003 1° trim.	525,9	24,5	30,2	2,8	27,5	438,5	16,5	-	16,1
2° trim.	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
3° trim.	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,9	20,8	-	22,5
Fondi obbligazionari									
2002 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.	1.127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.086,2	82,5	905,6	31,6	874,0	31,0	21,6	-	45,5
Fondi misti									
2002 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	294,9	21,3	273,6	233,0	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.	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	783,3	49,5	323,9	22,1	301,9	272,4	100,4	0,3	36,7
Fondi immobiliari									
2002 3° trim.	145,6	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2
4° trim.	147,5	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	112,6	6,8
2003 1° trim.	153,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	115,1	6,5
2° trim.	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
3° trim.	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	171,9	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,9	7,4

**2. Fondi distinti per tipologia di investitore**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2002 3° trim.	2.092,0	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,2
4° trim.	2.087,7	191,0	904,8	663,5	153,2	105,8	69,6
2003 1° trim.	1.975,5	165,6	882,6	599,9	155,1	101,3	71,0
2° trim.	2.140,4	181,6	912,3	691,7	168,3	104,2	82,2
3° trim.	2.249,0	199,0	927,6	736,5	176,6	108,9	100,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.318,1	191,6	913,3	816,1	183,4	115,6	98,0
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2002 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.	836,6	49,3	477,7	195,8	58,0	17,4	38,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	856,2	43,2	475,7	217,8	60,1	18,3	41,0

Fonte: BCE.

## CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

## 3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	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- nistrizioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM <sup>1)</sup>	
				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 2° trim.	14.798,9	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.	14.344,4	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.	14.636,2	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.	14.606,4	5.635,1	295,2	4.948,2	1.836,2	1.571,9	1.434,1	106,1	176,2	215,4	323,9
2° trim.	15.071,3	5.753,8	319,1	5.029,7	1.918,5	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	204,7	329,8
3° trim.	15.208,8	5.762,8	332,9	5.071,6	1.956,8	1.556,0	1.469,5	89,3	183,9	174,4	344,6
Transazioni											
2002 2° trim.	170,2	97,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	2,1	-10,0
3° trim.	156,9	7,2	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	1,8	9,1
4° trim.	184,4	169,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 1° trim.	175,5	41,9	7,7	-3,3	-29,5	-11,1	43,0	-5,7	32,8	4,8	32,3
2° trim.	222,2	136,3	23,8	85,9	83,8	-8,7	22,2	-11,4	24,1	2,5	11,4
3° trim.	143,1	16,7	14,4	12,6	7,0	-3,6	13,0	-3,9	-13,7	3,4	16,5
Variazioni percentuali											
2002 2° trim.	4,5	4,7	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	13,8	3,3
3° trim.	4,8	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	14,0	5,3
4° trim.	4,4	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	7,3	-0,4	7,3	-10,6	5,1	12,1	13,7
2° trim.	5,0	6,5	30,4	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	12,1	22,6
3° trim.	5,1	6,7	27,5	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	12,8	24,3
Titoli non azionari											
Azioni <sup>2)</sup>											
Riserve tecniche di assicurazione											
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Consistenze											
2002 2° trim.	1.928,4	224,7	1.703,7	4.010,4	2.249,5	1.760,9	297,2	3.422,0	3.086,7	335,3	
3° trim.	2.021,5	251,2	1.770,3	3.426,5	1.701,1	1.725,4	313,4	3.448,0	3.109,9	338,1	
4° trim.	2.021,5	244,9	1.776,6	3.487,7	1.779,0	1.708,7	308,2	3.519,1	3.174,7	344,4	
2003 1° trim.	2.035,8	243,5	1.792,2	3.359,2	1.621,1	1.738,0	392,0	3.576,4	3.226,4	350,0	
2° trim.	2.001,0	220,4	1.780,6	3.667,9	1.835,7	1.832,2	398,1	3.648,6	3.295,4	353,1	
3° trim.	2.020,6	220,5	1.800,1	3.718,4	1.856,7	1.861,7	403,2	3.707,0	3.351,3	355,7	
Transazioni											
2002 2° trim.	-12,2	-42,4	30,1	35,1	21,3	13,7	-1,8	50,0	46,0	4,0	
3° trim.	46,6	27,5	19,1	55,4	31,3	24,1	13,6	47,7	43,7	4,0	
4° trim.	-20,1	-15,6	-4,5	-23,1	-22,8	-0,3	-8,5	58,2	56,6	1,6	
2003 1° trim.	-1,7	-4,6	2,9	72,4	10,8	61,6	29,6	62,9	56,0	6,8	
2° trim.	-38,4	-23,1	-15,2	70,6	35,6	34,9	3,5	53,6	48,8	4,9	
3° trim.	23,4	1,6	21,8	52,5	32,7	19,8	2,7	50,5	47,1	3,4	
Variazioni percentuali											
2002 2° trim.	4,7	-12,0	7,3	2,7	0,7	5,6	17,8	6,7	6,7	6,4	
3° trim.	5,6	1,3	6,2	3,1	1,1	5,8	16,2	6,7	6,7	6,0	
4° trim.	4,2	2,4	4,4	2,4	1,0	4,3	11,3	6,5	6,6	5,7	
2003 1° trim.	0,7	-13,1	2,9	3,2	1,6	5,3	11,2	6,4	6,6	5,0	
2° trim.	-0,7	-7,0	0,1	4,4	2,4	6,8	12,9	6,5	6,6	5,1	
3° trim.	-1,8	-16,6	0,3	5,0	3,3	6,7	8,7	6,5	6,7	4,9	

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 <sup>1)</sup>					
		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 2° trim.	15.919,7	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.	15.361,6	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.	15.591,7	8.060,4	7.130,6	880,4	60,6	819,8	3.587,2	1.171,9	2.415,3	3.592,9	286,3	3.306,6	242,6
2003 1° trim.	15.541,3	8.111,5	7.169,1	872,3	68,3	803,9	3.612,2	1.187,0	2.425,2	3.627,0	276,6	3.350,4	255,9
2° trim.	16.089,4	8.211,6	7.236,3	859,7	69,6	790,1	3.659,8	1.211,5	2.448,3	3.692,2	281,0	3.411,2	253,3
3° trim.	16.176,6	8.299,4	7.292,0	865,4	70,6	794,8	3.668,9	1.186,7	2.482,2	3.765,1	275,4	3.489,7	274,6
Transazioni													
2002 2° trim.	187,2	113,0	82,7	-25,3	0,1	-25,4	64,7	-3,4	68,1	73,6	9,4	64,2	-18,0
3° trim.	111,3	43,1	34,6	-8,0	1,3	-9,2	2,4	-17,7	20,1	48,7	-3,9	52,7	-7,1
4° trim.	143,6	120,6	94,0	14,0	5,9	8,1	48,6	-10,8	59,3	58,1	3,3	54,8	7,5
2003 1° trim.	246,7	80,6	66,0	-0,3	8,0	-8,2	38,6	14,6	24,0	42,3	-7,5	49,8	5,6
2° trim.	236,8	114,8	84,0	-10,3	3,3	-13,6	56,4	30,1	26,3	68,7	5,0	63,6	2,6
3° trim.	142,9	84,6	58,7	5,7	1,0	4,7	4,8	-21,8	26,6	74,1	-4,8	79,0	22,4
Variazioni percentuali													
2002 2° trim.	4,2	5,0	4,4	-0,6	26,7	-2,0	5,3	-3,6	10,7	6,2	0,6	6,8	-9,1
3° trim.	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,8	8,0	6,5	0,7	7,0	-4,5
4° trim.	3,9	4,4	4,0	-2,0	21,2	-3,4	3,9	-3,1	7,8	6,5	1,5	7,0	-2,9
2003 1° trim.	4,2	4,6	4,0	-2,2	28,5	-4,1	4,4	-1,4	7,5	6,5	0,4	7,1	-4,3
2° trim.	4,6	4,5	4,0	-0,5	34,5	-2,8	4,1	1,3	5,5	6,3	-1,1	6,9	3,5
3° trim.	5,0	5,0	4,3	1,0	33,1	-1,1	4,2	1,0	5,8	6,9	-1,4	7,6	15,7
Titoli non azionari emessi da:													
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie			
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2002 2° trim.	4.530,1	4.008,3	481,6	3.526,7	521,8	130,3	391,5	3.034,8	191,3	259,3			
3° trim.	4.667,1	4.130,1	479,8	3.650,2	537,1	137,7	399,4	2.289,2	193,0	263,1			
4° trim.	4.678,3	4.134,3	480,0	3.654,3	544,0	144,7	399,3	2.379,9	207,5	265,7			
2003 1° trim.	4.836,9	4.265,7	529,7	3.736,0	571,3	167,1	404,2	2.111,5	212,4	269,1			
2° trim.	4.956,1	4.365,4	563,4	3.802,0	590,6	165,5	425,1	2.447,6	201,6	272,5			
3° trim.	4.958,1	4.369,0	557,5	3.811,5	589,1	164,5	424,7	2.471,4	171,3	276,5			
Transazioni													
2002 2° trim.	61,0	62,0	33,9	28,1	-1,0	-14,5	13,6	7,8	2,1	3,3			
3° trim.	56,9	46,5	-0,9	47,4	10,4	7,5	2,9	5,8	1,7	3,8			
4° trim.	3,6	-0,3	-8,3	8,1	3,8	6,9	-3,1	2,4	14,5	2,5			
2003 1° trim.	158,1	129,1	50,8	78,3	29,0	22,3	6,7	-0,2	4,9	3,4			
2° trim.	100,7	83,8	33,9	49,9	16,9	-1,5	18,4	15,5	2,4	3,4			
3° trim.	46,4	46,7	-5,2	52,0	-0,3	-1,0	0,7	4,5	3,4	3,9			
Variazioni percentuali													
2002 2° trim.	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,8	11,8	0,9	14,1	4,7			
3° trim.	5,2	5,0	7,3	4,7	7,2	-1,6	10,7	1,2	14,1	4,9			
4° trim.	5,1	5,2	10,6	4,5	4,3	3,8	4,5	0,7	11,4	5,2			
2003 1° trim.	6,3	6,1	16,9	4,7	8,0	15,3	5,3	0,4	12,2	5,1			
2° trim.	7,0	6,5	15,6	5,2	11,5	27,0	6,3	0,8	12,3	5,1			
3° trim.	6,6	6,3	14,8	5,2	9,2	19,4	5,7	1,0	13,1	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					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Consistenze											
2002 2° trim.	3.458,0	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.248,2	40,5	1.207,7
3° trim.	3.385,5	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.309,8	51,5	1.258,3
4° trim.	3.480,8	523,1	55,9	445,9	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.356,5	54,1	1.302,4
2003 1° trim.	3.496,5	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	341,4	71,7	269,7	1.410,4	63,7	1.346,7
2° trim.	3.638,5	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	345,4	73,5	271,9	1.438,3	58,9	1.379,4
3° trim.	3.700,8	532,7	57,3	455,3	1,4	18,7	345,3	73,0	272,3	1.472,0	61,7	1.410,3
	Transazioni											
2002 2° trim.	25,7	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,2	-12,3	6,2
3° trim.	56,8	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	40,8	9,7	31,1
4° trim.	65,8	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	35,0	2,2	32,7
2003 1° trim.	92,5	12,6	4,2	7,8	0,1	0,5	7,6	3,8	3,9	58,0	10,5	47,5
2° trim.	47,4	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	7,1	4,3	2,8	16,4	-5,0	21,4
3° trim.	42,4	-6,5	-6,6	3,8	0,1	-3,8	3,1	2,1	1,0	33,0	2,8	30,1
	Variazioni percentuali											
2002 2° trim.	7,4	3,6	17,0	2,0	-5,0	12,2	4,6	19,0	1,8	7,6	-28,6	9,4
3° trim.	8,2	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,8	21,8	1,4	10,1	-2,6	10,6
4° trim.	7,3	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,6	17,4	10,4
2003 1° trim.	6,7	7,5	37,0	4,8	-10,5	3,3	5,4	20,2	2,0	10,2	19,2	9,8
2° trim.	7,6	6,8	28,8	3,9	-1,9	17,4	5,7	18,5	2,6	12,0	43,1	11,0
3° trim.	7,3	5,0	11,3	3,6	-5,4	28,2	6,3	16,8	3,5	10,9	20,5	10,5

	Principali attività finanziarie						Principali passività						
	Azioni <sup>1)</sup>				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		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
					13	14		15	16	17			
	Consistenze												
2002 2° trim.	1.266,6	673,7	593,0	51,3	107,6	3.550,2	56,0	42,5	10,7	226,5	3.257,0	2.758,8	498,2
3° trim.	1.124,9	564,5	560,3	50,4	110,3	3.477,6	56,5	42,1	10,8	127,2	3.283,2	2.778,4	504,8
4° trim.	1.152,7	584,8	567,9	57,3	111,6	3.514,1	43,5	33,0	10,9	113,3	3.346,4	2.839,5	506,9
2003 1° trim.	1.094,7	535,5	559,2	60,9	114,2	3.577,8	55,5	42,4	11,1	103,3	3.408,0	2.892,4	515,5
2° trim.	1.200,9	605,9	594,9	65,3	116,1	3.685,4	58,1	44,8	11,2	136,5	3.479,5	2.958,4	521,1
3° trim.	1.233,2	628,3	604,9	61,5	117,6	3.745,2	59,8	44,3	11,6	135,8	3.538,0	3.012,7	525,3
	Transazioni												
2002 2° trim.	18,8	7,0	11,8	2,6	2,3	51,4	3,2	3,7	0,4	0,1	47,8	41,9	6,0
3° trim.	9,7	7,0	2,7	-1,4	2,6	43,7	-2,0	-2,5	0,0	0,0	45,7	39,3	6,4
4° trim.	9,5	-3,6	13,1	7,1	1,4	44,4	-11,4	-9,1	0,0	0,4	55,4	53,4	2,1
2003 1° trim.	11,6	-0,1	11,7	2,0	2,6	79,1	13,8	11,2	-0,1	-0,1	65,5	55,5	9,9
2° trim.	19,6	5,3	14,3	4,6	2,0	61,1	2,8	2,6	0,1	4,5	53,7	46,4	7,3
3° trim.	11,4	6,2	5,2	-4,3	1,5	54,1	1,7	-0,5	0,5	1,3	50,7	45,6	5,0
	Variazioni percentuali												
2002 2° trim.	8,2	7,1	9,6	7,8	22,4	7,0	10,0	18,2	13,3	2,3	7,4	7,0	9,8
3° trim.	8,0	6,1	10,2	6,3	21,6	6,8	3,0	6,8	13,0	0,3	7,3	6,9	9,5
4° trim.	5,5	3,9	7,4	20,7	11,3	6,0	-13,6	-11,5	6,1	0,3	6,7	6,8	6,2
2003 1° trim.	3,6	1,3	6,4	21,0	8,5	6,1	6,7	8,5	3,1	0,2	6,6	6,9	5,0
2° trim.	4,0	1,3	7,0	23,9	8,1	6,4	5,5	5,2	0,9	2,1	6,8	7,1	5,2
3° trim.	4,6	1,4	7,9	18,5	6,8	6,9	12,0	10,1	4,8	4,8	6,9	7,2	4,8

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 <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	339,9	1.122,4	-783,9	1,1	0,4	1.730,6	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	50,2
1997	352,3	1.139,3	-797,1	10,1	0,0	1.913,3	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	29,3
1998	413,2	1.203,5	-823,6	33,2	0,2	2.397,5	11,0	422,7	357,5	522,9	844,7	215,9	22,9
1999	449,7	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,8	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,8
2000	488,0	1.391,2	-913,1	26,6	-16,7	2.802,0	1,3	349,6	267,7	809,1	1.126,4	252,9	-5,0
2001	464,7	1.443,7	-973,6	-7,4	1,9	2.583,1	-0,5	575,8	430,5	730,3	630,8	243,1	-26,9
2002	404,7	1.430,5	-1.014,4	-12,8	1,4	2.157,6	0,9	581,3	325,3	519,1	485,1	228,6	17,2

	Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,5	1.29 9,1	-823,6	11,1	2.324,2	648,4	323,0	481,9	649,3	221,5
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.014,5	929,1	502,9	760,5	557,5	264,5
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.775,1	532,3	416,1	851,4	722,3	253,0
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.562,5	661,4	492,4	608,0	550,1	250,7
2002	496,3	1.499,1	-1.014,4	11,6	2.066,0	528,9	452,8	466,7	376,4	241,1

**2. Società non finanziarie**

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	119,5	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	150,4	592,0	-453,3	239,7	25,3	-13,0	46,3	97,0	105,2	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	193,8	635,2	-470,6	424,7	45,7	-9,9	96,3	203,1	147,8	569,2	470,7	22,8	252,8	184,4
1999	212,0	684,5	-490,9	604,7	26,9	88,9	169,1	299,1	107,7	548,7	709,0	47,2	423,3	222,0
2000	309,7	750,3	-522,9	829,4	71,8	89,0	193,0	457,7	84,4	560,4	1.054,7	61,6	559,6	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	626,6	101,2	39,7	142,1	246,5	88,2	583,5	757,6	102,5	324,0	319,6
2002	173,0	758,1	-579,2	368,7	19,2	14,8	46,7	264,7	115,3	634,1	426,4	22,3	204,9	185,4

**3. Famiglie<sup>5)</sup>**

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,2	384,6	-216,8	438,4	146,2	25,1	93,0	189,0	445,2	646,9	161,3	160,1	3.789,9	17,1
1997	166,5	377,5	-211,7	426,3	70,4	-19,0	193,7	215,8	424,2	617,3	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	178,3	389,7	-216,4	442,0	96,3	-118,8	288,0	210,7	408,1	594,6	212,1	210,8	3.925,4	15,1
1999	189,4	418,5	-231,5	472,0	119,2	-24,0	189,7	247,6	392,9	582,0	268,5	266,9	4.088,5	14,2
2000	195,8	440,9	-241,7	422,4	65,6	41,7	114,1	247,0	396,1	598,3	222,1	220,4	4.278,8	14,0
2001	185,4	454,0	-264,1	408,9	175,3	86,8	59,4	223,6	425,3	653,0	169,0	167,2	4.574,4	14,3
2002	180,2	462,3	-275,4	494,6	219,7	63,0	-4,2	215,7	465,2	705,1	209,6	207,5	4.737,9	14,9

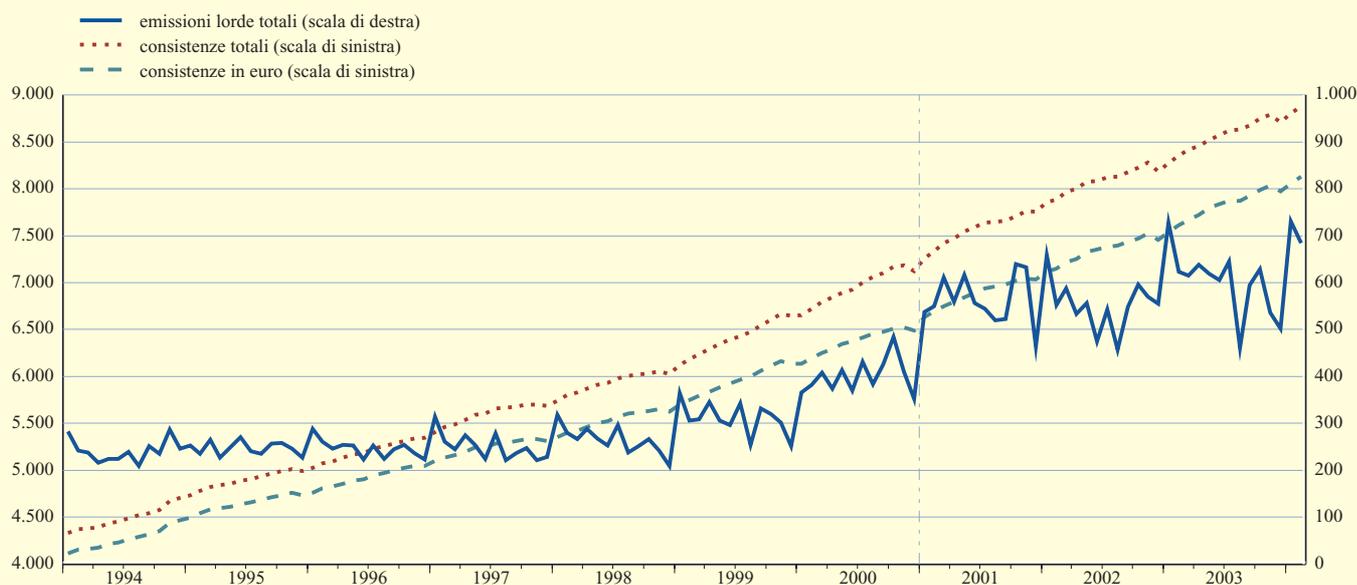
Fonte: BCE.

- 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 <sup>1)</sup>				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												
2003 feb.	8.673,7	627,5	544,5	82,9	8.354,7	622,5	541,7	80,7	91,1	93,3	94,6	68,1
mar.	8.777,1	641,8	538,6	103,3	8.416,1	614,7	547,5	67,2	91,1	94,3	94,9	60,5
apr.	8.819,1	635,9	593,7	42,2	8.458,1	637,5	582,2	55,2	91,3	94,4	94,2	53,2
mag.	8.914,0	624,7	529,1	95,6	8.517,4	619,0	536,3	82,7	91,6	93,4	93,6	76,0
giu.	8.994,2	636,3	556,4	79,9	8.570,3	606,0	565,3	40,7	91,4	93,7	93,9	36,9
lug.	9.027,0	648,6	616,2	32,3	8.618,2	644,9	601,6	43,3	91,3	93,1	94,3	32,9
ago.	9.032,5	470,2	465,4	4,8	8.631,6	461,5	463,8	-2,3	91,2	93,9	92,6	3,8
set.	9.123,5	615,6	523,7	91,9	8.676,9	594,8	530,0	64,8	91,4	93,4	94,2	56,1
ott.	9.180,7	634,8	578,5	56,3	8.750,1	628,2	560,8	67,4	91,3	93,8	94,8	57,7
nov.	9.246,4	554,8	491,8	63,1	8.787,1	535,6	490,3	45,3	91,4	93,1	92,4	45,6
dic.	9.209,9	520,0	552,9	-33,0	8.711,3	502,1	556,6	-54,5	91,6	93,7	94,6	-55,8
2004 gen.	.	.	.	.	8.803,1	730,5	644,0	86,5	91,5	94,3	94,7	78,4
feb.	.	.	.	.	8.880,5	684,4	603,5	80,9	91,5	94,5	94,3	77,9
A lungo termine												
2003 feb.	7.842,2	172,5	120,9	51,6	7.485,9	164,8	112,2	52,6	91,2	88,6	92,0	42,7
mar.	7.912,6	175,3	105,2	70,1	7.537,8	162,4	106,2	56,2	91,3	90,2	90,1	50,9
apr.	7.953,3	165,3	125,1	40,3	7.563,2	159,7	125,1	34,6	91,4	91,3	92,5	30,1
mag.	8.041,4	186,9	98,7	88,2	7.617,1	174,9	99,7	75,1	91,7	92,2	90,4	71,0
giu.	8.111,5	185,1	115,7	69,5	7.690,0	170,6	110,0	60,6	91,5	91,0	91,6	54,4
lug.	8.163,8	197,9	146,3	51,6	7.738,7	185,1	140,6	44,5	91,3	88,2	95,0	29,6
ago.	8.176,1	86,4	75,7	10,7	7.765,4	79,0	69,9	9,1	91,1	88,0	90,2	6,5
set.	8.253,3	179,9	101,9	77,9	7.817,7	173,4	101,9	71,4	91,4	91,7	90,1	67,0
ott.	8.307,9	178,5	125,2	53,3	7.869,8	167,0	119,7	47,3	91,3	92,0	94,4	40,7
nov.	8.357,8	142,5	94,0	48,5	7.905,0	135,8	90,5	45,3	91,4	89,4	88,0	41,8
dic.	8.351,0	118,9	120,7	-1,8	7.880,0	111,8	114,9	-3,1	91,6	90,4	93,0	-5,9
2004 gen.	.	.	.	.	7.930,8	180,8	138,4	42,5	91,5	91,7	90,9	40,0
feb.	.	.	.	.	8.014,9	182,8	97,6	85,2	91,6	92,0	88,3	82,0

**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											
2003 feb.	8.354,7	3.192,9	579,2	564,2	3.829,6	188,9	91,1	85,5	83,8	87,0	97,2	95,9
mar.	8.416,1	3.202,6	587,9	572,9	3.860,9	191,7	91,1	85,4	84,3	87,6	97,2	96,0
apr.	8.458,1	3.213,3	600,9	577,5	3.870,8	195,7	91,3	85,6	84,9	87,8	97,3	95,7
mag.	8.517,4	3.215,9	602,8	585,1	3.914,9	198,6	91,6	85,9	85,6	88,2	97,4	95,7
giu.	8.570,3	3.227,8	620,3	586,9	3.932,1	203,0	91,4	85,6	85,7	88,2	97,3	95,7
lug.	8.618,2	3.255,9	639,1	589,5	3.929,3	204,5	91,3	85,5	85,5	88,0	97,3	95,5
ago.	8.631,6	3.256,6	643,4	592,5	3.934,8	204,3	91,2	85,5	85,3	87,8	97,2	95,4
set.	8.676,9	3.262,3	651,6	584,9	3.969,1	209,0	91,4	85,4	86,3	88,1	97,4	95,5
ott.	8.750,1	3.303,4	663,0	590,3	3.980,9	212,6	91,3	85,2	86,6	87,9	97,4	95,5
nov.	8.787,1	3.325,3	670,8	590,4	3.983,5	217,1	91,4	85,4	87,0	88,1	97,5	95,6
dic.	8.711,3	3.300,2	685,3	589,3	3.918,4	218,1	91,6	85,4	87,8	88,2	97,7	95,4
2004 gen.	8.803,1	3.332,6	685,9	588,4	3.974,6	221,6	91,5	85,3	87,7	87,9	97,6	95,5
feb.	8.880,5	3.360,9	694,5	591,2	4.006,1	227,8	91,5	85,5	88,0	87,8	97,6	95,6
	A lungo termine											
2003 feb.	7.485,9	2.795,3	570,4	462,7	3.472,3	185,2	91,2	86,3	83,6	85,4	97,0	96,0
mar.	7.537,8	2.809,1	578,9	469,4	3.492,4	188,1	91,3	86,2	84,0	86,0	97,0	96,1
apr.	7.563,2	2.817,7	592,2	473,2	3.488,2	192,0	91,4	86,2	84,7	86,2	97,2	95,8
mag.	7.617,1	2.824,3	594,3	478,5	3.525,4	194,6	91,7	86,6	85,4	86,6	97,3	95,9
giu.	7.690,0	2.848,1	611,6	486,1	3.545,1	199,0	91,5	86,2	85,5	86,8	97,2	95,9
lug.	7.738,7	2.878,6	630,4	488,5	3.541,1	200,0	91,3	86,0	85,3	86,6	97,2	95,7
ago.	7.765,4	2.894,5	634,7	491,4	3.544,4	200,4	91,1	85,7	85,1	86,4	97,1	95,5
set.	7.817,7	2.905,6	643,6	487,4	3.575,7	205,5	91,4	85,8	86,2	86,8	97,2	95,7
ott.	7.869,8	2.937,7	654,9	490,6	3.577,4	209,2	91,3	85,6	86,5	86,6	97,3	95,6
nov.	7.905,0	2.951,8	662,5	493,6	3.583,4	213,7	91,4	85,7	86,9	86,9	97,4	95,8
dic.	7.880,0	2.940,2	676,3	497,4	3.551,5	214,6	91,6	85,8	87,7	87,2	97,5	95,5
2004 gen.	7.930,8	2.957,7	677,3	492,4	3.585,9	217,6	91,5	85,7	87,6	86,6	97,5	95,6
feb.	8.014,9	2.993,9	686,4	494,9	3.616,4	223,3	91,6	85,8	87,9	86,6	97,5	95,7

### FI4 Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente

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



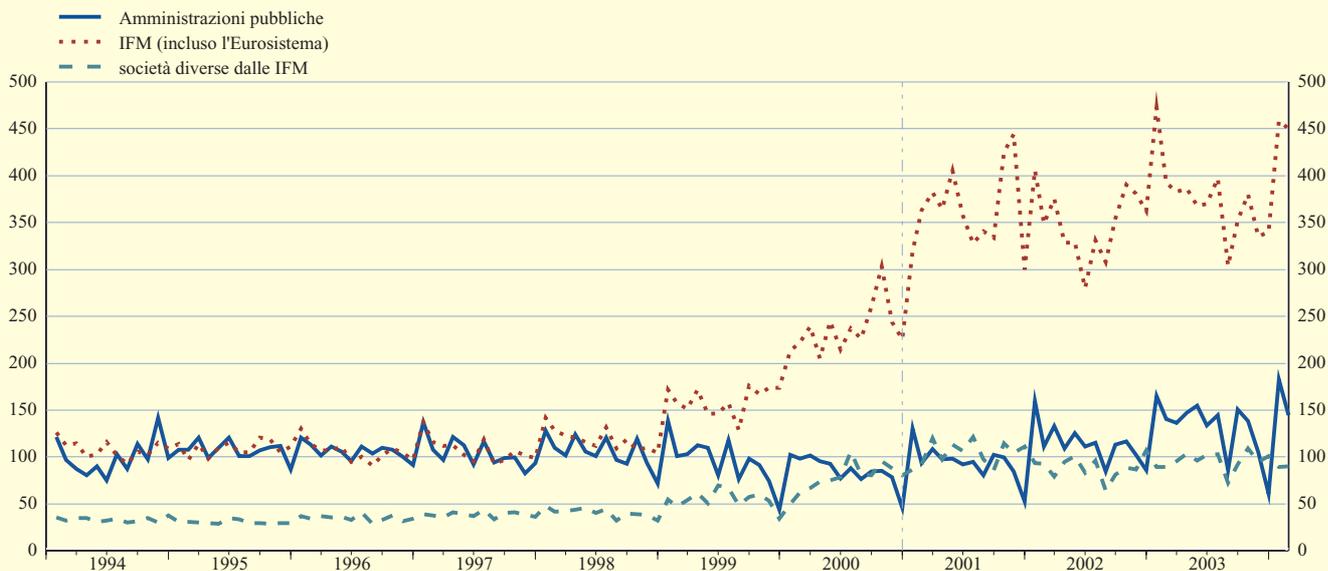
Fonte: BCE.

**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												
2003 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	74,9	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
apr.	637,5	386,5	22,7	81,0	140,9	6,5	94,4	92,9	94,9	96,4	97,5	86,3
mag.	619,0	367,6	14,8	81,5	149,2	5,9	93,4	92,2	84,3	94,6	96,8	90,5
giu.	606,0	370,0	23,5	79,1	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
lug.	644,9	397,3	26,6	76,6	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
ago.	461,5	303,6	8,7	63,6	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
set.	594,8	351,9	22,1	70,2	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
ott.	628,2	380,2	21,4	87,9	130,7	8,0	93,8	91,6	95,8	96,3	98,1	94,0
nov.	535,6	335,3	20,5	74,5	97,4	7,8	93,1	92,0	85,7	95,8	96,2	98,2
dic.	502,1	339,7	28,3	73,0	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 gen.	730,5	458,5	8,5	80,7	173,6	9,2	94,3	92,9	90,8	95,8	97,1	97,5
feb.	684,4	450,0	17,3	72,5	136,1	8,5	94,5	93,2	95,6	96,1	97,5	97,8
A lungo termine												
2003 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.	159,7	61,3	19,9	8,4	65,7	4,5	91,3	82,6	94,2	85,3	100,0	81,9
mag.	174,9	61,6	11,8	12,4	85,6	3,5	92,2	87,8	80,3	84,0	98,2	91,8
giu.	170,6	68,7	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	99,0	97,5	95,2
lug.	185,1	74,4	24,1	9,9	73,5	3,2	88,2	82,6	81,5	80,1	97,0	87,5
ago.	79,0	44,8	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
set.	173,4	64,9	19,0	3,6	78,8	7,1	91,7	79,6	98,6	97,8	99,0	98,8
ott.	167,0	74,4	17,6	10,6	58,9	5,5	92,0	84,9	96,1	89,5	100,0	94,5
nov.	135,8	62,6	16,8	9,7	40,9	5,8	89,4	87,0	84,1	90,2	93,5	99,6
dic.	111,8	62,7	25,0	9,5	11,4	3,2	90,4	88,5	97,6	81,3	98,6	68,1
2004 gen.	180,8	75,1	5,0	7,4	86,9	6,3	91,7	84,8	88,7	80,6	98,2	99,4
feb.	182,8	85,9	15,1	5,6	70,2	6,0	92,0	86,0	96,0	87,4	98,2	99,0

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



Fonte: BCE.

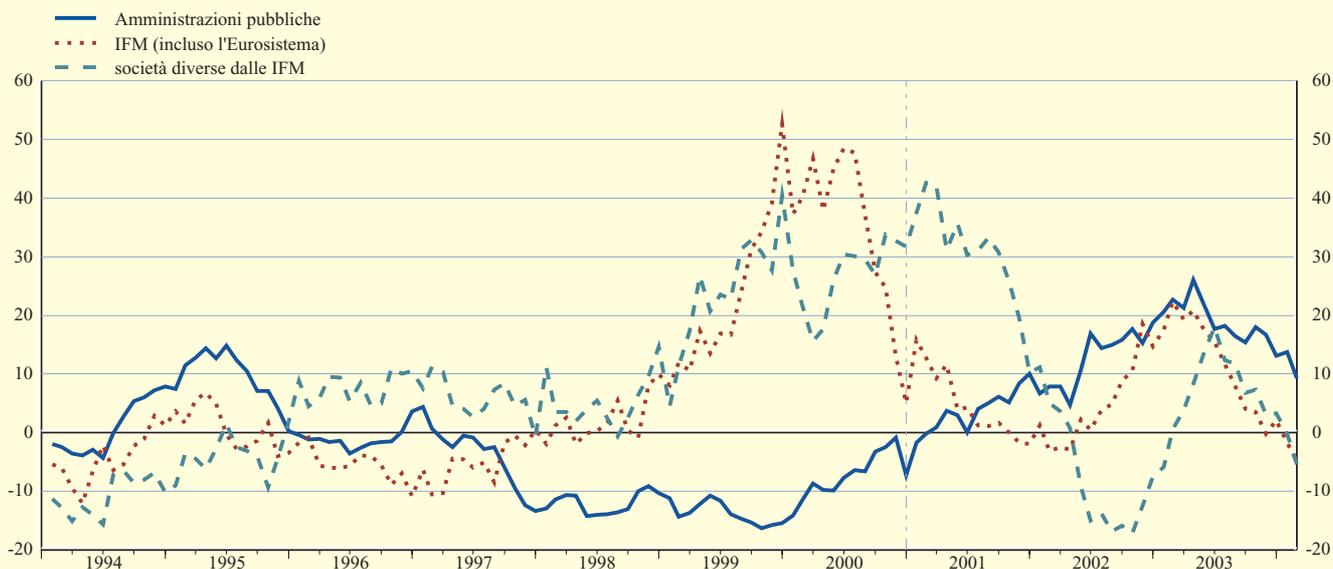
### 4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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														
2003 feb.	7,0	108,7	5,8	15,6	26,4	6,0	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,6	29,9
mar.	6,8	109,6	4,9	17,1	27,3	8,0	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,4
apr.	6,9	110,3	5,1	17,7	27,3	9,0	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,3	20,1
mag.	6,8	111,4	4,5	17,1	24,6	10,0	5,8	4,9	27,6	18,8	130,9	17,4	13,7	31,0
giu.	6,8	111,9	4,3	18,8	27,3	10,9	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,0	29,0
lug.	6,9	112,5	4,8	18,8	28,3	9,9	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
ago.	6,8	112,4	4,7	19,0	28,0	10,6	5,1	4,4	21,0	12,2	126,2	8,0	11,8	18,6
set.	6,9	113,3	4,6	18,3	28,5	8,7	5,7	4,9	23,3	9,4	125,2	4,0	6,8	17,0
ott.	7,2	114,1	5,4	19,1	28,9	9,7	5,4	4,6	21,4	10,3	128,1	3,6	7,3	14,0
nov.	6,9	114,7	5,2	18,5	27,7	9,6	5,2	4,4	23,0	7,3	128,1	-0,2	3,0	9,9
dic.	7,3	114,0	6,1	16,9	23,5	10,0	5,5	4,7	22,2	6,8	120,7	2,1	3,3	20,8
2004 gen.	7,0	115,2	5,8	15,0	23,0	7,0	5,7	4,9	21,7	4,9	127,1	-1,7	-0,1	16,8
feb.	6,9	116,2	6,1	13,8	21,5	5,9	5,6	4,9	20,9	1,0	126,4	-4,9	-5,4	-7,9
Euro														
2003 feb.	6,5	108,2	4,4	17,6	31,5	6,2	5,4	4,4	33,1	20,0	127,0	25,8	-0,5	28,3
mar.	6,3	109,0	3,5	19,4	32,3	8,8	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,7	26,6
apr.	6,5	109,8	3,8	20,3	32,8	9,8	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,4
mag.	6,5	110,9	3,4	19,8	30,2	11,0	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,1
giu.	6,5	111,4	3,0	22,2	33,7	12,3	5,5	4,6	27,0	18,1	130,3	18,4	17,5	29,2
lug.	6,7	111,9	3,7	22,0	34,5	11,1	5,2	4,5	20,4	16,7	130,9	15,8	12,1	23,0
ago.	6,5	111,9	3,6	22,3	34,4	11,8	4,9	4,2	19,5	14,7	130,4	13,4	11,0	18,6
set.	6,6	112,7	3,2	21,7	35,2	9,7	5,5	4,8	21,7	11,4	128,6	8,4	6,0	16,9
ott.	6,9	113,5	4,1	22,7	36,2	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,4	7,6	6,9	14,3
nov.	6,8	114,2	4,1	21,7	34,0	10,4	5,1	4,4	22,3	9,3	132,0	3,0	2,3	9,6
dic.	7,0	113,4	4,9	19,2	27,5	10,8	5,5	4,7	21,2	8,8	123,9	5,5	2,9	19,2
2004 gen.	6,8	114,5	4,8	16,9	26,9	7,1	5,7	5,0	21,0	5,9	130,1	-0,7	-0,9	16,5
feb.	6,9	115,6	5,3	15,8	25,9	5,9	5,8	5,1	20,3	1,9	129,5	-3,9	-5,8	-8,4

### Fl6 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)



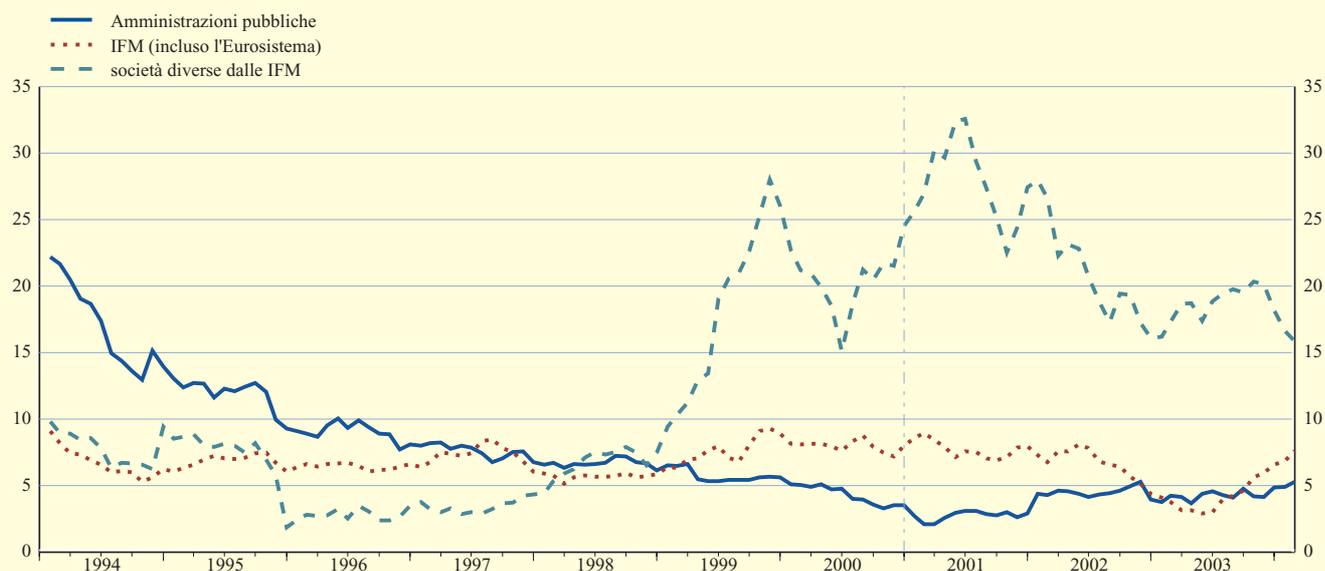
Fonte: BCE.

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 <sup>1)</sup>**  
(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													
-1,3	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,8	17,3	26,3	7,7	4,2	3,0	34,6	2003 feb.
2,1	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,2	18,7	27,3	9,3	4,1	3,0	32,4	mar.
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,3	3,2	18,7	27,4	9,3	3,7	2,5	30,9	apr.
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,4	24,5	9,5	4,4	3,4	27,7	mag.
17,1	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	18,9	27,2	9,7	4,6	3,5	28,5	giu.
11,5	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,5	28,4	9,6	4,3	3,5	22,0	lug.
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,2	19,8	28,1	10,5	4,1	3,2	21,4	ago.
6,0	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,6	19,5	28,7	9,3	4,7	3,8	23,4	set.
6,8	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,8	5,6	20,3	29,1	10,3	4,2	3,3	21,9	ott.
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	5,9	20,1	27,9	11,1	4,1	3,2	23,5	nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,3	113,4	6,6	18,2	23,5	11,7	4,8	3,9	22,8	dic.
-1,4	13,8	13,6	31,0	7,2	114,0	6,8	16,6	23,0	8,8	4,9	4,0	21,5	2004 gen.
-5,2	9,3	9,2	20,9	7,6	115,2	7,6	15,8	22,0	8,3	5,3	4,5	20,9	feb.
Euro													
-2,5	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,2	31,6	8,6	4,0	2,7	34,2	2003 feb.
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,7	32,4	10,9	3,9	2,8	31,8	mar.
6,4	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,0	33,1	10,6	3,5	2,4	29,7	apr.
12,6	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,6	30,2	10,6	4,1	3,1	26,5	mag.
16,5	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	22,8	33,8	11,4	4,3	3,3	27,3	giu.
11,2	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,3	23,2	34,7	11,1	4,0	3,2	20,5	lug.
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,7	34,7	12,1	3,8	3,0	19,9	ago.
5,1	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,6	23,6	35,5	10,8	4,6	3,7	21,9	set.
6,3	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,7	24,6	36,5	11,5	4,0	3,2	21,2	ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,0	34,4	12,4	4,0	3,1	22,9	nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,8	21,0	27,6	12,8	4,7	3,9	21,7	dic.
-2,2	13,9	13,7	40,2	6,9	113,0	5,5	19,0	27,0	9,3	4,9	4,1	20,7	2004 gen.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,4	114,3	6,4	18,4	26,5	8,6	5,4	4,6	20,2	feb.

**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 <sup>1)</sup>

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

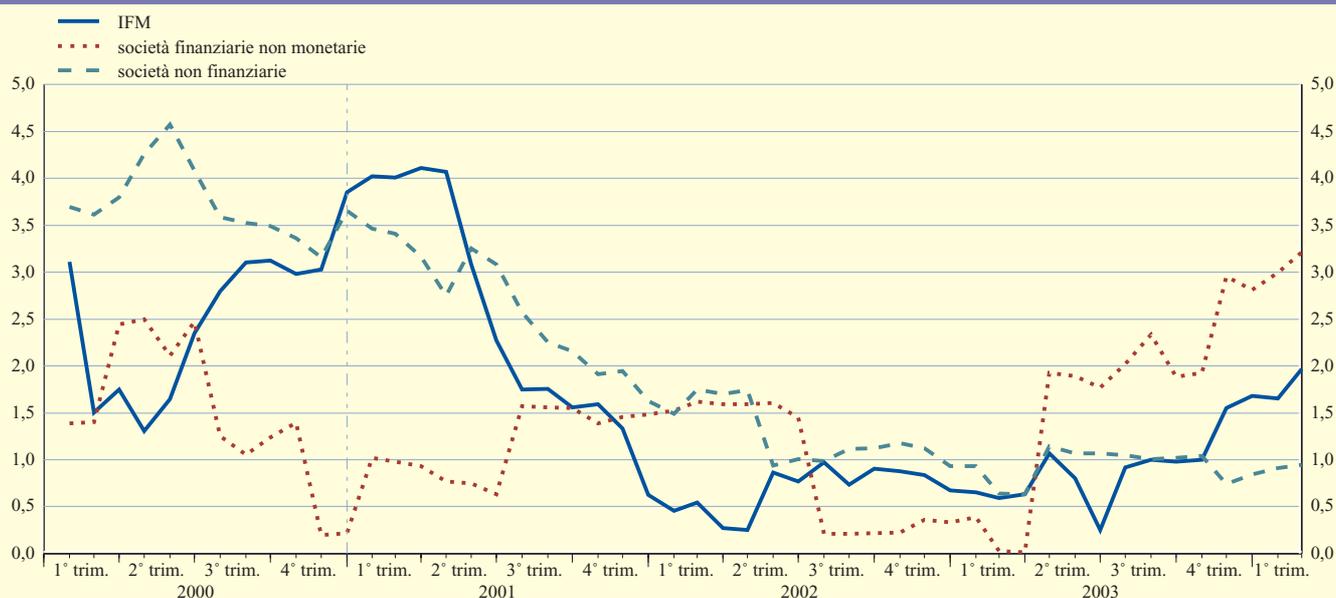
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
2002 feb.	4.545,5	100,2	1,6	622,5	0,5	509,8	1,6	3.413,2	1,7
mar.	4.754,7	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.552,8	1,7
apr.	4.571,1	100,3	1,5	678,1	0,2	517,4	1,6	3.375,5	1,7
mag.	4.433,2	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.282,1	0,9
giu.	4.119,4	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,5	3.041,2	1,0
lug.	3.710,9	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.800,7	1,0
ago.	3.521,3	100,6	1,0	521,7	0,7	371,1	0,2	2.628,6	1,1
set.	2.982,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.293,9	1,1
ott.	3.252,7	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.484,5	1,2
nov.	3.436,6	100,8	1,0	487,4	0,8	345,9	0,4	2.603,3	1,1
dic.	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	0,9
2003 gen.	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,7	261,1	0,4	2.291,4	0,9
feb.	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,6
mar.	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,6
apr.	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,1
mag.	3.145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2.377,5	1,1
giu.	3.256,1	101,5	1,1	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
lug.	3.366,4	101,7	1,0	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,0
ago.	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
set.	3.276,6	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,6	1,0
ott.	3.483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.615,5	1,0
nov.	3.546,8	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
dic.	3.647,3	102,0	1,2	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,2	0,8
2004 gen.	3.788,5	102,0	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,0	0,9
feb.	3.851,7	102,1	1,3	587,9	2,0	371,5	3,2	2.892,3	0,9

#### 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

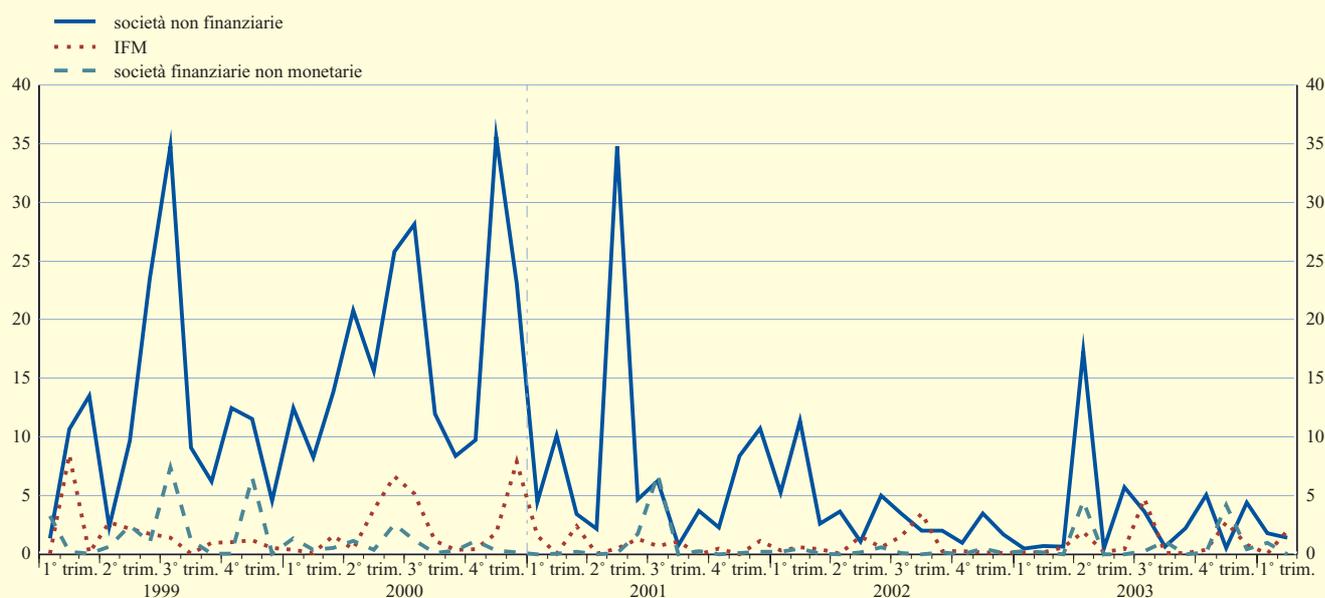
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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
2002 feb.	12,4	1,1	11,3	0,6	0,0	0,6	0,5	0,0	0,5	11,3	1,1	10,2
mar.	3,1	2,3	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
apr.	3,7	0,5	3,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,3
mag.	2,7	0,3	2,4	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,3	0,8
giu.	6,2	0,5	5,6	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,5	4,5
lug.	5,1	1,3	3,8	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,3	3,2
ago.	5,5	5,1	0,3	3,5	3,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	0,7
set.	2,4	0,5	1,9	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,4	1,7
ott.	1,2	0,2	1,0	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,8
nov.	4,1	0,8	3,3	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,5	0,4	3,1
dic.	1,9	0,6	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,5	1,2
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	0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
apr.	23,7	4,7	19,0	1,9	0,2	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,5	12,8
mag.	0,7	2,1	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,2
giu.	6,1	5,0	1,1	0,4	2,7	-2,2	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
lug.	8,6	1,8	6,8	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
ago.	1,8	1,1	0,7	0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,0	-0,3
set.	2,3	1,7	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,3	1,9
ott.	5,5	3,7	1,8	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	5,0	3,7	1,3
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
dic.	5,6	1,4	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,5	3,9
2004 gen.	2,8	0,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,9	1,8	0,9	0,9
feb.	3,4	0,6	2,9	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,1

#### 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 <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	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 mar.	0,87	2,34	2,52	2,74	2,29	3,19	1,14	2,50	2,48	3,41	2,57
apr.	0,84	2,25	2,54	2,80	2,31	3,14	1,11	2,43	2,37	3,29	2,48
mag.	0,84	2,23	2,38	2,65	2,24	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
giu.	0,76	2,00	2,21	2,61	2,23	3,01	1,00	2,10	2,18	3,05	2,14
lug.	0,68	1,91	2,10	2,32	2,14	2,93	0,88	2,02	2,14	2,73	2,03
ago.	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,97
set.	0,69	1,87	2,12	2,43	2,00	2,85	0,87	2,00	2,29	3,63	2,00
ott.	0,69	1,89	2,16	2,51	2,05	2,73	0,89	1,98	2,23	3,89	1,99
nov.	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,33	2,70	1,97
dic.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,01	2,68	0,88	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 gen.	0,69	1,91	2,37	2,74	2,02	2,65	0,95	1,99	2,07	3,12	1,95
feb.	0,70	1,87	2,16	2,45	2,02	2,63	0,88	1,98	2,25	3,58	1,98

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 mar.	10,02	7,28	7,00	8,28	8,06	4,13	4,41	5,04	5,05	4,70	4,73	5,31	5,37
apr.	9,89	7,46	6,99	8,32	8,16	4,07	4,32	5,00	5,03	4,67	4,71	5,30	5,33
mag.	9,86	7,64	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	7,11	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	7,25	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	7,70	6,84	8,27	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
set.	9,75	7,44	6,89	8,04	8,02	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
ott.	9,72	7,20	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	7,57	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,42	4,15	5,24	5,17
dic.	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,62	4,17	5,02	4,95	4,46	3,84	5,00	5,08
2004 gen.	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,62	4,28	5,02	4,92	4,49	4,06	5,12	5,16
feb.	9,81	7,50	6,92	8,44	8,17	3,55	4,21	4,97	4,84	4,35	4,10	5,07	5,05

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	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 mar.		6,05	4,55	5,03	5,11	3,56	3,86	4,46
apr.		5,85	4,57	4,89	5,04	3,50	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	4,16	4,58	4,73	3,08	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.		5,41	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,17
dic.		5,57	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 gen.		5,66	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
feb.		5,62	4,02	4,95	4,78	2,97	3,19	4,30

Fonte: BCE.

1) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.

2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.

3) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

**4.5 Tassi 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 <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 mar.	0,87	2,45	3,54	2,29	3,19	1,14	2,61	4,66	2,52
apr.	0,84	2,39	3,55	2,31	3,14	1,11	2,53	4,61	2,44
mag.	0,84	2,34	3,47	2,24	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
giu.	0,76	2,18	3,48	2,23	3,01	1,00	2,26	4,45	2,19
lug.	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
ago.	0,68	2,04	3,43	1,99	2,88	0,88	2,20	4,26	2,05
set.	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
ott.	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,89	2,12	4,33	2,03
nov.	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
dic.	0,69	1,97	3,54	2,01	2,68	0,88	2,15	4,25	1,98
2004 gen.	0,69	1,94	3,36	2,02	2,65	0,95	2,09	4,26	1,95
feb.	0,70	1,93	3,42	2,02	2,63	0,88	2,09	4,20	1,97

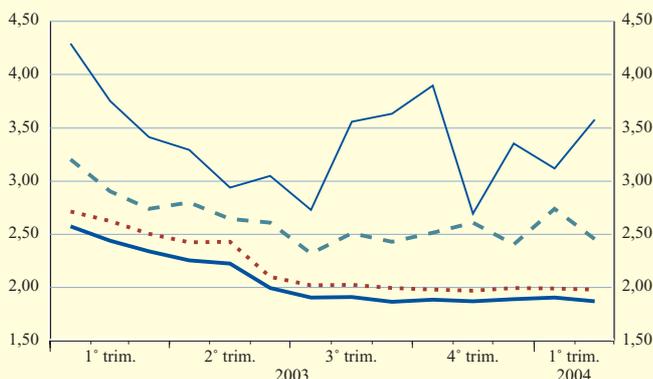
**5. Tassi d'interesse sui prestiti (consistenze)**

	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 mar.	5,45	5,36	5,55	8,61	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
apr.	5,39	5,26	5,49	8,50	7,45	6,11	4,89	4,61	5,03
mag.	5,33	5,22	5,44	8,48	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
giu.	5,30	5,13	5,39	8,38	7,37	6,03	4,72	4,47	4,90
lug.	5,21	5,07	5,31	8,31	7,28	5,96	4,60	4,33	4,81
ago.	5,11	4,99	5,25	8,26	7,23	6,07	4,53	4,22	4,75
set.	5,05	4,95	5,24	8,28	7,26	6,00	4,55	4,20	4,75
ott.	4,97	4,92	5,20	8,11	7,12	5,85	4,55	4,12	4,71
nov.	4,97	4,90	5,17	7,97	7,09	5,82	4,51	4,18	4,67
dic.	4,96	4,88	5,14	8,05	7,05	6,00	4,53	4,23	4,67
2004 gen.	4,90	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,55	4,08	4,56
feb.	4,87	4,90	5,11	8,13	7,16	5,95	4,60	4,07	4,58

**F20 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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

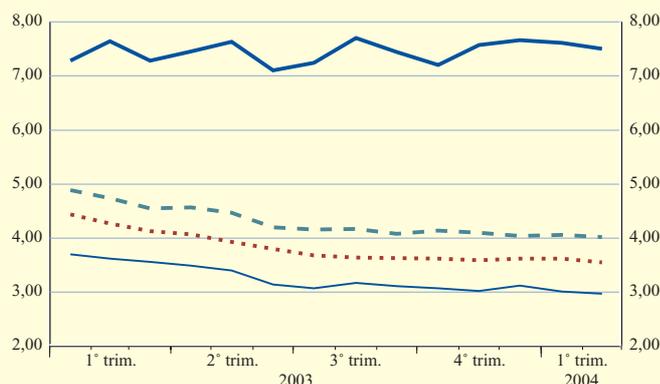
- di famiglie, fino a 1 anno
- ... di società non finanziarie, fino a 1 anno
- di famiglie, oltre 2 anni
- di società non finanziarie, oltre 2 anni



**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)

- a famiglie, crediti al consumo
- ... a famiglie, per acquisto di abitazione
- a società non finanziarie, fino a 1 milione di euro
- a società non finanziarie, oltre 1 milione di euro



Fonte: BCE.

## 4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
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
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
2004 1° trim.	2,02	2,06	2,06	2,07	2,14	1,12	0,05
2003 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
feb.	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
mar.	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
apr.	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05

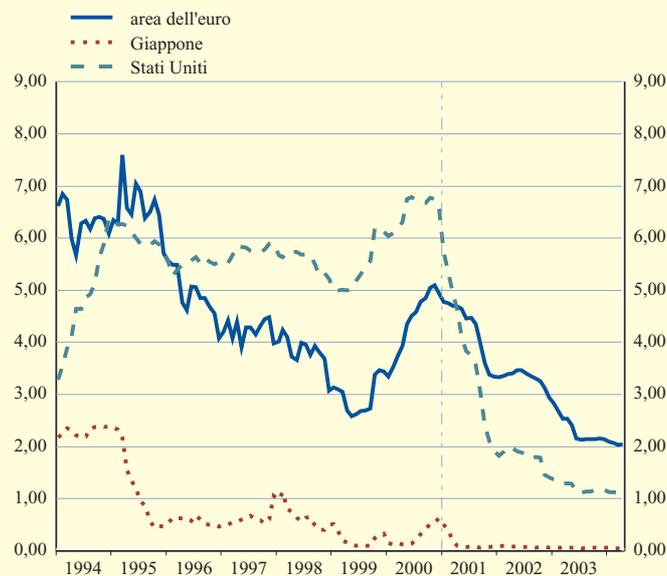
## F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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)



Fonte: BCE.

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

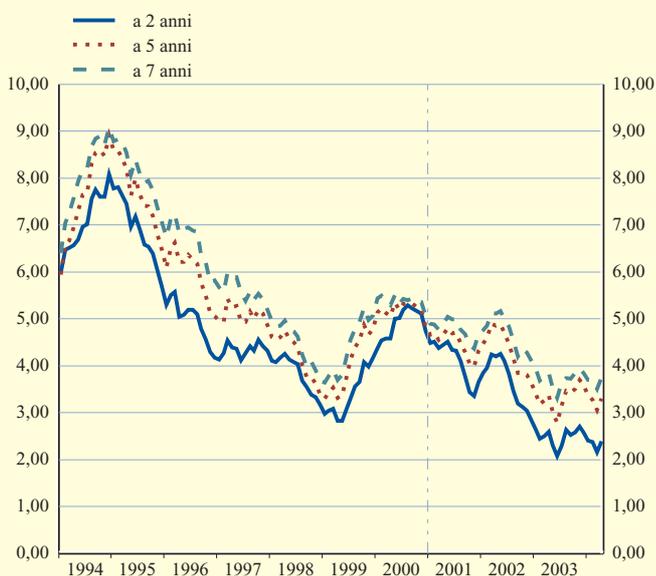
#### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					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
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
2004 1° trim.	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
2003 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
feb.	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
mar.	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
apr.	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51

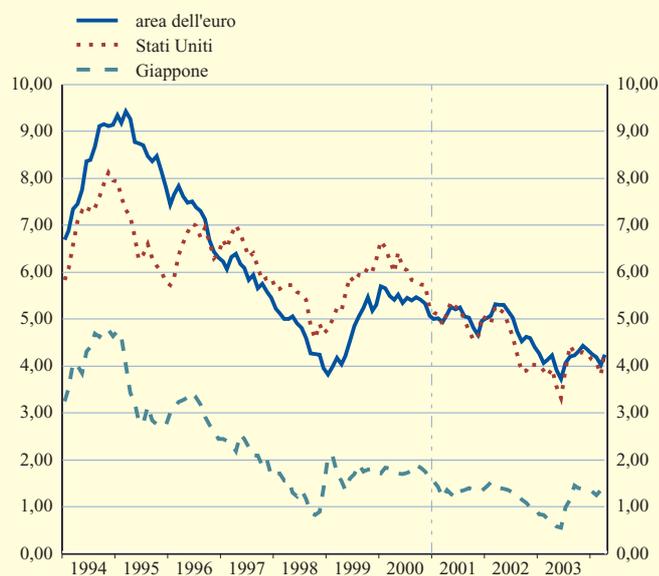
#### F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

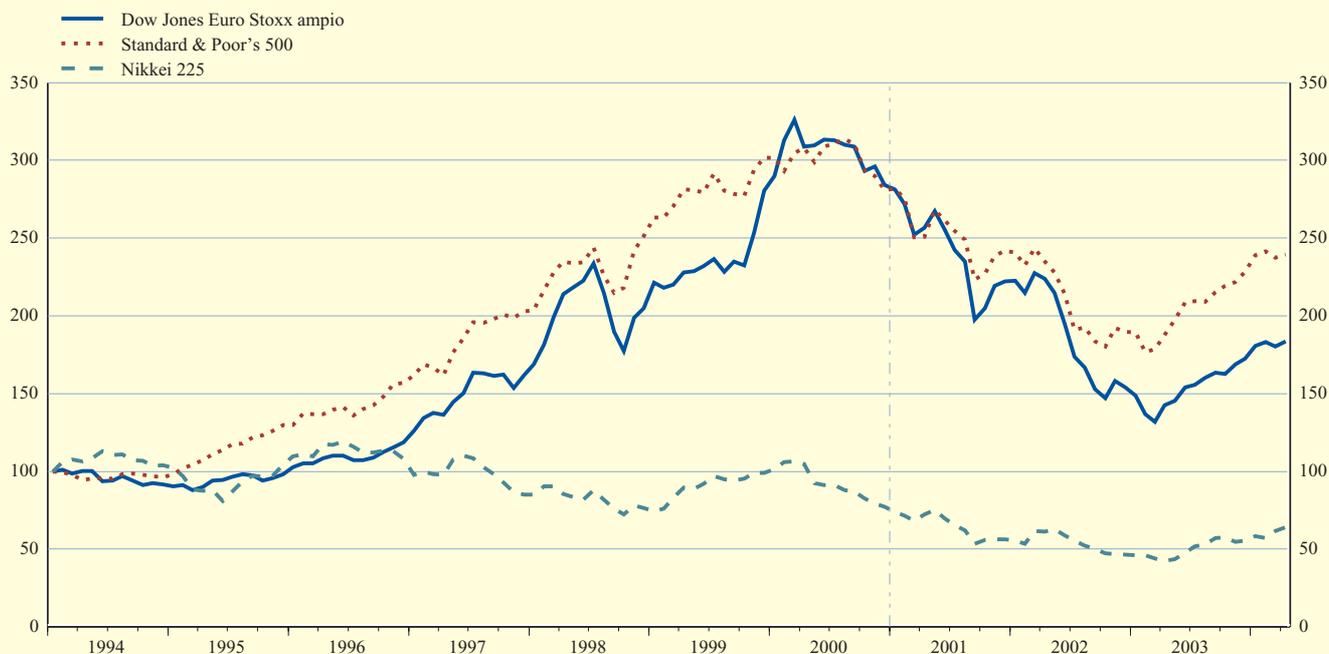
## 4.8 Indici del mercato azionario

(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
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
2004 1° trim.	251,6	2.846,5	245,0	163,8	226,8	279,7	240,5	257,1	353,1	248,6	405,4	366,4	1.133,1	10.977,6
2003 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
feb.	253,9	2.874,8	244,7	165,1	229,5	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,8	10.618,6
mar.	250,2	2.825,6	240,0	161,6	228,9	286,2	235,8	253,8	351,0	254,2	398,8	379,0	1.124,0	11.437,8
apr.	254,9	2.860,2	247,6	167,2	231,0	300,0	241,0	262,5	321,0	264,5	401,8	389,3	1.133,4	11.962,8

## 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)<sup>1)</sup>

	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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	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	-	-	-	-	-	-
2003 1° trim.	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,9	0,1	4,4	0,5
2° trim.	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,8	0,5	0,2	-2,9	0,6
3° trim.	113,4	2,0	1,7	2,4	0,5	0,6	1,5	0,1	0,5	0,6
4° trim.	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 1° trim.	114,4	1,7	1,2	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
2003 nov.	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,2
dic.	114,2	2,0	1,8	2,3	0,1	0,2	-0,4	0,1	-0,2	0,2
2004 gen.	114,0	1,9	1,3	2,5	0,2	0,2	0,0	0,0	0,9	0,3
feb.	114,2	1,6	1,0	2,6	0,1	0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,3
mar.	115,0	1,7	1,1	2,5	0,3	1,2	0,0	0,0	1,3	0,2
apr. <sup>3)</sup>	.	2,0	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse 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 <sup>2)</sup>	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	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	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	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	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 1° trim.	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
2003 nov.	3,9	4,0	3,8	1,1	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	2,3	1,9	2,7	-0,7	2,3	3,2
2004 gen.	3,1	3,3	2,9	0,4	0,6	-0,4	2,3	1,9	2,3	-0,8	2,4	4,8
feb.	2,7	3,2	1,9	0,2	0,8	-2,2	2,4	1,9	2,4	-1,0	2,5	4,9
mar.	3,1	4,1	1,7	0,2	0,8	-2,0	2,3	1,9	2,8	-1,3	2,4	4,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati antecedenti al 2001 si riferiscono agli Euro11.
- 2) Con riferimento al 2004. 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 <sup>1)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>2)</sup> (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni								Costruzioni <sup>3)</sup>	Industria manifatturiera			Totale	Totale al netto dell'energia
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia					Beni energetici						
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
in perc. del totale <sup>4)</sup>	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	0,3	1,1	0,5	1,2	4,1	2,2	1,0	-4,0	-4,5	25,1
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	0,6	0,0	0,4	1,0	0,4	1,0	3,5	2,1	0,5	-6,5	-5,8	25,1
4° trim.	103,6	1,1	0,7	0,3	0,4	0,9	0,3	1,0	2,5	2,3	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 1° trim.	104,2	0,2	0,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,8	-2,4	.	0,1	-2,5	9,8	25,0
2003 nov.	103,7	1,4	0,8	0,4	0,5	1,1	0,3	1,3	3,6	-	0,9	1,1	0,2	24,6
dic.	103,6	1,0	0,6	0,4	0,4	0,6	0,3	0,7	2,1	-	0,4	-5,0	-0,2	24,0
2004 gen.	103,9	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,1	0,6	-1,2	-	0,2	-5,5	5,1	24,2
feb.	104,0	0,0	0,8	0,8	0,5	0,6	0,1	0,7	-3,2	-	-0,1	-8,4	7,2	24,1
mar.	104,6	0,4	1,1	1,4	0,4	1,0	0,3	1,1	-2,7	-	0,3	6,8	17,2	26,7
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	23,1	19,7	27,6

### 3. Costo orario del lavoro<sup>5)</sup>

	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
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
2003	110,0	2,9	2,8	3,3	3,2	3,3	2,7	2,4
2002 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	3,2	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.	110,4	2,8	2,7	3,0	3,1	3,1	2,7	2,4
4° trim.	111,0	2,6	2,5	2,8	2,8	3,0	2,4	2,2

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 12 e 13 (HWWA), 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 prodotto <sup>1)</sup>								
2000	100,0	1,4	1,3	-0,2	1,9	-0,4	4,6	1,7
2001	102,6	2,6	2,4	2,8	4,1	1,0	2,6	2,8
2002	104,8	2,2	-0,3	1,2	3,4	2,0	3,2	2,2
2003	107,1	2,2	4,2	1,4	3,2	2,0	2,4	2,3
2002 4° trim.	105,5	1,5	3,0	-0,1	3,3	1,1	3,2	1,5
2003 1° trim.	106,5	2,0	1,1	0,7	4,0	1,7	2,9	2,2
2° trim.	107,2	2,7	6,3	2,6	3,8	2,5	3,0	2,3
3° trim.	107,5	2,4	5,4	1,9	2,8	1,4	1,5	3,2
4° trim.	107,4	1,7	4,1	0,4	2,4	2,4	2,1	1,6
Redditi per occupato								
2000	100,0	2,7	2,6	3,2	2,6	1,6	3,0	2,6
2001	102,8	2,8	1,9	3,0	3,1	2,9	1,6	3,2
2002	105,4	2,5	2,4	2,9	3,1	2,7	2,0	2,4
2003	108,0	2,4	2,2	3,3	3,2	1,9	2,0	2,4
2002 4° trim.	106,3	2,3	2,6	3,3	2,8	2,5	2,1	1,5
2003 1° trim.	107,2	2,5	1,0	3,6	2,8	2,4	2,2	2,1
2° trim.	107,7	2,6	3,7	3,5	3,8	2,5	2,4	1,9
3° trim.	108,4	2,5	1,8	3,2	3,2	1,4	1,5	3,3
4° trim.	108,5	2,1	2,4	2,9	3,0	1,5	1,8	2,1
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2000	100,0	1,3	1,2	3,4	0,7	2,1	-1,6	0,9
2001	100,2	0,2	-0,5	0,1	-1,0	1,8	-0,9	0,4
2002	100,6	0,3	2,6	1,7	-0,3	0,6	-1,2	0,1
2003	100,8	0,2	-1,9	1,9	0,0	-0,1	-0,4	0,0
2002 4° trim.	100,8	0,8	-0,4	3,4	-0,5	1,4	-1,0	0,0
2003 1° trim.	100,7	0,5	-0,1	2,8	-1,1	0,7	-0,7	-0,1
2° trim.	100,5	-0,1	-2,4	0,9	0,0	0,0	-0,5	-0,3
3° trim.	100,8	0,1	-3,4	1,2	0,4	0,0	-0,1	0,1
4° trim.	101,1	0,3	-1,6	2,5	0,6	-0,9	-0,3	0,5

### 5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	4,9	8,5
2001	102,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,1	2,8	2,2	1,9	-0,3	-1,4
2003	107,2	2,1	1,9	1,9	2,1	1,6	-0,5	-1,2
2002 4° trim.	105,8	2,3	2,3	2,7	2,2	2,1	0,2	0,0
2003 1° trim.	106,3	2,0	2,0	2,4	2,1	1,7	0,0	0,1
2° trim.	106,9	2,2	1,8	1,8	2,1	1,6	-0,7	-1,9
3° trim.	107,6	2,2	1,9	1,8	2,8	1,6	-0,8	-1,6
4° trim.	108,0	2,1	1,8	1,7	1,6	1,4	-0,6	-1,6

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 <sup>2)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>1)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
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	6.842,6	6.729,1	3.921,5	1.371,3	1.443,7	-7,4	113,5	2.564,6	2.451,2
2002	7.073,3	6.891,6	4.032,7	1.441,1	1.430,5	-12,8	181,7	2.595,4	2.413,7
2003	7.251,9	7.097,0	4.151,8	1.501,0	1.438,4	5,8	154,9	2.582,4	2.427,6
2002 4° trim.	1.785,9	1.743,8	1.021,1	365,4	359,8	-2,4	42,0	654,8	612,8
2003 1° trim.	1.794,8	1.762,0	1.032,3	368,8	358,4	2,5	32,8	645,2	612,5
2° trim.	1.803,0	1.765,9	1.034,1	373,1	358,7	0,1	37,0	635,9	598,9
3° trim.	1.820,6	1.774,4	1.040,1	379,6	359,0	-4,3	46,2	648,7	602,5
4° trim.	1.833,5	1.794,7	1.045,4	379,5	362,3	7,5	38,9	652,6	613,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2003	100,0	97,9	57,3	20,7	19,8	0,1	2,1	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 4° trim.	0,0	0,4	0,3	0,1	0,3	-	-	-0,3	0,9
2003 1° trim.	0,0	0,4	0,5	0,5	-0,8	-	-	-1,3	-0,4
2° trim.	-0,1	0,0	0,0	0,6	-0,3	-	-	-0,8	-0,5
3° trim.	0,4	-0,1	0,1	0,7	-0,2	-	-	2,2	1,1
4° trim.	0,3	0,8	0,0	0,4	0,6	-	-	0,2	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,7	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,9	0,3	0,1	2,9	-2,8	-	-	1,5	-0,1
2003	0,4	1,1	1,0	2,0	-1,0	-	-	0,1	1,8
2002 4° trim.	1,1	1,1	0,5	2,2	-1,7	-	-	3,4	3,4
2003 1° trim.	0,7	1,4	1,4	2,0	-1,8	-	-	1,5	3,7
2° trim.	0,1	1,0	1,1	1,8	-0,6	-	-	-1,3	1,0
3° trim.	0,3	0,7	0,9	1,9	-1,0	-	-	-0,3	1,0
4° trim.	0,6	1,1	0,6	2,2	-0,7	-	-	0,3	1,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	0,9	1,0	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,0	0,6	-0,6	0,2	0,6	-	-
2003	0,4	1,0	0,6	0,4	-0,2	0,3	-0,6	-	-
2002 4° trim.	1,1	1,0	0,3	0,4	-0,4	0,6	0,1	-	-
2003 1° trim.	0,7	1,4	0,8	0,4	-0,4	0,6	-0,7	-	-
2° trim.	0,1	1,0	0,6	0,4	-0,1	0,1	-0,9	-	-
3° trim.	0,3	0,7	0,5	0,4	-0,2	0,0	-0,5	-	-
4° trim.	0,6	1,1	0,4	0,5	-0,2	0,4	-0,5	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Inclusive 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 <sup>1)</sup>	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>									
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.655,0	1.299,6	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,3	1.350,7	1.729,9	1.359,6	222,1	712,9
2002	6.561,1	149,4	1.425,7	362,7	1.385,9	1.810,2	1.427,2	226,3	738,4
2003	6.722,5	152,5	1.436,0	375,0	1.411,8	1.866,6	1.480,6	231,9	761,2
2002 4° trim.	1.655,1	37,4	357,5	91,7	349,5	457,2	361,8	57,3	188,0
2003 1° trim.	1.662,9	37,5	360,0	92,0	348,3	459,8	365,3	57,2	189,1
2° trim.	1.671,2	37,5	355,4	93,2	352,5	464,6	368,1	58,1	189,9
3° trim.	1.690,3	38,4	359,4	94,1	355,3	469,0	374,1	58,4	188,7
4° trim.	1.698,1	39,1	361,2	95,7	355,8	473,1	373,2	58,1	193,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2002 4° trim.	0,0	-1,1	-0,8	0,3	0,2	0,2	0,3	0,9	0,7
2003 1° trim.	0,0	-1,2	0,4	-0,6	-0,3	0,0	0,2	-0,4	-0,5
2° trim.	-0,1	-2,2	-0,9	0,3	0,3	0,2	0,2	0,8	0,2
3° trim.	0,5	-0,2	0,5	0,1	0,7	0,5	0,3	1,3	-0,3
4° trim.	0,2	1,5	0,5	0,2	-0,5	0,2	0,4	-0,7	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,8	-0,3	4,0	2,5	5,2	4,3	2,5	7,1	1,8
2001	1,9	-1,2	0,5	-0,6	3,3	2,8	1,7	4,6	0,2
2002	0,9	0,6	0,2	-1,1	1,0	1,2	2,0	0,0	-0,2
2003	0,5	-3,4	0,0	-0,4	0,5	0,8	1,1	1,9	0,5
2002 4° trim.	1,1	-2,4	1,6	-1,4	1,3	0,9	1,9	0,5	0,5
2003 1° trim.	0,7	-2,5	1,0	-1,8	0,7	0,9	1,4	1,5	0,7
2° trim.	0,1	-4,4	-1,0	0,0	0,4	0,5	1,0	2,4	1,2
3° trim.	0,4	-4,6	-0,7	0,0	0,9	1,0	1,0	2,6	0,1
4° trim.	0,6	-2,1	0,6	0,0	0,2	1,0	1,2	1,1	0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
2002 4° trim.	1,1	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,4	-	-
2003 1° trim.	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,3	-	-
2° trim.	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-	-
3° trim.	0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
4° trim.	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	-	-

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

	Totale		Industria escluse le costruzioni							Costruzioni	Industria manifatturiera	
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici					Beni energetici			
				Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli				Non durevoli
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	4,8	100,1	5,2	5,4	6,2	8,1	1,7	6,1	0,9	1,9	2,4	5,6
2001	0,4	100,5	0,4	0,2	-0,5	1,6	0,3	-2,1	0,8	1,4	0,7	0,3
2002	-0,5	99,9	-0,5	-0,8	0,0	-1,5	-0,5	-5,7	0,5	1,0	0,6	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	0,0	0,5	0,0	-0,8	-5,0	-0,1	3,0	0,0	0,1
2002 4° trim.	0,8	99,8	1,3	1,4	2,8	1,2	0,5	-4,3	1,4	-0,4	-1,0	1,5
2003 1° trim.	0,6	100,2	0,8	0,3	1,1	0,8	-1,3	-6,1	-0,4	4,6	-1,9	0,5
2° trim.	-0,6	99,7	-0,9	-1,4	-0,6	-1,8	-1,8	-6,9	-0,9	2,1	0,8	-1,3
3° trim.	-0,3	100,2	-0,2	-0,6	-0,4	-1,2	-0,2	-4,7	0,6	2,3	0,4	-0,5
4° trim.	1,1	101,1	1,5	1,5	1,8	2,2	0,0	-2,2	0,4	2,6	0,5	1,6
2003 set.	-1,0	99,8	-1,1	-1,3	-2,0	-1,6	-1,0	-5,4	-0,2	1,3	-0,6	-1,2
ott.	0,7	101,1	1,4	1,2	1,6	1,6	-0,3	-2,4	0,1	3,6	-1,2	1,3
nov.	0,4	101,0	0,9	1,2	1,1	2,2	-0,5	-3,7	0,0	2,5	-2,2	1,2
dic.	2,2	101,2	2,1	2,1	3,0	3,0	1,0	-0,3	1,2	1,8	5,5	2,4
2004 gen.	.	100,8	0,6	0,7	1,0	0,0	0,2	0,2	0,3	1,4	.	0,5
2004 feb.	.	100,9	0,6	1,2	2,0	-0,7	0,6	-0,2	0,8	-0,4	.	1,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2003 set.	-0,1	-	-0,4	-0,2	-1,1	0,3	-0,2	1,2	-0,5	-2,6	0,5	-0,3
ott.	0,9	-	1,4	1,4	1,6	1,9	0,4	1,1	0,3	3,1	-0,4	1,4
nov.	0,0	-	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	-0,5	0,2	-3,4	0,0	0,2
dic.	0,5	-	0,1	-0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,7	5,1	0,0
2004 gen.	.	-	-0,4	-0,5	-0,6	-1,4	-0,2	0,7	-0,3	1,3	.	-0,7
2004 feb.	.	-	0,1	0,3	0,4	-0,4	0,1	-0,6	0,3	1,8	.	0,2

### 4. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti		Prezzi costanti						Migliaia <sup>2)</sup> (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
						Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
in perc. del totale <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	.	.
2000	99,9	4,0	100,0	2,1	1,8	2,0	0,9	4,1	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,7	1,7	1,8	1,6	0,8	-0,1	968	-0,8
2002	106,0	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,5	-2,0	-1,9	925	-4,4
2003	107,6	1,5	102,0	0,2	1,2	-0,7	-3,1	-0,3	912	-1,4
2003 1° trim.	107,6	2,6	102,2	0,8	2,3	0,2	-1,9	0,0	898	-2,6
2° trim.	107,5	1,7	102,1	0,8	1,6	-0,3	-1,8	0,1	899	-1,8
3° trim.	107,6	1,0	101,9	-0,4	1,1	-1,8	-4,9	-0,9	927	1,4
4° trim.	107,8	0,9	101,7	-0,4	-0,1	-0,7	-3,6	-0,1	925	-2,4
2004 1° trim.	108,6	0,9	102,7	0,5	0,6	-0,2	.	.	910	0,9
2003 ott.	108,4	1,2	102,9	0,6	0,9	-0,1	-1,6	0,4	926	-0,2
nov.	107,6	0,9	100,9	-1,7	-1,7	-1,6	-5,4	-1,1	931	0,0
dic.	107,5	0,7	101,2	0,0	0,6	-0,3	-3,9	0,4	916	-7,4
2004 gen.	109,1	1,5	103,5	0,6	1,4	-0,3	-1,5	1,2	904	1,1
feb.	108,2	0,1	102,3	-0,1	-0,6	-0,8	-1,1	1,0	916	2,5
mar.	108,6	1,1	102,1	1,0	0,9	0,4	.	.	909	-0,6

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 2000.

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

**5.2 Produzione e domanda**

 (saldo percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (2000 = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2003 1° trim.	94,8	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
2° trim.	94,7	-12	-27	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
3° trim.	95,0	-11	-26	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
4° trim.	95,7	-7	-21	9	8	80,9	-16	-5	-17	34	-9
2004 1° trim.	96,0	-7	-21	10	11	80,5	-14	-4	-13	30	-9
2003 nov.	96,0	-6	-21	8	10	-	-15	-4	-16	33	-8
dic.	95,6	-8	-21	10	7	-	-16	-5	-16	32	-10
2004 gen.	96,0	-6	-20	9	10	80,6	-15	-5	-14	31	-9
feb.	95,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
mar.	96,1	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-13	30	-9
apr.	96,6	-5	-16	9	11	80,4	-14	-3	-14	31	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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	-19	17	-5	2	-6	1	11
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	-18	17	-3	5	-1	4	13
4° trim.	-20	-28	-12	-10	-15	15	-2	10	5	11	15
2004 1° trim.	-20	-29	-10	-10	-16	15	0	11	6	6	20
2003 nov.	-20	-27	-13	-10	-13	16	-1	11	6	11	16
dic.	-19	-28	-9	-12	-16	16	-5	11	7	12	15
2004 gen.	-19	-28	-10	-10	-16	16	2	10	5	8	18
feb.	-21	-32	-9	-11	-16	14	-2	11	7	6	21
mar.	-19	-27	-10	-10	-17	14	1	11	5	5	22
apr.	-17	-24	-10	-8	-10	15	1	10	5	11	15

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico 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, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,427	2,2	2,5	0,7	-1,4	0,6	1,9	3,0	6,0	1,6
2001	133,241	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,5	3,8	1,4
2002	133,958	0,5	0,7	-0,2	-1,9	-1,4	-0,6	0,3	2,4	1,8
2003	134,178	0,2	0,1	0,3	-1,5	-1,9	-0,3	0,5	1,2	1,1
2002 4° trim.	133,911	0,2	0,3	0,0	-1,9	-1,8	-0,8	-0,3	1,9	1,9
2003 1° trim.	133,960	0,1	0,1	0,1	-2,3	-1,8	-0,7	-0,2	1,6	1,5
2° trim.	134,123	0,2	0,2	0,5	-1,9	-1,9	0,2	0,4	1,1	1,3
3° trim.	134,132	0,2	0,1	0,3	-1,3	-2,0	-0,2	0,9	1,0	0,8
4° trim.	134,229	0,2	0,2	0,1	-0,4	-1,9	-0,5	1,0	1,1	0,6
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2002 4° trim.	0,024	0,0	0,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,4
2003 1° trim.	0,049	0,0	0,0	0,2	-0,8	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,3
2° trim.	0,163	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,5	0,4	0,4	0,2	0,2
3° trim.	0,009	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,5	-0,7	0,4	0,3	0,0
4° trim.	0,097	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,2	0,6	0,2

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	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 <sup>2)</sup>	100,0		78,4		21,6		49,9		50,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,605	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,124	10,5
2001	11,072	8,0	8,541	7,0	2,531	15,7	5,317	6,8	5,755	9,7
2002	11,689	8,4	9,095	7,4	2,594	16,2	5,764	7,3	5,925	9,9
2003	12,288	8,8	9,628	7,7	2,660	16,8	6,134	7,7	6,154	10,1
2002 4° trim.	11,970	8,6	9,344	7,6	2,626	16,5	5,943	7,5	6,027	10,0
2003 1° trim.	12,202	8,7	9,530	7,7	2,673	16,8	6,079	7,7	6,123	10,1
2° trim.	12,305	8,8	9,634	7,8	2,671	16,8	6,138	7,7	6,167	10,2
3° trim.	12,309	8,8	9,659	7,8	2,650	16,8	6,149	7,7	6,160	10,1
4° trim.	12,336	8,8	9,701	7,8	2,635	16,8	6,172	7,8	6,163	10,1
2003 ott.	12,332	8,8	9,696	7,8	2,635	16,8	6,172	7,8	6,160	10,1
nov.	12,338	8,8	9,706	7,8	2,633	16,8	6,174	7,8	6,164	10,1
dic.	12,338	8,8	9,700	7,8	2,638	16,8	6,171	7,8	6,167	10,1
2004 gen.	12,365	8,8	9,710	7,8	2,655	16,9	6,188	7,8	6,177	10,1
feb.	12,392	8,8	9,726	7,8	2,666	16,9	6,201	7,8	6,191	10,1
mar.	12,420	8,8	9,749	7,8	2,671	17,0	6,219	7,8	6,201	10,2

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 2003.
- 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 <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)1. Area dell'euro <sup>2)</sup>: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>3)</sup>
		Imposte dirette		Famiglie	Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		1	2											
1995	47,2	46,7	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,4	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	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	9,8	2,3	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,4
1999	48,1	47,7	12,8	9,9	2,5	14,4	0,6	16,4	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,9
2000	47,8	47,4	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,4	0,3	43,7
2001	47,1	46,7	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,4	0,3	42,8
2002	46,5	46,1	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,4	0,3	42,3
2003	46,6	45,8	11,8	9,4	2,2	13,8	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,8	0,5	42,4

2. Area dell'euro <sup>2)</sup>: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie <sup>4)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														1
1995	52,3	47,8	11,2	4,8	5,7	26,2	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,6
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,7	23,4	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,3	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,8
1998	49,9	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,8	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,4	45,4	10,7	4,7	4,2	25,9	22,7	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,2
2000	48,7	44,8	10,5	4,7	4,0	25,6	22,3	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2001	48,8	44,7	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	2,0	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,8	44,9	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,9	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1
2003	49,4	45,3	10,7	4,9	3,5	26,2	23,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,5	0,1	45,9

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>5)</sup>						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)		
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	-0,1	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,3	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	20,0	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	20,0	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	19,9	10,5	4,7	5,2	1,8	2,3	8,1	11,8
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	2,2	8,2	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	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,5	-0,1	0,0	0,8	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-2,0	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,3	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,5	-2,8	-1,4	-0,4	-1,5	1,1	-2,6	6,3	0,0	0,2	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,4	0,0	-3,2	-0,2	-2,3	2,7	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,2	-3,9	-3,2	0,3	-4,1	0,2	-2,4	-0,1	-3,2	-1,1	-2,8	2,3

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro <sup>2)</sup>: 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 <sup>3)</sup>				Altri creditori <sup>4)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,7	55,9	29,9	9,8	16,3	14,1
1995	74,3	2,8	17,9	9,9	43,8	58,3	32,6	8,9	16,8	16,1
1996	75,5	2,9	17,4	9,9	45,4	58,6	32,5	10,4	15,7	17,0
1997	74,9	2,8	16,4	8,9	46,9	56,3	30,9	12,0	13,4	18,6
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,4	52,8	28,4	13,0	11,3	20,5
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,2	48,1	26,8	9,9	11,4	24,1
2000	69,7	2,7	13,1	6,2	47,7	43,9	23,0	9,4	11,6	25,8
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	47,9	42,1	22,1	8,4	11,6	27,3
2002	69,2	2,7	11,8	6,7	48,0	39,0	20,5	7,0	11,4	30,2
2003	70,5	2,1	11,7	7,4	49,2	38,1	19,6	6,5	12,0	32,4

### 2. Area dell'euro <sup>2)</sup>: debito pubblico per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>5)</sup>				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 <sup>6)</sup>	Non in valuta nazionale	
1994	70,0	58,0	5,4	6,1	0,5	12,0	58,0	7,4	17,4	26,8	25,9	68,2	3,0	1,9
1995	74,3	61,8	5,7	6,0	0,8	11,5	62,8	6,8	18,5	26,5	29,3	72,4	2,9	2,4
1996	75,5	63,0	6,1	5,9	0,5	11,1	64,4	6,3	20,1	25,5	29,9	73,6	2,7	2,5
1997	74,9	62,4	6,3	5,6	0,6	9,7	65,2	6,0	19,6	25,4	29,9	72,9	2,8	2,7
1998	73,2	61,2	6,3	5,4	0,4	8,7	64,5	5,5	17,4	26,1	29,7	71,6	3,2	2,6
1999	72,1	60,3	6,2	5,3	0,3	7,6	64,6	5,0	15,6	26,9	29,6	71,4	-	1,7
2000	69,7	58,2	6,1	5,1	0,3	6,9	62,8	4,4	15,5	27,6	26,6	69,0	-	1,7
2001	69,4	58,0	6,2	4,9	0,3	7,3	62,1	3,1	16,0	26,3	27,1	68,8	-	1,6
2002	69,2	57,7	6,4	4,9	0,3	7,6	61,6	3,1	16,8	25,2	27,3	68,8	-	1,4
2003	70,5	57,8	6,7	5,6	0,4	7,9	62,6	2,9	16,0	25,9	28,4	70,5	-	1,0

### 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
2000	109,1	60,2	106,2	61,2	57,2	38,4	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	106,9	57,5	56,8	36,1	110,6	5,5	52,9	67,1	55,6	43,9
2002	105,8	60,8	104,7	54,6	58,6	32,3	108,0	5,7	52,6	66,6	58,1	42,6
2003	100,5	64,2	103,0	50,8	63,0	32,0	106,2	4,9	54,8	65,0	59,4	45,3

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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumento finanziario				Detentori			Altri creditori <sup>8)</sup>
		Fabbisogno <sup>3)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>4)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>5)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>6)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>7)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	7,8	5,1	0,4	2,4	-0,2	0,1	2,6	0,0	5,1	5,1	4,2	-0,4	2,6
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,3	1,0	1,8	1,5
1997	2,3	2,2	0,5	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	3,2	0,0	-0,4	2,1	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,0	-1,0	1,5	2,7
1999	1,7	1,4	0,3	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-2,6	-0,6	-2,6	4,4
2000	1,0	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,6	-0,1	2,9
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,4	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,1	2,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,7	1,6	-1,7	-0,8	-1,0	3,8
2003	3,0	2,7	0,3	0,0	0,0	-0,5	0,2	0,8	2,4	0,1	-0,4	-0,4	2,9

**2. Area dell'euro <sup>2)</sup>: raccordo disavanzo – debito**

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) <sup>9)</sup>	Raccordo disavanzo – debito <sup>10)</sup>												
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro <sup>12)</sup>	
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli <sup>11)</sup>	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	
1995	7,8	-5,1	2,7	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,5
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,8	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,0	0,3
2000	1,0	0,2	1,1	0,6	0,8	0,1	0,2	-0,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,5
2001	1,8	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,1	-2,3	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4
2003	3,0	-2,7	0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,4

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	-16,7	73,6	-0,4	-38,6	-51,4	6,6	-10,1	-34,2	-112,4	67,9	-0,9	-6,6	17,8	44,3
2002	54,5	133,6	13,1	-44,1	-48,1	11,0	65,4	-65,8	-4,7	114,6	-10,8	-162,7	-2,3	0,4
2003	26,1	107,7	17,3	-43,2	-55,8	13,3	39,3	-43,4	-9,9	25,3	-13,7	-75,0	29,8	4,1
2002 4° trim.	18,0	34,4	3,8	-6,2	-14,0	2,5	20,5	-42,9	12,6	37,6	-3,1	-88,7	-1,3	22,5
2003 1° trim.	2,9	16,8	1,9	-12,0	-3,8	1,4	4,3	-14,3	13,0	4,2	-3,1	-40,3	11,9	10,0
2° trim.	-6,9	24,2	5,7	-17,0	-19,7	1,9	-5,0	-32,0	2,7	62,0	-1,4	-97,6	2,3	37,0
3° trim.	11,5	36,8	3,7	-9,4	-19,6	2,8	14,3	-0,6	-19,1	-59,1	-4,6	80,1	2,0	-13,6
4° trim.	18,5	29,9	6,0	-4,7	-12,6	7,2	25,8	3,5	-6,4	18,2	-4,7	-17,2	13,6	-29,2
2003 feb.	2,6	8,5	0,3	-2,7	-3,5	-0,9	1,7	-21,2	2,3	-6,5	-0,6	-21,8	5,3	19,5
mar.	4,3	6,8	1,5	-1,1	-2,9	0,2	4,5	10,9	2,0	16,0	-0,8	-11,4	5,0	-15,4
apr.	-7,4	6,6	1,4	-8,7	-6,7	0,1	-7,3	17,5	-11,6	27,6	-2,8	3,0	1,2	-10,1
mag.	-1,6	7,4	1,8	-5,0	-5,8	0,3	-1,4	-23,0	0,6	9,4	1,7	-35,1	0,4	24,4
giu.	2,1	10,1	2,5	-3,3	-7,2	1,6	3,7	-26,4	13,6	25,0	-0,2	-65,6	0,8	22,8
lug.	2,8	15,5	2,6	-8,8	-6,4	0,8	3,6	0,3	-4,0	-33,7	-2,4	38,6	1,8	-4,0
ago.	3,0	10,5	-0,1	-1,4	-6,0	1,7	4,8	5,9	-5,6	-36,2	-2,6	50,0	0,3	-10,7
set.	5,6	10,9	1,2	0,7	-7,2	0,2	5,9	-6,9	-9,5	10,8	0,4	-8,5	-0,1	1,0
ott.	8,1	13,1	2,3	-3,8	-3,5	1,1	9,3	7,8	-10,0	38,5	1,7	-23,1	0,7	-17,1
nov.	3,9	8,5	1,3	0,6	-6,4	1,1	5,0	6,2	4,6	4,6	0,5	-9,0	5,5	-11,2
dic.	6,5	8,3	2,4	-1,5	-2,8	5,0	11,5	-10,5	-0,9	-24,9	-6,9	14,9	7,3	-1,0
2004 gen.	-4,4	4,2	-0,6	-9,4	1,3	0,4	-4,1	-25,6	-11,9	-14,9	0,6	3,8	-3,2	29,6
feb.	5,8	9,5	0,1	0,8	-4,6	2,1	7,8	9,4	7,8	4,4	-0,3	-11,5	9,0	-17,2
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 feb.	28,7	111,4	16,5	-40,9	-58,2	14,5	43,3	-34,4	-24,9	26,7	-11,2	-53,7	28,7	-8,8

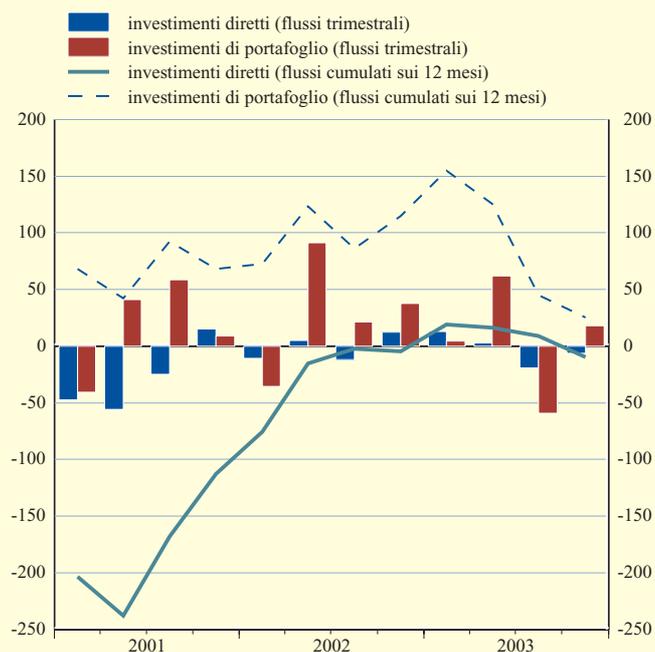
#### F27 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



#### F28 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

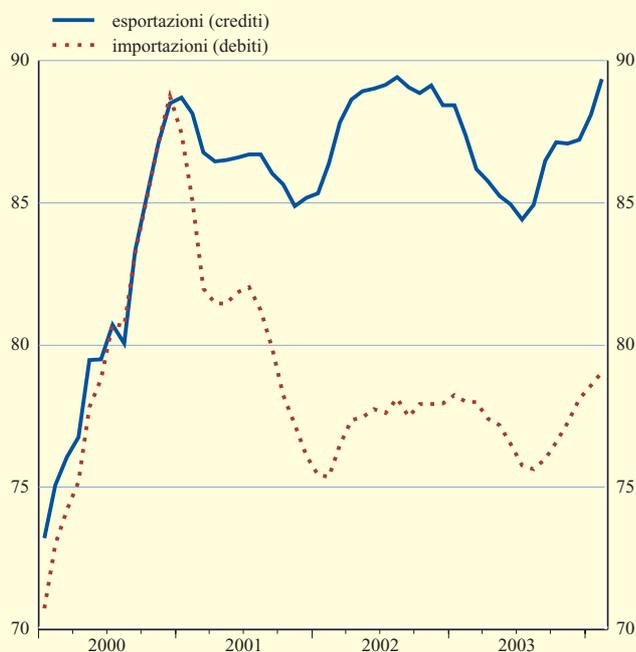
## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

### 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 4° trim.	430,3	416,2	14,1	265,3	233,9	81,8	78,2	60,0	69,6	23,3	34,5
2003 1° trim.	417,2	413,1	4,1	258,5	234,0	83,8	77,7	54,0	67,9	20,9	33,4
2° trim.	409,6	408,7	0,9	254,8	229,6	79,7	76,6	56,4	68,0	18,7	34,5
3° trim.	414,7	408,1	6,6	259,4	228,0	80,4	77,6	56,2	65,7	18,7	36,9
4° trim.	419,2	404,8	14,4	261,7	234,3	82,9	77,4	53,8	61,5	20,8	31,5
2003 feb.	138,6	137,8	0,8	86,9	77,3	27,2	25,7	17,8	23,5	6,7	11,4
mar.	135,9	135,8	0,1	83,4	77,3	27,7	25,8	17,6	21,7	7,2	11,0
apr.	139,9	139,1	0,8	86,9	77,6	27,1	25,7	20,1	24,4	5,8	11,4
mag.	136,2	134,9	1,3	85,4	76,6	26,3	25,5	18,4	21,5	6,1	11,4
giu.	133,5	134,6	-1,1	82,5	75,4	26,2	25,4	17,9	22,1	6,9	11,7
lug.	137,0	135,7	1,3	85,3	75,3	26,7	25,6	18,6	22,5	6,4	12,3
ago.	139,4	136,6	2,8	86,9	76,2	26,6	26,0	19,6	22,2	6,3	12,3
set.	138,3	135,8	2,5	87,1	76,5	27,2	26,0	18,0	21,0	6,0	12,3
ott.	138,6	131,4	7,2	87,3	77,0	27,7	25,6	17,3	20,8	6,3	8,0
nov.	139,5	136,3	3,2	86,8	78,3	27,9	26,6	18,3	19,2	6,5	12,2
dic.	141,1	137,0	4,0	87,6	79,0	27,3	25,2	18,2	21,5	8,0	11,4
2004 gen.	142,2	138,5	3,7	89,9	78,5	27,2	25,3	18,1	22,4	7,0	12,3
feb.	143,9	138,5	5,4	90,5	79,6	28,2	26,9	18,9	20,2	6,3	11,8

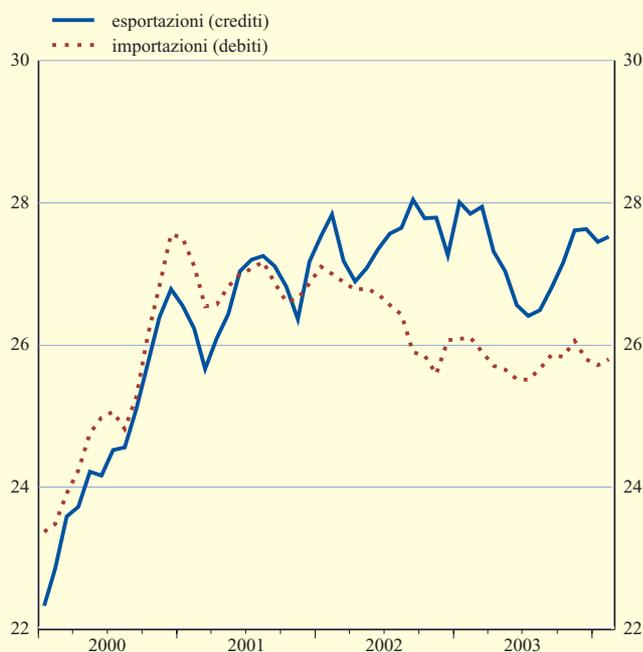
### F29 Conto dei beni

(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	1.710,2	1.726,9	-16,7	1.033,9	960,2	321,7	322,0	275,9	314,4	78,8	130,2	17,4	10,8
2002	1.714,5	1.660,1	54,5	1.063,2	929,7	329,8	316,7	236,1	280,3	85,3	133,4	19,0	8,1
2003	1.662,4	1.636,3	26,1	1.034,6	926,9	326,7	309,4	220,7	263,9	80,3	136,1	23,2	10,0
2002 4° trim.	440,4	422,5	18,0	274,2	239,7	83,8	80,1	61,8	68,1	20,6	34,6	5,2	2,7
2003 1° trim.	412,3	409,3	2,9	253,3	236,4	75,7	73,7	51,4	63,5	31,9	35,7	5,4	4,0
2° trim.	407,6	414,5	-6,9	254,5	230,3	79,4	73,7	59,3	76,3	14,5	34,2	4,5	2,6
3° trim.	412,6	401,1	11,5	257,1	220,2	86,5	82,8	53,9	63,4	15,1	34,7	4,1	1,4
4° trim.	429,9	411,4	18,5	269,8	239,9	85,1	79,1	56,1	60,8	19,0	31,6	9,2	2,0
2003 feb.	130,6	127,9	2,6	83,3	74,8	23,4	23,1	16,4	19,1	7,5	11,0	1,5	2,4
mar.	138,3	134,0	4,3	87,4	80,6	26,6	25,1	17,2	18,3	7,1	10,0	1,2	1,0
apr.	136,5	143,9	-7,4	85,6	79,0	26,2	24,8	20,2	29,0	4,6	11,2	0,5	0,4
mag.	133,7	135,3	-1,6	84,0	76,6	25,9	24,1	19,0	24,0	4,8	10,6	1,4	1,1
giu.	137,4	135,3	2,1	84,9	74,8	27,3	24,9	20,1	23,3	5,1	12,3	2,6	1,0
lug.	147,3	144,5	2,8	91,5	76,1	31,0	28,5	19,2	28,0	5,5	11,9	1,3	0,5
ago.	125,4	122,3	3,0	76,4	65,9	27,5	27,6	16,6	18,0	4,8	10,8	2,1	0,4
set.	139,9	134,3	5,6	89,1	78,2	28,0	26,8	18,1	17,4	4,7	11,9	0,7	0,5
ott.	147,1	138,9	8,1	96,6	83,5	29,0	26,7	16,9	20,7	4,4	7,9	1,6	0,5
nov.	134,3	130,4	3,9	86,3	77,8	26,4	25,1	16,0	15,4	5,7	12,0	1,7	0,6
dic.	148,5	142,0	6,5	86,8	78,5	29,7	27,3	23,1	24,6	8,9	11,6	5,9	0,9
2004 gen.	139,9	144,4	-4,4	81,8	77,6	23,7	24,2	16,8	26,3	17,6	16,2	0,8	0,5
feb.	132,7	127,0	5,8	85,0	75,5	24,0	23,9	17,0	16,2	6,8	11,4	2,6	0,5

### 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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	275,9	314,4	14,7	5,9	261,2	308,5	59,2	60,3	48,8	50,2	10,3	10,1
2002	236,1	280,3	14,7	6,0	221,5	274,3	52,5	57,9	44,4	50,7	8,1	7,2
2003	220,7	263,9	14,7	5,6	206,0	258,3	51,1	54,0	41,5	45,3	9,6	8,7
2002 4° trim.	61,8	68,1	3,9	1,6	58,0	66,5	16,3	17,4	13,8	14,6	2,5	2,8
2003 1° trim.	51,4	63,5	3,6	1,2	47,8	62,2	8,9	10,9	7,2	8,9	1,8	2,1
2° trim.	59,3	76,3	3,6	1,4	55,6	74,9	14,3	16,5	11,4	14,2	2,9	2,4
3° trim.	53,9	63,4	3,7	1,5	50,2	61,9	12,6	13,4	10,5	11,9	2,1	1,5
4° trim.	56,1	60,8	3,8	1,4	52,3	59,4	15,3	13,1	12,5	10,3	2,8	2,8

	Redditi da capitale									
	Investimenti di portafoglio						Altri investimenti			
	Totale		Dividendi		Interessi		Credito		Debiti	
	Credito	Debiti	Credito	Debiti	Credito	Debiti	Credito	Debiti	Credito	Debiti
13	14	15	16	17	18	19	20	19	20	
2001	85,0	116,9	18,0	44,8	67,0	72,1	117,0	131,3		
2002	85,7	123,3	19,7	52,4	66,0	70,9	83,2	93,1		
2003	85,4	125,8	20,9	49,7	64,5	76,1	69,5	78,6		
2002 4° trim.	21,2	26,3	4,5	9,2	16,7	17,1	20,5	22,7		
2003 1° trim.	19,0	31,4	3,6	8,4	15,4	23,0	19,9	19,9		
2° trim.	23,4	37,7	7,8	21,3	15,6	16,3	17,9	20,7		
3° trim.	21,6	30,7	4,8	10,3	16,8	20,4	16,1	17,8		
4° trim.	21,4	26,0	4,7	9,7	16,7	16,3	15,6	20,2		

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	-316,5	-237,9	-19,6	-218,3	-78,6	-0,1	-78,4	204,1	146,5	5,5	141,0	57,6	0,9	56,7
2002	-151,3	-136,4	-14,9	-121,4	-15,0	0,0	-14,9	146,6	111,9	3,1	108,8	34,7	0,5	34,3
2003	-115,5	-92,2	3,4	-95,6	-23,3	-0,1	-23,2	105,7	105,1	2,7	102,3	0,6	0,0	0,6
2002 4° trim.	-32,9	-29,5	-5,1	-24,5	-3,3	0,0	-3,3	45,4	46,0	0,7	45,3	-0,5	0,0	-0,5
2003 1° trim.	-29,4	-18,0	-2,1	-15,9	-11,4	-0,1	-11,2	42,3	29,4	0,9	28,5	13,0	-0,1	13,1
2° trim.	-29,8	-22,4	5,1	-27,5	-7,4	0,0	-7,4	32,5	30,2	1,9	28,3	2,3	0,0	2,3
3° trim.	-32,2	-34,4	-1,2	-33,2	2,2	-0,1	2,4	13,1	15,9	-0,4	16,2	-2,8	-0,4	-2,4
4° trim.	-24,2	-17,4	1,6	-19,0	-6,8	0,2	-7,0	17,8	29,7	0,4	29,3	-11,9	0,5	-12,4
2003 feb.	-7,1	-5,6	-0,5	-5,1	-1,5	0,0	-1,5	9,4	6,4	0,9	5,6	2,9	-0,1	3,0
mar.	-7,1	-4,1	-0,8	-3,4	-2,9	-0,1	-2,8	9,1	9,0	-0,2	9,2	0,1	0,0	0,1
apr.	-17,1	-8,3	-1,4	-6,9	-8,8	0,0	-8,8	5,5	7,9	0,2	7,7	-2,4	0,0	-2,4
mag.	-15,1	-15,7	-0,8	-14,9	0,6	0,0	0,6	15,8	15,4	0,2	15,2	0,3	-0,1	0,4
giu.	2,4	1,6	7,2	-5,6	0,8	0,0	0,9	11,2	6,9	1,5	5,4	4,3	0,1	4,3
lug.	-9,4	-8,5	-0,9	-7,7	-0,9	-0,1	-0,8	5,4	4,3	-0,8	5,2	1,0	-0,6	1,6
ago.	-4,9	-10,3	-0,5	-9,7	5,3	-0,1	5,4	-0,6	-0,9	0,2	-1,2	0,3	0,1	0,2
set.	-17,9	-15,6	0,2	-15,8	-2,3	0,0	-2,2	8,3	12,4	0,2	12,2	-4,1	0,1	-4,2
ott.	-10,6	-6,6	1,8	-8,4	-4,0	0,0	-4,1	0,5	5,9	0,1	5,8	-5,4	0,3	-5,7
nov.	1,8	3,9	-1,3	5,2	-2,2	0,1	-2,2	2,8	5,0	0,4	4,6	-2,1	0,1	-2,2
dic.	-15,4	-14,7	1,1	-15,8	-0,6	0,1	-0,7	14,4	18,8	-0,1	18,9	-4,4	0,1	-4,5
2004 gen.	-8,4	-3,8	-0,8	-3,0	-4,6	0,0	-4,6	-3,5	6,3	0,1	6,2	-9,8	0,0	-9,9
feb.	-5,6	-3,7	-1,1	-2,6	-1,9	0,0	-1,8	13,4	2,6	0,2	2,5	10,8	0,0	10,8

**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	-281,9	349,8	-101,6	232,6	-180,3	-155,9	-24,4	117,3	113,1	4,1
2002	-175,8	290,4	-40,4	88,9	-135,4	-89,6	-45,8	201,5	133,7	67,9
2003	-280,5	305,8	-65,6	105,5	-214,9	-172,0	-42,8	200,3	195,3	5,0
2002 4° trim.	-33,7	71,3	-8,1	12,5	-25,6	-20,2	-5,4	58,8	40,8	18,0
2003 1° trim.	-48,9	53,1	11,2	2,2	-60,0	-50,9	-9,1	50,8	40,4	10,4
2° trim.	-107,3	169,3	-33,2	30,5	-74,1	-59,3	-14,8	138,8	124,6	14,2
3° trim.	-63,3	4,2	-19,4	25,1	-43,9	-37,2	-6,8	-20,9	-7,8	-13,1
4° trim.	-61,0	79,2	-24,2	47,7	-36,8	-24,7	-12,1	31,6	38,1	-6,6
2003 feb.	-22,1	15,6	1,2	2,1	-23,3	-20,8	-2,5	13,5	2,7	10,8
mar.	-9,0	25,0	7,6	-12,2	-16,6	-15,0	-1,6	37,2	35,8	1,4
apr.	-23,2	50,8	-10,7	13,9	-12,5	-15,6	3,1	36,9	21,8	15,1
mag.	-36,7	46,1	-7,9	-6,2	-28,9	-19,6	-9,3	52,3	49,8	2,5
giu.	-47,4	72,4	-14,7	22,8	-32,7	-24,1	-8,6	49,6	53,0	-3,5
lug.	-27,1	-6,7	-8,6	10,9	-18,5	-22,0	3,5	-17,5	-13,3	-4,3
ago.	-14,5	-21,7	-5,3	3,4	-9,2	-6,3	-2,9	-25,1	-8,8	-16,3
set.	-21,8	32,6	-5,6	10,8	-16,2	-8,8	-7,4	21,8	14,3	7,5
ott.	-30,8	69,3	-13,5	22,4	-17,3	-11,3	-6,0	46,9	29,1	17,8
nov.	-20,6	25,1	-3,3	11,8	-17,2	-15,1	-2,1	13,3	14,0	-0,6
dic.	-9,7	-15,2	-7,4	13,4	-2,3	1,8	-4,1	-28,7	-5,0	-23,7
2004 gen.	-49,1	34,2	-14,5	0,4	-34,6	-17,2	-17,4	33,8	21,4	12,3
feb.	-13,6	18,0	-5,5	5,6	-8,1	-2,2	-5,9	12,4	12,4	0,0

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	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	18,6	-0,1	18,7
2002	-0,4	-7,6	-32,4	-4,4	-28,0	-0,6	-15,0	-74,1	-0,9	-73,2	2,0	-32,8	-15,0	-1,1	-14,0
2003	-0,3	-12,7	-52,6	-2,6	-50,0	-2,2	-45,5	-124,3	-0,2	-124,1	0,2	-42,4	-0,6	0,6	-1,2
2002 4° trim.	-0,2	-2,5	-5,4	-1,2	-4,3	0,0	-2,2	-17,9	-0,5	-17,5	0,4	-4,6	-1,2	0,1	-1,3
2003 1° trim.	-0,1	-3,7	14,9	-0,6	15,6	-0,3	-4,4	-46,2	0,2	-46,5	-0,8	-26,9	18,6	-1,6	20,2
2° trim.	-0,2	0,7	-33,8	-0,8	-33,0	-0,2	-25,6	-33,5	0,0	-33,5	1,0	-1,6	-14,3	1,0	-15,3
3° trim.	-0,1	-6,2	-13,1	-0,8	-12,3	-1,4	-8,5	-27,3	-0,3	-27,0	0,1	-1,0	-5,9	-0,1	-5,8
4° trim.	0,0	-3,6	-20,6	-0,4	-20,2	-0,3	-7,0	-17,3	-0,1	-17,2	-0,2	-13,0	1,0	1,3	-0,3
2003 feb.	-0,1	-1,5	2,8	-	-	0,4	-9,7	-11,6	-	-	-0,8	-1,0	-0,6	-	-
mar.	0,0	-3,8	11,5	-	-	-0,3	-2,2	-12,5	-	-	0,4	5,9	-7,9	-	-
apr.	-0,1	0,6	-11,2	-	-	-0,1	-8,1	-7,4	-	-	0,5	3,2	-0,7	-	-
mag.	0,0	0,2	-8,1	-	-	-0,2	-2,7	-16,7	-	-	0,9	-6,4	-3,8	-	-
giu.	0,0	-0,1	-14,5	-	-	0,1	-14,9	-9,3	-	-	-0,4	1,6	-9,8	-	-
lug.	0,0	-2,0	-6,5	-	-	-0,1	-1,7	-20,2	-	-	0,2	-3,3	6,6	-	-
ago.	0,0	-1,0	-4,2	-	-	-0,6	-2,3	-3,5	-	-	0,1	4,0	-7,0	-	-
set.	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,5	-3,6	-	-	-0,1	-1,7	-5,6	-	-
ott.	0,0	-4,7	-8,8	-	-	-0,4	-1,5	-9,4	-	-	-0,1	-4,0	-2,0	-	-
nov.	0,0	1,4	-4,7	-	-	0,0	-8,5	-6,6	-	-	-0,1	-2,6	0,6	-	-
dic.	0,0	-0,3	-7,1	-	-	0,1	3,0	-1,3	-	-	0,0	-6,4	2,4	-	-
2004 gen.	0,0	-1,4	-13,1	-	-	0,0	-11,4	-5,8	-	-	0,1	-16,7	-0,8	-	-
feb.	0,0	-3,1	-2,5	-	-	0,0	0,4	-2,6	-	-	-0,2	-6,3	0,7	-	-

### 8. Altri investimenti: composizione 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	-268,2	261,6	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,9	22,7	-182,3	209,7	-42,6	25,2
2002	-230,4	67,8	-1,2	19,3	0,1	-8,2	-166,0	27,8	-32,2	51,7	-133,8	-23,9	-63,4	28,8
2003	-240,7	165,7	-0,8	11,9	-1,3	-3,6	-152,9	133,7	-57,7	69,4	-95,2	64,2	-85,6	23,8
2002 4° trim.	-108,8	20,1	-0,4	6,2	0,4	-0,9	-89,3	0,2	-19,1	15,7	-70,2	-15,5	-19,5	14,5
2003 1° trim.	-123,1	82,9	-0,6	2,0	-1,8	-8,3	-65,7	60,1	-14,9	10,5	-50,8	49,7	-55,1	29,0
2° trim.	-132,2	34,6	0,2	4,9	-2,0	3,9	-103,2	26,9	-11,5	11,8	-91,7	15,1	-27,2	-1,1
3° trim.	92,0	-11,9	0,3	5,8	-0,3	5,3	87,6	-7,1	-12,5	16,4	100,2	-23,4	4,4	-16,0
4° trim.	-77,4	60,2	-0,7	-0,8	2,7	-4,6	-71,6	53,7	-18,7	30,7	-52,9	23,0	-7,8	11,8
2003 feb.	-84,4	62,6	-0,5	-0,3	-3,8	-2,2	-54,8	54,0	-6,0	4,6	-48,7	49,5	-25,3	11,1
mar.	-28,3	16,9	-0,5	1,8	4,4	0,0	-13,8	4,6	-5,3	4,4	-8,5	0,2	-18,4	10,5
apr.	-56,6	59,6	0,0	0,8	0,8	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-24,6	4,0
mag.	-46,1	11,0	0,7	1,9	-3,7	1,3	-35,1	3,7	-1,7	2,4	-33,4	1,3	-7,9	4,1
giu.	-29,5	-36,0	-0,5	2,1	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,4	-29,1	-36,3	5,4	-9,1
lug.	41,3	-2,7	0,1	2,6	-2,5	2,1	42,4	2,6	-4,6	8,3	47,0	-5,7	1,3	-9,9
ago.	79,8	-29,8	0,3	1,5	0,5	0,5	73,4	-30,2	-2,0	2,7	75,4	-33,0	5,6	-1,6
set.	-29,1	20,6	-0,1	1,8	1,7	2,7	-28,1	20,6	-5,9	5,4	-22,2	15,2	-2,5	-4,4
ott.	-53,1	29,9	-0,2	0,7	1,1	-2,0	-40,5	25,4	-8,2	7,7	-32,3	17,7	-13,4	5,9
nov.	-36,4	27,4	0,4	-2,7	1,0	1,5	-34,8	27,4	-5,6	7,5	-29,1	20,0	-3,0	1,2
dic.	12,1	2,8	-0,9	1,2	0,6	-4,0	3,7	0,9	-4,9	15,6	8,6	-14,7	8,7	4,8
2004 gen.	-64,6	68,5	-0,2	1,4	-1,4	-4,6	-61,8	75,4	-3,3	-2,2	-58,5	77,6	-1,2	-3,8
feb.	-25,8	14,3	-0,1	-5,0	1,9	-0,8	-25,4	18,0	-8,0	-0,2	-17,4	18,3	-2,1	2,0

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

### 9. Altri investimenti: scomposizione 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	-0,4	-8,0	-8,4	-1,0	-0,2	-1,2
2003	-0,8	11,9	11,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-3,9	-4,3	-0,9	0,3	-0,6
2002 4° trim.	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,8	-0,4	0,1	-0,1	-0,1
2003 1° trim.	-0,6	2,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,2	-9,5	-0,5	-0,1	-0,6
2° trim.	0,2	4,9	5,0	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.	0,3	5,8	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	4,8	4,7	-0,2	0,5	0,4
4° trim.	-0,7	-0,8	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	-4,1	-1,4	0,1	-0,4	-0,4

	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	-30,2	18,7	-11,5	-8,9	5,2	-3,8
2002	-162,2	30,6	-131,6	-3,8	-2,8	-6,6	-3,5	-3,0	-6,4	-58,4	25,9	-32,4	-1,5	5,9	4,4
2003	-150,8	136,4	-14,4	-2,1	-2,7	-4,8	-5,5	8,2	2,7	-64,2	14,4	-49,9	-15,9	1,2	-14,7
2002 4° trim.	-94,3	9,9	-84,5	5,0	-9,6	-4,6	0,2	-3,0	-2,8	-19,2	15,9	-3,4	-0,4	1,6	1,2
2003 1° trim.	-63,8	59,7	-4,1	-1,9	0,5	-1,5	-1,3	5,1	3,8	-47,9	22,7	-25,2	-5,8	1,2	-4,7
2° trim.	-103,9	28,5	-75,3	0,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,2	-1,4	-18,5	-7,2	-25,7	-7,5	6,4	-1,2
3° trim.	87,9	-5,7	82,1	-0,2	-1,3	-1,6	-1,3	0,9	-0,3	4,7	-11,5	-6,8	0,9	-5,4	-4,5
4° trim.	-71,0	53,9	-17,1	-0,6	-0,2	-0,8	-1,7	2,3	0,6	-2,6	10,4	7,8	-3,5	-0,9	-4,4

### 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	Obbligazioni 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
2003	29,8	1,7	0,0	-1,6	29,7	-1,8	1,6	0,0	21,1	8,8	0,1	0,0
2002 4° trim.	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,3	-0,9	0,0	0,0
2003 1° trim.	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0
2° trim.	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
3° trim.	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,3	0,0	0,0
4° trim.	13,6	0,6	0,0	1,8	11,1	-1,0	-1,9	0,0	11,5	2,6	0,0	0,0

Fonte: BCE.

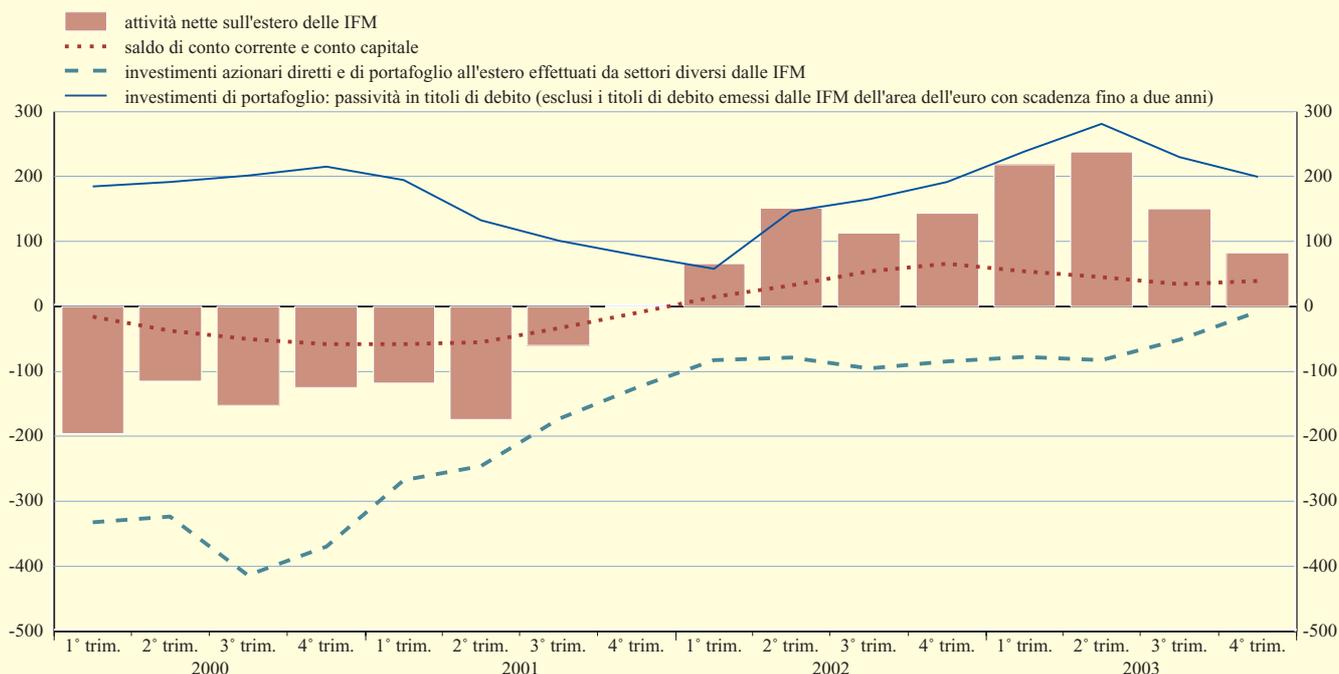
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,4	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-7,3
2002	65,4	-136,4	146,7	-121,5	52,0	191,1	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,7	166,0
2003	39,3	-118,8	105,7	-177,5	110,4	199,3	-87,0	20,2	-13,7	4,1	82,0	93,0
2002 4° trim.	20,5	-27,8	45,5	-24,5	2,5	49,0	-19,1	13,6	-3,1	22,5	79,0	85,4
2003 1° trim.	4,3	-27,2	42,4	-12,7	5,3	46,0	-56,8	20,7	-3,1	10,0	28,9	32,0
2° trim.	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	34,2	140,4	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,9	96,4
3° trim.	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,2	-5,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-52,9	-51,2
4° trim.	25,8	-25,9	17,3	-36,9	43,8	18,9	-5,1	7,3	-4,7	-29,2	11,1	15,7

## 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)													
2000	21,7	29,4	1.001,1	480,3	217,3	261,5	874,7	1.023,8	589,6	182,9	220,9	744,9	122,5
2001	6,1	-0,9	1.063,6	492,7	236,6	287,8	932,2	1.012,3	576,0	178,4	226,5	738,5	107,9
2002	2,1	-2,7	1.085,6	513,1	228,3	309,9	949,0	985,4	559,8	163,7	234,5	717,4	105,2
2003	-2,7	-0,3	1.057,0	496,8	220,1	297,6	915,8	984,3	548,5	160,6	238,1	708,5	107,9
2002 3° trim.	3,8	-1,4	272,0	127,8	57,5	78,4	238,0	245,8	139,4	41,8	58,3	180,5	26,4
4° trim.	2,3	2,5	269,7	127,5	56,8	76,7	235,4	247,0	139,8	40,8	59,3	178,3	27,6
2003 1° trim.	-1,1	3,4	266,1	125,7	54,7	75,5	230,2	250,4	142,9	40,8	58,6	177,7	29,9
2° trim.	-5,9	-3,0	259,6	122,9	53,2	72,8	225,2	244,2	134,5	39,6	59,6	176,5	25,5
3° trim.	-2,6	-1,9	264,6	124,7	56,0	74,4	230,1	241,5	134,4	38,8	59,0	174,9	26,3
4° trim.	-1,2	0,6	266,7	123,6	56,2	74,9	230,2	248,3	136,7	41,5	60,9	179,3	26,1
2003 set.	1,5	1,9	88,9	41,8	19,3	25,1	77,8	80,5	45,4	12,7	19,7	58,6	8,9
ott.	-1,6	-1,2	89,0	40,4	18,5	25,4	76,8	82,0	44,8	14,0	20,4	60,3	8,3
nov.	-5,5	-2,0	88,4	41,3	18,5	24,9	76,6	83,5	45,7	14,2	20,3	59,8	8,7
dic.	4,2	5,6	89,3	41,8	19,1	24,6	76,8	82,8	46,2	13,3	20,3	59,2	9,2
2004 gen.	-2,8	-6,7	89,7	41,7	18,9	24,3	76,8	81,8	44,9	12,7	20,2	58,9	8,5
feb.	1,6	1,3	89,7	41,1	19,8	24,4	78,3	83,3	45,2	14,3	19,7	61,4	8,2
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0
2001	5,1	-1,0	105,2	101,9	108,7	108,1	105,6	98,7	99,0	96,1	99,8	97,6	98,8
2002	3,0	-0,2	108,3	107,8	105,4	116,1	108,5	98,6	99,3	90,4	104,5	96,5	100,8
2003	0,5	3,1	109,0	107,6	105,8	114,9	108,4	101,7	99,9	94,4	109,5	99,3	103,1
2002 3° trim.	6,0	2,3	109,2	107,9	106,9	118,3	109,4	98,9	99,2	93,5	104,8	98,0	102,0
4° trim.	3,5	2,0	108,4	107,8	105,7	116,1	108,5	99,0	98,7	92,1	106,4	97,2	101,1
2003 1° trim.	1,7	3,7	108,2	107,3	103,6	115,6	107,5	100,7	99,9	94,5	107,0	98,3	98,0
2° trim.	-2,3	2,3	107,2	106,3	102,6	112,6	106,5	102,2	99,8	93,5	109,8	99,1	104,2
3° trim.	0,5	1,5	109,6	108,6	108,3	115,2	109,4	100,6	99,3	91,4	108,4	98,4	107,3
4° trim.	2,1	4,7	110,8	108,0	108,8	116,3	110,1	103,5	100,5	98,1	112,7	101,5	103,0
2003 set.	4,7	4,6	110,4	109,4	112,5	116,5	111,0	99,7	100,1	89,1	107,5	98,2	109,4
ott.	2,1	3,0	111,0	109,9	106,8	118,4	110,3	102,7	99,6	98,6	111,9	101,9	100,3
nov.	-2,4	1,6	110,1	108,6	108,3	115,9	109,8	104,2	100,3	100,9	112,7	101,4	102,4
dic.	7,1	10,0	111,3	109,7	111,4	114,5	110,2	103,8	101,8	94,7	113,6	101,3	106,2
2004 gen.	0,4	-1,5	112,6	110,1	110,5	114,4	110,8	103,3	99,7	92,0	113,9	101,2	98,1
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,7	100,2	101,8	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	89,1
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,7	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	-3,2	-3,2	96,9	96,2	95,7	99,0	96,6	94,5	93,1	93,0	98,5	95,7	85,6
2002 3° trim.	-2,0	-3,6	99,5	98,6	98,9	101,4	99,5	97,1	95,4	97,9	100,7	98,9	84,7
4° trim.	-1,1	0,4	99,4	98,6	98,8	101,2	99,2	97,5	96,1	97,0	100,9	98,5	89,1
2003 1° trim.	-2,8	-0,4	98,2	97,5	97,2	99,9	97,9	97,2	97,1	94,3	99,1	97,1	99,6
2° trim.	-3,7	-5,2	96,8	96,3	95,4	99,0	96,7	93,4	91,4	92,5	98,3	95,6	80,0
3° trim.	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,8	96,2	93,8	91,9	92,8	98,6	95,4	80,1
4° trim.	-3,2	-3,9	96,2	95,2	95,0	98,5	95,6	93,7	92,2	92,5	97,8	94,8	82,7
2003 set.	-3,0	-2,6	96,6	95,6	94,9	98,9	96,2	94,6	92,4	93,6	99,5	96,2	79,4
ott.	-3,6	-4,1	96,0	95,4	95,6	98,5	95,6	93,6	91,5	92,8	98,9	95,3	80,7
nov.	-3,2	-3,5	96,3	95,2	94,6	98,6	95,7	94,0	92,8	92,6	97,7	95,0	82,8
dic.	-2,7	-4,0	96,1	95,2	94,8	98,4	95,6	93,5	92,4	92,0	96,9	94,2	84,7
2004 gen.	-3,1	-5,2	95,5	94,6	94,5	97,5	95,1	92,8	91,7	90,4	96,4	93,7	84,6
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	Altri Stati membri UE				Svizzera	Stati Uniti	Giappone	Asia escluso Giappone	Africa	America Latina	Altri Paesi
		Regno Unito	Svezia	Danimarca	Altri							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>												
2000	1.001,1	189,2	39,2	23,6	97,2	63,9	173,3	34,3	153,7	56,8	47,1	126,2
2001	1.063,6	202,1	37,0	24,3	105,9	66,4	180,1	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,6	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,1	170,4	59,5	43,4	148,5
2003	1.057,0	192,8	38,3	24,8	117,0	63,2	167,0	31,1	170,3	59,4	37,8	.
2002 3° trim.	272,0	51,4	9,2	6,3	28,2	16,3	46,1	8,4	43,3	15,0	10,5	37,7
4° trim.	269,7	49,9	9,4	6,5	28,3	15,6	45,6	8,3	42,6	14,4	10,4	37,7
2003 1° trim.	266,1	48,8	9,6	6,4	28,4	16,5	43,2	7,8	42,2	14,5	10,3	37,9
2° trim.	259,6	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,2	7,5	41,6	14,7	9,5	37,8
3° trim.	264,6	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,7	7,8	43,6	15,3	9,1	39,4
4° trim.	266,7	49,1	9,7	6,1	29,2	15,8	40,9	8,1	42,9	14,9	8,9	.
2003 set.	88,9	16,1	3,2	2,1	9,9	5,0	14,4	2,6	15,1	5,2	3,3	13,4
ott.	89,0	16,1	3,2	2,0	9,8	5,2	13,8	2,7	14,4	5,2	2,9	13,2
nov.	88,4	16,0	3,3	2,0	9,5	5,4	13,4	2,6	14,4	4,8	3,1	12,3
dic.	89,3	16,9	3,2	2,0	9,9	5,2	13,7	2,7	14,1	4,9	2,9	.
2004 gen.	89,7	16,1	3,3	2,1	10,0	5,2	13,3	2,8	15,1	5,1	3,3	.
feb.	89,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2003	100,0	18,2	3,6	2,3	11,1	6,0	15,8	2,9	16,1	5,6	3,6	.
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>												
2000	1.023,8	159,4	38,9	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,3	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	985,4	149,7	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,7	67,8	39,4	140,2
2003	984,3	136,6	36,4	22,8	102,0	50,6	110,7	52,1	214,9	68,5	39,5	.
2002 3° trim.	245,8	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,0	13,4	51,6	16,4	9,8	34,6
4° trim.	247,0	35,8	9,1	5,9	23,9	12,8	30,6	13,4	52,7	16,8	9,7	35,9
2003 1° trim.	250,4	35,1	9,1	5,9	24,8	13,2	27,9	13,5	53,2	18,4	9,8	38,3
2° trim.	244,2	33,9	9,1	5,7	25,1	12,6	28,1	13,2	53,7	16,9	9,7	36,4
3° trim.	241,5	33,6	9,0	5,6	25,1	12,5	27,8	12,5	53,6	16,8	9,7	36,2
4° trim.	248,3	34,0	9,1	5,7	27,0	12,4	26,9	13,0	54,5	16,5	10,4	.
2003 set.	80,5	11,0	3,0	1,9	8,5	4,1	9,3	4,1	18,2	5,7	3,2	12,4
ott.	82,0	11,3	3,0	1,9	8,8	4,2	9,2	4,3	18,2	5,5	3,3	12,2
nov.	83,5	11,3	3,1	1,9	9,0	4,1	9,1	4,2	18,0	5,5	3,5	11,8
dic.	82,8	11,4	3,0	1,9	9,2	4,1	8,6	4,5	18,3	5,4	3,5	.
2004 gen.	81,8	11,1	2,9	1,7	9,1	4,3	8,7	4,4	18,0	5,4	3,3	.
feb.	83,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2003	100,0	13,9	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,8	7,0	4,0	.
<i>Saldo</i>												
2000	-22,6	29,9	0,3	1,5	18,4	13,2	29,6	-33,1	-63,6	-16,8	6,8	-7,1
2001	51,2	47,8	2,6	3,0	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,6	9,0	-4,9
2002	100,2	56,1	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,7	-34,2	-8,3	4,0	8,4
2003	72,6	56,2	2,0	2,0	15,0	12,6	56,3	-21,0	-44,6	-9,1	-1,7	.
2002 3° trim.	26,2	14,3	0,2	0,5	4,7	3,1	15,0	-5,0	-8,2	-1,4	0,7	3,1
4° trim.	22,7	14,1	0,4	0,6	4,4	2,8	15,0	-5,1	-10,2	-2,4	0,7	1,8
2003 1° trim.	15,7	13,6	0,4	0,5	3,6	3,3	15,3	-5,7	-11,0	-3,9	0,5	-0,4
2° trim.	15,4	13,0	0,4	0,4	4,1	3,0	13,1	-5,6	-12,0	-2,2	-0,1	1,4
3° trim.	23,1	14,5	0,5	0,7	5,1	2,8	13,9	-4,8	-10,0	-1,5	-0,6	3,2
4° trim.	18,4	15,1	0,6	0,4	2,2	3,4	14,0	-4,9	-11,6	-1,5	-1,5	.
2003 set.	8,4	5,2	0,2	0,2	1,4	0,9	5,1	-1,5	-3,2	-0,6	0,0	1,0
ott.	7,0	4,9	0,2	0,1	1,0	1,0	4,5	-1,5	-3,8	-0,3	-0,4	1,0
nov.	4,9	4,8	0,2	0,1	0,5	1,3	4,3	-1,6	-3,6	-0,7	-0,5	0,5
dic.	6,5	5,5	0,2	0,1	0,7	1,1	5,2	-1,8	-4,1	-0,5	-0,6	.
2004 gen.	8,0	5,0	0,4	0,4	0,8	0,9	4,7	-1,7	-2,8	-0,3	-0,1	.
feb.	6,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

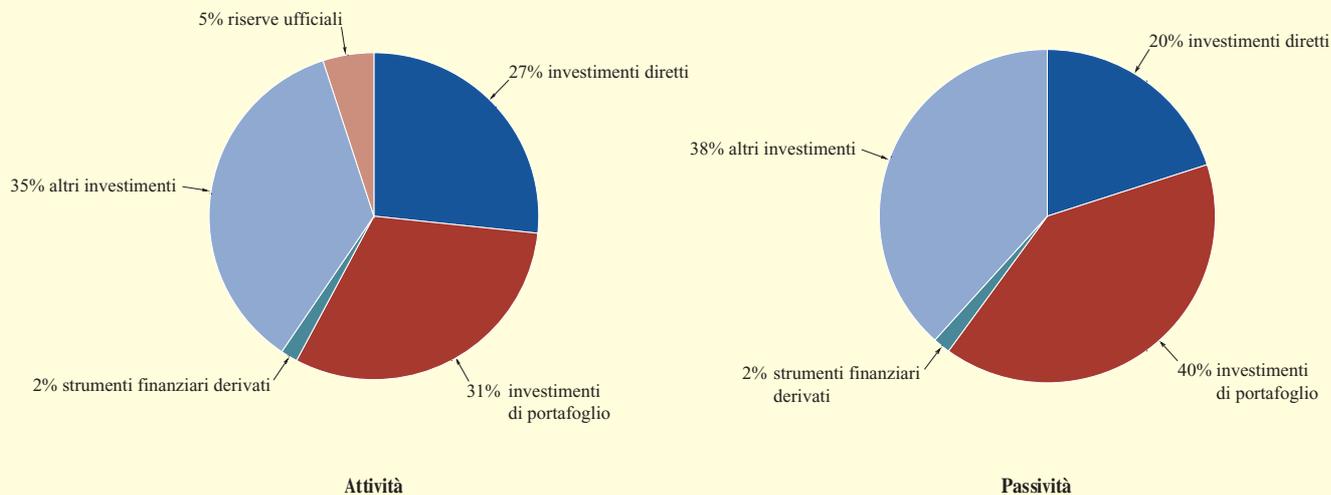
## 7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(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	110,2	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	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	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	Attività	Passività					
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati		Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nete predefinite a breve termine di valuta estera					
	1	2	3	4	5	6	presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario		7			8	9	10	11	12
	Eurosistema																				
2000 dic.	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	205,5	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 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	-17,5					
dic.	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3					
2004 gen.	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1					
feb.	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9					
mar.	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5					
	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 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					
2004 gen.	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0					
feb.	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4					
mar.	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4					

Fonte: BCE.

# 8

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi

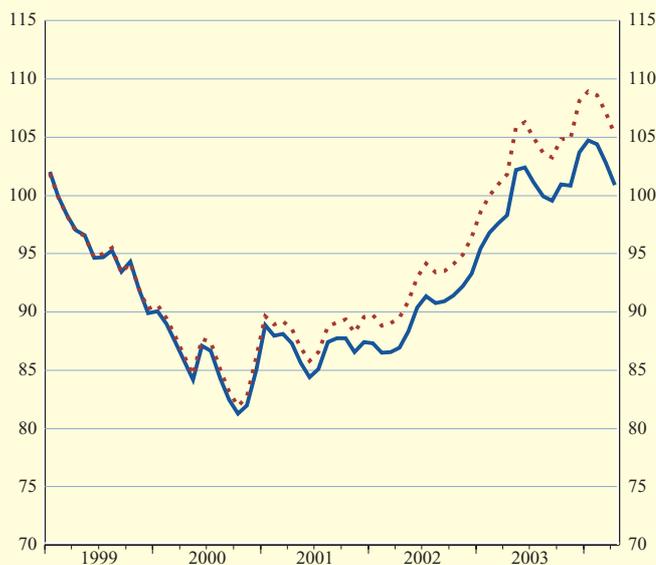
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	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	87,2	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,0	92,0	91,5	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,3	103,4	103,5	103,3	106,8	102,0
2003 1° trim.	96,6	99,8	100,3	99,4	99,0	99,5	103,9	99,1
2° trim.	101,0	104,7	104,4	104,4	104,6	104,2	107,6	102,8
3° trim.	100,2	103,9	103,4	103,9	103,9	103,8	106,7	101,9
4° trim.	101,8	105,9	105,1	106,1	106,5	105,6	109,1	104,3
2004 1° trim.	103,9	108,2	107,4	.	.	.	111,5	106,0
2003 apr.	98,3	101,8	101,7	-	-	-	105,0	100,3
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	101,5
set.	99,5	103,3	102,7	-	-	-	106,1	101,4
ott.	101,0	104,8	104,1	-	-	-	108,0	103,2
nov.	100,9	104,9	104,2	-	-	-	108,1	103,2
dic.	103,7	108,1	107,0	-	-	-	111,2	106,4
2004 gen.	104,7	108,9	108,0	-	-	-	112,3	106,7
feb.	104,4	108,6	107,8	-	-	-	112,1	106,4
mar.	102,8	107,1	106,5	-	-	-	110,1	104,8
apr.	100,9	105,2	104,9	-	-	-	108,2	102,9
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2004 apr.	-1,8	-1,8	-1,5	-	-	-	-1,7	-1,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2004 apr.	2,6	3,4	3,1	-	-	-	3,1	2,6

### F33 Tassi di cambio effettivi

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

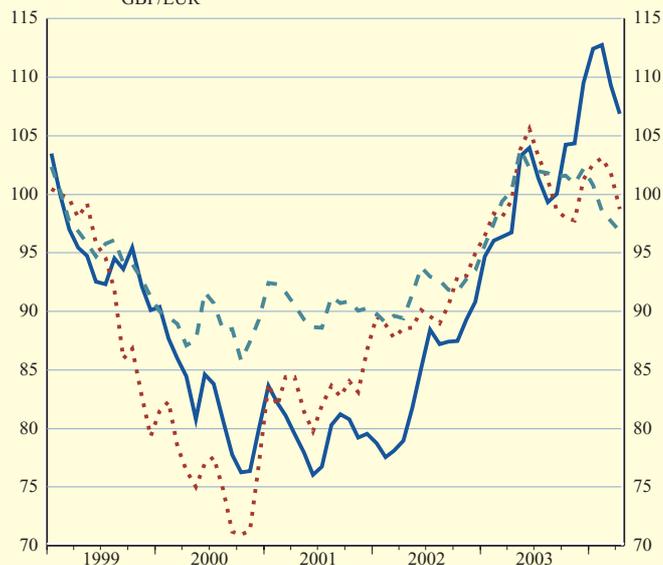
- tasso di cambio effettivo nominale (gruppo ristretto)
- tasso di cambio effettivo reale IPC (gruppo ristretto)



### 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 statuni- tense	Sterlina britan- nica	Yen giap- ponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro austria- liano	Corona islandese	Dollaro neoze- landese	Rand suda- ricano
	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
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
2004 1° trim.	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2003 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
feb.	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
mar.	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
apr.	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>															
2004 apr.	-2,3	-0,9	-3,0	-0,8	0,8	-3,3	-2,2	-0,1	-3,1	-1,5	-2,8	-1,4	0,4	0,9	-3,0
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>															
2004 apr.	10,5	-3,4	-0,8	3,9	0,1	3,3	10,5	0,2	4,7	1,4	5,9	-9,4	5,0	-4,9	-5,2
	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat letteone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgario	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		
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		
2004 1° trim.	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665.395		
2003 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		
feb.	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682.658		
mar.	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620.374		
apr.	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637.423		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>															
2004 apr.	0,1	-1,4	0,0	-1,2	0,0	-1,4	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	0,0	1,6	1,1		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>															
2004 apr.	0,0	2,8	0,0	2,0	0,0	3,4	0,3	10,8	2,6	-2,2	0,0	11,2	-7,4		

Fonte: BCE.

# 9

## INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

### 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	3,1	1,9	7,5	3,5	2,0	1,3
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	2,6	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2003 3° trim.	-0,2	1,6	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	2,4	0,7	5,6	8,9	2,3	1,4
4° trim.	0,8	1,3	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	1,1	1,4	5,0	9,4	1,9	1,3
2004 1° trim.	2,0	0,7	0,6	1,0	4,3	-1,1	6,8	0,9	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
2003 nov. dic.	0,9 1,0	1,4 1,2	1,2 1,2	3,8 2,2	3,7 3,5	-0,9 -1,3	5,6 5,6	-0,3 0,7	1,5 1,6	5,3 4,7	9,5 9,3	2,0 1,8	1,3 1,3
2004 gen. feb. mar.	2,0 2,0 2,1	1,0 0,7 0,4	0,6 0,6 0,7	1,6 1,4 0,1	4,0 4,3 4,7	-1,2 -1,2 -0,9	6,7 7,0 6,6	1,2 0,9 0,5	1,8 1,8 1,8	4,0 3,6 3,5	8,2 8,4 7,9	1,3 0,2 0,4	1,4 1,3 1,1
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	-6,4	3,1	0,3	-2,4	-1,6	-2,1	-4,4	-6,4	-3,5	-2,7	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,4	1,7	1,8	-4,6	-2,7	-1,4	-9,3	-5,7	-3,6	-1,9	-5,7	0,0	-1,6
2003	-12,9	1,5	2,6	-6,3	-1,8	-1,7	-5,9	-9,7	-4,1	-1,8	-3,6	0,7	-3,2
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	25,2	47,8	4,7	64,4	16,2	23,4	53,5	61,8	36,7	26,9	48,7	54,4	38,9
2002	28,9	47,2	5,7	67,1	15,5	22,8	57,1	61,7	41,2	27,8	43,3	52,6	38,5
2003	37,6	45,0	5,8	72,2	15,6	21,9	59,0	72,0	45,4	27,1	42,8	51,8	39,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2003 ott. nov. dic.	4,47 4,75 4,82	4,44 4,57 4,52	- - -	4,64 4,75 4,75	4,98 5,01 5,07	4,82 4,81 4,81	7,08 7,82 8,24	4,68 4,70 4,71	6,36 6,90 6,76	6,16 5,54 5,27	5,08 5,36 5,42	4,85 4,98 4,86	4,96 5,10 4,94
2004 gen. feb. mar.	4,68 4,80 .	4,35 4,30 4,10	- - -	4,75 4,79 .	5,06 5,05 .	4,81 4,81 .	8,36 8,65 .	4,71 4,70 .	6,67 6,82 .	5,14 5,01 .	5,16 5,11 .	4,65 4,55 4,31	4,84 4,88 4,76
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2003 ott. nov. dic.	2,06 2,07 2,08	2,20 2,21 2,22	2,61 2,61 2,61	3,81 3,81 3,81	3,84 3,99 4,21	2,57 2,50 2,68	9,54 10,59 13,15	2,94 2,95 2,94	5,42 5,68 5,69	6,41 6,22 6,11	5,98 6,00 5,98	2,86 2,85 2,82	3,80 3,98 4,02
2004 gen. feb. mar.	2,07 2,06 .	2,19 2,18 2,14	2,61 2,61 .	3,81 3,84 .	4,20 4,18 .	2,66 2,66 .	12,57 12,58 .	2,94 2,95 .	5,37 5,46 .	6,01 5,80 .	5,78 5,79 .	2,73 2,55 2,37	4,06 4,17 4,30
PIL a prezzi costanti													
2002	2,0	1,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4	2,1	1,6
2003	2,9	0,4	.	2,0	7,4	9,0	2,9	.	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 2° trim.	2,6	0,1	3,5	1,3	6,2	6,8	2,5	0,7	3,8	2,1	3,8	0,6	2,2
3° trim.	3,4	0,1	4,6	2,0	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2	1,7	2,2
4° trim.	3,1	1,0	.	2,5	7,4	10,6	3,6	.	.	2,5	4,7	2,3	2,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2002	-5,7	2,1	-11,9	-5,4	-7,4	-4,8	-3,7	-1,2	-2,6	1,4	-7,6	4,7	-1,6
2003	-6,5	3,0	-13,2	-2,1	-8,9	-6,2	.	-5,1	-2,0	0,1	-0,5	6,5	-1,6
2003 2° trim.	-6,0	3,2	-11,0	-3,8	-10,0	-7,0	-8,5	-6,2	-2,0	-0,4	-1,2	5,8	-2,9
3° trim.	-7,9	4,6	-9,9	11,0	-10,2	-4,5	-6,0	3,2	-1,1	1,9	0,8	6,6	-1,9
4° trim.	-10,2	1,8	-16,2	-2,2	-9,7	-9,3	.	-1,3	-0,7	-0,6	7,1	-1,7	.
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2002	-	2,1	2,0	-	0,0	-12,6	9,0	-	-	6,5	4,1	0,8	2,8
2003	-	1,8	6,1	-	.	0,1	.	-	-	.	7,2	0,5	.
2003 2° trim.	-	2,0	7,4	-	.	.	.	-	-	-	-	-	2,9
3° trim.	-	2,1	5,8	-	.	.	.	-	-	-	-	-	.
4° trim.	-	2,0	.	-	.	.	.	-	-	-	-	-	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2002	7,3	4,6	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,5	19,8	6,1	18,7	4,9	5,1
2003	7,8	5,6	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	8,2	19,2	6,5	17,1	5,6	5,0
2003 3° trim.	7,9	5,8	10,1	4,6	10,3	12,5	5,7	8,5	19,2	6,6	16,8	5,6	4,9
4° trim.	8,1	5,9	9,7	4,6	10,5	12,0	5,8	8,6	19,1	6,5	16,6	6,0	4,9
2004 1° trim.	8,3	5,9	9,4	4,7	10,6	11,6	5,9	8,9	19,1	6,5	16,6	6,3	.
2003 nov. dic.	8,1 8,1	5,9 6,0	9,7 9,6	4,6 4,7	10,5 10,5	12,1 11,9	5,8 5,9	8,7 8,6	19,1 19,1	6,5 6,4	16,5 16,6	6,0 6,0	4,9 4,8
2004 gen. feb. mar.	8,2 8,3 8,4	5,9 5,9 5,9	9,5 9,4 9,3	4,7 4,7 4,7	10,6 10,6 10,7	11,7 11,6 11,5	5,9 5,9 6,0	8,8 9,0 9,0	19,1 19,1 19,0	6,4 6,5 6,5	16,6 16,6 16,5	6,0 6,4 6,4	4,7 . .

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

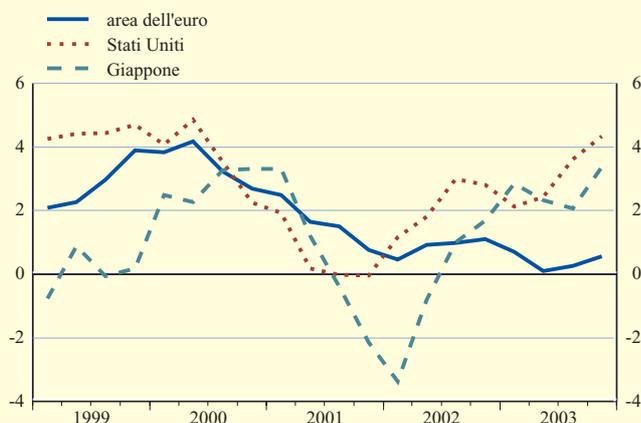
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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 <sup>1)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>2)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>2)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>3)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>4)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,4	44,2
2001	2,8	0,1	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,5	43,6
2002	1,6	-3,0	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,4	45,7
2003	2,3	0,4	3,1	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	.	.
2003 1° trim.	2,9	0,4	2,1	0,7	5,8	6,4	1,33	3,90	1,0731	-4,2	46,2
2° trim.	2,1	1,1	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,1
3° trim.	2,2	0,5	3,6	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,22	1,1248	-5,2	47,7
4° trim.	1,9	-0,6	4,3	1,7	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	.	.
2004 1° trim.	1,8	.	4,9	3,1	5,6	4,1	1,12	4,00	1,2497	.	.
2003 dic.	1,9	-	-	2,5	5,7	3,3	1,17	4,26	1,2286	-	-
2004 gen.	1,9	-	-	2,1	5,6	3,8	1,13	4,13	1,2613	-	-
feb.	1,7	-	-	3,4	5,6	4,1	1,12	4,06	1,2646	-	-
mar.	1,7	-	-	3,8	5,7	4,5	1,11	3,81	1,2262	-	-
apr.	.	-	-	.	.	.	1,15	4,32	1,1985	-	-
<b>Giappone</b>											
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,4	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	.	.
2003	-0,3	-4,2	2,7	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 1° trim.	-0,2	-6,8	2,8	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,59	.	.
2° trim.	-0,2	-3,2	2,3	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,74	.	.
3° trim.	-0,2	-2,1	2,1	1,0	5,2	1,8	0,05	1,20	132,14	.	.
4° trim.	-0,3	-4,8	3,4	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 1° trim.	-0,1	.	.	6,6	.	.	0,05	1,31	133,97	.	.
2003 dic.	-0,4	-6,3	-	5,8	4,9	1,5	0,06	1,35	132,43	-	-
2004 gen.	-0,3	-5,7	-	5,3	5,0	1,6	0,06	1,33	134,13	-	-
feb.	0,0	.	-	6,6	5,0	1,7	0,05	1,25	134,78	-	-
mar.	-0,1	.	-	7,7	4,7	.	0,05	1,35	133,13	-	-
apr.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,51	129,08	-	-

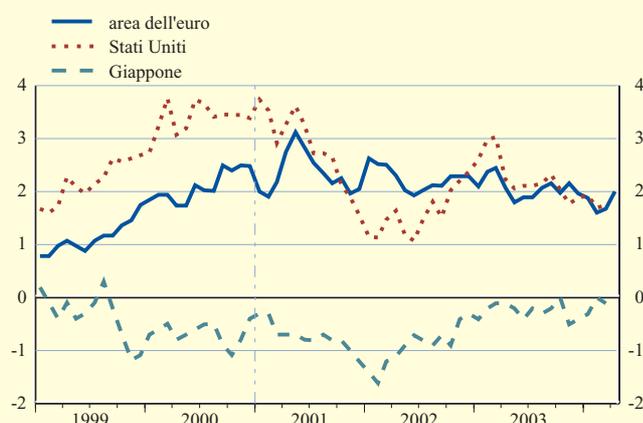
### F35 PIL a prezzi costanti

(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 8.2.

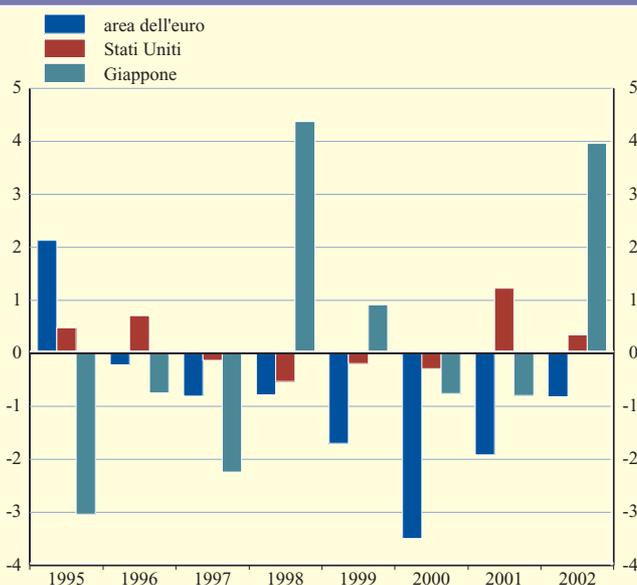
4) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

## 9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

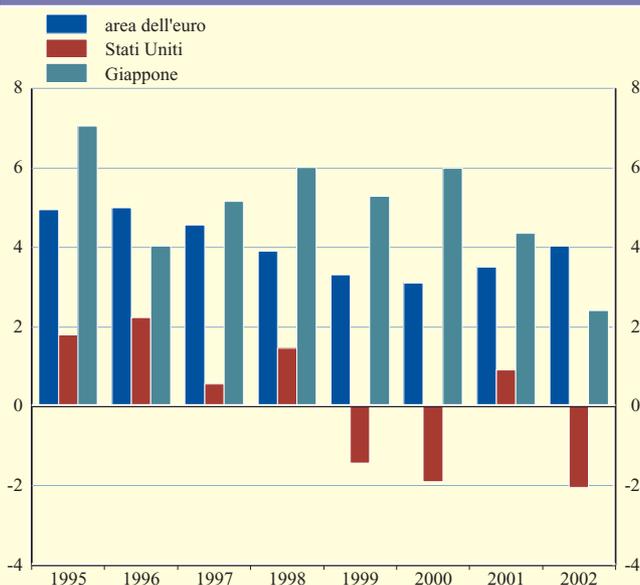
### 2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento <sup>2)</sup>	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo <sup>3)</sup>	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,4	8,9	12,3	7,5	12,6	2,5	12,7	4,0	11,1	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	7,9	8,3	1,9	7,6	0,6	1,7	13,2	7,0	11,1	6,0
2002	14,7	18,4	-4,4	7,5	7,4	2,3	8,2	1,9	0,0	13,0	5,0	11,3	7,0
2003	13,3	18,4	-4,8	7,3	7,2	5,5	8,6	4,4	0,8	13,2	6,3	11,0	8,4
2002 1° trim.	15,4	18,3	-4,0	7,3	7,6	1,6	8,1	1,3	0,2	12,9	6,0	11,4	7,1
2° trim.	15,1	18,4	-4,6	7,4	7,4	2,5	8,2	1,8	0,4	12,9	4,9	11,6	5,8
3° trim.	14,5	18,5	-4,5	7,6	7,3	2,2	8,1	2,0	-1,6	13,2	4,2	11,3	6,5
4° trim.	13,8	18,4	-4,7	7,5	7,2	2,8	8,3	2,5	0,9	12,9	4,9	10,8	8,6
2003 1° trim.	12,9	18,1	-4,9	7,2	7,2	5,7	7,9	5,4	0,7	12,8	5,5	10,6	8,4
2° trim.	13,2	18,2	-5,0	7,2	7,2	5,5	8,5	4,6	2,1	13,1	12,6	11,3	12,8
3° trim.	13,2	18,4	-4,7	7,2	7,3	5,2	8,9	3,8	0,2	13,5	5,1	11,5	7,3
4° trim.	13,8	18,9	-4,7	7,5	7,3	5,5	9,1	4,0	0,4	13,2	2,4	10,6	5,2
Giappone													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-2,9	15,7	-7,0	-0,9	4,8	0,7	8,5	-2,1
2003	.	24,0	.	.	.	2,6	.	-4,9	-0,5	.	-0,5	.	-0,6
2002 1° trim.	30,5	23,0	3,4	.	.	9,1	.	-4,9	-3,1	.	-6,6	.	2,5
2° trim.	24,1	23,4	2,8	.	.	-27,9	.	-23,7	0,8	.	5,8	.	-8,5
3° trim.	24,5	23,9	2,7	.	.	1,2	.	-9,7	-2,4	.	-6,8	.	-0,6
4° trim.	24,2	25,2	2,2	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,5	.	-1,5
2003 1° trim.	28,2	23,4	2,8	.	.	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	.	.	.	9,3	.	-2,9	-3,0	.	-5,4	.	1,6
4° trim.	.	24,9	.	.	.	10,3	.	8,6	1,4	.	9,4	.	-1,2

### F37 Saldo finanziario delle società non finanziarie (in percentuale del PIL)



### F38 Saldo finanziario delle famiglie<sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	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	Dow 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 (1. 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  $L_t$  le consistenze alla fine del mese  $t$ , con  $C_t^M$  la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese  $t$ , con  $E_t^M$  la correzione per la variazione del tasso di cambio e con  $V_t^M$  gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni  $F_t^M$  nel mese  $t$  sono definite come:

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

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

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

dove  $L_{t-3}$  rappresenta le consistenze alla fine del mese  $t-3$  (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio,  $C_t^Q$  è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese  $t$ .

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

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per  $F_t^M$  e  $L_t$  le definizioni fornite in precedenza, l'indice  $I_t$  delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://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:

$$(f) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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  $a_t$ , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-

ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente 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](http://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 delle consistenze corrette nel mese  $t$  è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese  $t$  – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 <sup>4)</sup>

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](http://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](http://www.ecb.int)). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 maggio 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 moneta-

rie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, per strumenti con scadenza originaria fino a  $n$  anni si intendono quegli strumenti con scadenza originaria non superiore a  $n$  anni.

### PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

### STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 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 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 monetarie<sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>2)</sup>.

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

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

La sezione 3.3 riporta dati trimestrali sui conti finanziari delle aziende di assicurazione e dei fondi pensione (S125 nel SEC 95) dell'area dell'euro. Come nelle sezioni 3.1 e 3.2, i dati, non corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e le transazioni finanziarie e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento di questo settore.

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. 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 95<sup>3)</sup>. 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 suddivise 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

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).

statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (EURIBOR) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal LIBOR.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>4)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>5)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette a

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 2000<sup>6)</sup>, 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<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7)<sup>7)</sup> 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](http://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). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

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, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

## 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 Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute.

## EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>

## 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 operazioni di rifi-

nanziamento 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 E 4 MARZO 2004**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

#### **10 MARZO 2004**

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

#### **1 APRILE E 6 MAGGIO 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 GENNAIO 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 febbraio e aprile 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.

*Rapporto annuale 2003*, aprile 2004.

### 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.

*L'influenza delle politiche di bilancio sulla stabilità economica e sui prezzi*, aprile 2004.

*Gli sviluppi futuri del sistema Target*, aprile 2004.

*I paesi partner del "processo di Barcellona" e le loro relazioni con l'area dell'euro*, aprile 2004.

*L'economia dell'UE dopo l'adesione dei nuovi Stati membri*, maggio 2004.

*Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro*, maggio 2004.

*I metodi di attenuazione dei rischi nelle operazioni di credito dell'Eurosistema*, maggio 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.
- 10 *The acceding countries' strategies toward ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, dello staff team composto da P. Backé, C. Thimann, O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, febbraio 2004.
- 11 *Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases*, di A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, febbraio 2004.
- 12 *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, di R. Anderton, F. Di Mauro e F. Moneta, aprile 2004.
- 13 *Fair value accounting and financial stability*, a cura di un gruppo interno coordinato da Andrea Enria e comprendente Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires e Paolo Poloni, aprile 2004.
- 14 *Measuring financial integration in the euro area*, di L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, aprile 2004.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 302 *Deposit insurance, moral hazard and market monitoring*, di R. Gropp e J. Nesala, febbraio 2004.
- 303 *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*, di A. Afonso e R. Strauch, febbraio 2004.
- 304 *Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics*, di A. Trigari, febbraio 2004.
- 305 *A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting*, di C. Morana, febbraio 2004.
- 306 *A markup model of inflation for the euro area*, di C. Bowdler e E. S. Jansen, febbraio 2004.
- 307 *Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes*, di R. Strauch, M. Hallerberg e J. von Hagen, febbraio 2004.
- 308 *International risk-sharing and the transmission of productivity shocks*, di G. Corsetti, L. Dedola e S. Leduc, febbraio 2004.
- 309 *Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers*, di J. Sousa e A. Zaghini, febbraio 2004.
- 310 *International equity flows and returns: a quantitative equilibrium approach*, di R. Albuquerque, G. H. Bauer e M. Schneider, febbraio 2004.
- 311 *Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach*, di M. Bussière, M. Fratzscher e G. J. Müller, febbraio 2004.
- 312 *Similarities and convergence in G-7 cycles*, di F. Canova, M. Ciccarelli e E. Ortega, febbraio 2004.
- 313 *The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area*, di G. de Bondt e D. Marqués, febbraio 2004.

- 314 *Exchange rate risks and asset prices in a small open economy*, di A. Derviz, marzo 2004.
- 315 *Option-implied asymmetries in bond market expectations around monetary policy actions of the ECB*, di S. Vähämaa, marzo 2004.
- 316 *Cooperation in international banking supervision*, di C. Holthausen e T. Rønde, marzo 2004.
- 317 *Fiscal policy and inflation volatility*, di P. C. Rother, marzo 2004.
- 318 *Gross job flows and institutions in Europe*, di R. Gómez-Salvador, J. Messina e G. Vallanti, marzo 2004.
- 319 *Risk sharing through financial markets with endogenous enforcement of trades*, di T. V. Köppl, marzo 2004.
- 320 *Institutions and service employment: a panel study for OECD countries*, di J. Messina, marzo 2004.
- 321 *Frequency domain principal components estimation of fractionally cointegrated processes*, di C. Morana, marzo 2004.
- 322 *Modelling inflation in the euro area*, di E. S. Jansen, marzo 2004.
- 323 *On the indeterminacy of New-Keynesian economics*, di A. Beyer e R. E. A. Farmer, marzo 2004.
- 324 *Fundamentals and joint currency crises*, di P. Hartmann, S. Straetmans e C. G. de Vries, marzo 2004.
- 325 *What are the spillovers from fiscal shocks in Europe? An empirical analysis*, di M. Giuliadori e R. Beetsma, marzo 2004.
- 326 *The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis*, di L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, marzo 2004.
- 327 *Diversification in euro area stock markets: country versus industry*, di G. A. Moerman, aprile 2004.
- 328 *Non-fundamental exchange rate volatility and welfare*, di R. Straub e I. Tchakarov, aprile 2004.
- 329 *On the determinants of euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework*, di R. A. De Santis, R. Anderton e A. Hijzen, aprile 2004.
- 330 *The demand for euro area currencies: past, present and future*, di B. Fischer, P. Köhler e F. Seitz, aprile 2004.
- 331 *How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI*, di L. Aucremanne e E. Dhyne, aprile 2004.
- 332 *Stylised features of price-setting behaviour in Portugal: 1992-2001*, di M. Dias, D. Dias e P.D. Neves, aprile 2004.
- 333 *The pricing behaviour of Italian firms: new survey evidence on price stickiness*, di S. Fabiani, A. Gattulli e R. Sabbatini, aprile 2004.
- 334 *Is inflation persistence intrinsic in industrial economies?*, di A.T. Levin e J. M. Piger, aprile 2004.
- 335 *Has euro area inflation persistence changed over time?*, di G. O'Reilly e K. Whelan, aprile 2004.
- 336 *The great inflation of the 1970s*, di F. Collard e H. Dellas, aprile 2004.
- 337 *The decline of activist stabilisation policy: natural rate misperceptions, learning and expectations*, di A. Orphanides e J. C. Williams, aprile 2004.
- 338 *The optimal degree of discretion in monetary policy*, di S. Athey, A. Atkeson e P. J. Kehoe, aprile 2004.
- 339 *Understanding the effects of government spending on consumption*, di J. Galí, J. D. López-Salido e J. Vallés, aprile 2004.
- 340 *Indeterminacy with inflation-forecast-based rules in a two-bloc model*, di N. Batini, P. Levine e J. Pearlman, aprile 2004.

- 341 *Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment*, di T. Bayoumi, D. Laxton e P. Pesenti, aprile 2004.
- 342 *Equal size, equal role? Interest rate interdependence between the euro area and the United States*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, aprile 2004.
- 343 *Monetary discretion, pricing complementarity and dynamic multiple equilibria*, di R. G. King e A. L. Wolman, aprile 2004.
- 344 *Ramsey monetary policy and international relative prices*, di E. Faia e T. Monacelli, aprile 2004.
- 345 *Optimal monetary and fiscal policy: a linear-quadratic approach*, di P. Benigno e M. Woodford, aprile 2004.
- 346 *Perpetual youth and endogenous labour supply: a problem and a possible solution*, di G. Ascari e N. Rankin, aprile 2004.
- 347 *Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty*, di C. Fuss e P. Vermeulen, aprile 2004.
- 348 *Financial openness and growth: short-run gain, long-run pain?*, di M. Fratzscher e M. Bussiere, aprile 2004.
- 349 *Estimating the rank of the spectral density matrix*, di G. Camba-Mendez e G. Kapetanios, aprile 2004.
- 350 *Exchange rate policy and the zero bound on nominal interest rates*, di G. Camba-Mendez e G. Kapetanios, aprile 2004.
- 351 *Interest rate determination in the interbank market*, di V. Gaspar, G. P. Quirós e H. R. Mendizábal, aprile 2004.
- 352 *Forecasting inflation with thick models and neural networks*, di P. McNelis e P. McAdam, aprile 2004.
- 353 *Towards the estimation of equilibrium exchange rates for CEE acceding countries: methodological issues and a panel cointegration perspective*, di F. Maeso-Fernandez, C. Osbat e B. Schnatz, aprile 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.

*Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10*, febbraio 2004.

*Comments on the communications from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)*, febbraio 2004.

*Foreign direct investment task force report*, marzo 2004.

*External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*, aprile 2004.

*Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)*, aprile 2004.

*Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)*, aprile 2004.

*TARGET compensation claim form*, aprile 2004.

*Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe*, aprile 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 inevasa, 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.